

Entwurf! Noch in Bearbeitung!

Unbekannte Wörter bitte bei "Finanzbegriffe" auf meiner Homepage suchen (der URL ist in der Kopfzeile angegeben)!

Veränderung der Bankgeschäfte in letzter Zeit

Nach Basel-II müssen die Banken bei einem jeden Kredit eine genau vorgeschriebene Risiko-Prüfung (risk weighing) vornehmen. Auch die Art und Weise des jeweils anzuwendenden Verfahrens ([risk measuring] approach) ist geregelt und wird durch die zuständige Aufsichtsbehörde (supervisory authority, prudential authority) überwacht. Ferner ist im Regelwerk Basel-II festgelegt und wird aufsichtlich (supervisory) kontrolliert, wieviel Eigenkapital eine Bank zur Unterlegung (underlying) des jeweiligen Risikos bereithalten muss. Verursacht schon die Risikomessung einen erhöhten Arbeitsaufwand (hochqualifiziertes Fachpersonal – in der Regel Aktuare [actuaries] – müssen die Risikomessung vornehmen) und damit auch steil ansteigende zusätzliche Kosten, so ist auch die Bereithaltung von Eigenkapital zur Abdeckung der bankgeschäftlichen Risiken teuer.

Nach jahrelangen Verzögerungen werden die entsprechenden Vorschriften von Basel-II in Europa stufenweise in den Jahren 2007 und 2008 eingeführt. Die USA peilen bisher die schrittweise Einführung jeweils ein Jahr später an, also 2008 und 2009.

Das führt von selbst dazu, dass Banken bereits im Vorfeld auf Geschäfte ausweichen, die weniger Risiko und damit geringere Kosten versprechen. Zwei solcher Geschäftsfelder sind in den letzten Jahren im Zuge dessen sehr stark angewachsen: Konsortialkredite (auch syndizierte Kredite genannt) und Verbriefungen.

Konsortialkredit

Konsortialkredit (in der Fachsprache auch syndizierter Kredit; syndicated loan, consortium loan, participation loan) bedeutet, dass

- ❶ mehrere (international tätige und in der Regel auch bei diesem Geschäft schon aufeinander gut eingespielte [well attuned]) Banken
- ❷ sich fallweise (case-by-case) zur Kreditgewährung
- ❸ an eine gute Adresse (prime address) mit sehr hohem Kreditbedarf zusammenschliessen,

Veränderung der Bankgeschäfte in letzter Zeit

- ④ wobei jedes Institut einen bestimmten Teil (partial amount) der ausgeliehenen Summe an den Darlehnsnehmer (borrower; credit user) beiträgt.

Diese Form des Kredits erlaubt der einzelnen Bank

- ① einen in ihrem Ermessen stehenden Teilbetrag (part of the total sum) des Darlehns gesamthaft zu bestimmen,
- ② ihr Risiko geographisch und in Bezug auf Wirtschaftsbereiche zu streuen (spread the risks),
- ③ ihre Kosten zur Überwachung des Schuldners (monitoring costs) zu senken, weil entsprechende Aufgaben zwischen den Teilnehmern des (internationalen) Konsortiums (syndicate) aufgeteilt werden und
- ④ im Regelfall einen höheren Gewinn zu erzielen, als dies bei anderen Geschäften möglich ist.
- ⑤ Schliesslich kann einzelne Bank auch über Derivate (derivates) die eingegangenen Risiken aus ihrem Beitrag zu dem Gesamtdarlehn an andere Marktteilnehmer weiterreichen; so entsteht ein Zweitmarkt für Konsortialkredite (secondary market for syndicated loans).

Auf der anderen Seite steigt die Nachfrage nach Konsortialkrediten (increases the demand) an, weil ein Unternehmen auf diesem Weg

- ① rasch und zügig (in a timely manner)
- ② einen beträchtlichen Geldbetrag (jumbo loan) aufnehmen kann;
- ③ es nicht nötig wird, fast alle Firmendaten offenzulegen, wie dies bei einer Begebung über die Börse im Verkaufsprospekt (securities prospectus with disclosure requirements) vorgeschrieben ist. Denn wer in Deutschland Wertpapiere öffentlich anbietet, muss gemäss einem eigenem Wertpapier-Verkaufsprospektgesetz Vermögensverhältnisse, Ertragsgrundlagen, Inanspruchnahme des Kapitalmarktes und weitere im Gesetz aufgezählte Angaben in einem Prospekt genau bezeichnen. Das erstellte Prospekt ist der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht einzureichen. Es wird von ihr innert von zehn Werktagen unter Beachtung der zusätzlich erlassenen Verkaufsprospekt-Verordnung geprüft. Schliesslich ist
- ④ ein befristeter Bankkredit (loan within a tight time frame) allemal kostengünstiger als die Emission einer Anleihe auf dem Kapitalmarkt.

Vor allem bei Fusionen und Übernahmen (mergers and acquisitions) sowie bei Käufen eines Unternehmens vorwiegend durch Fremdkapital (leveraged buyouts) sind syndizierte Kredite inzwischen weltweit das Mittel der Wahl geworden.

Verbriefung

Bei der Verbriefung (securitisation) fasst eine Bank (in diesem Zusammenhang oft Originator [originator] und originierende Bank [originating bank] genannt; vom spätlateinischen *ORIGINARE* = etwas begründen) zunächst auf der Aktivseite der Bilanz stehende Kredite nach bestimmten Gesichtspunkten zu einem Bündel (auch Paket, Sondervermögen, Pool, Portfolio; pool, portfolio genannt) zusammen. Ein Pool birgt derzeit gewöhnlich Kredite zwischen 10 Mio und 20 Mio EUR.

In der Regel enthalten diese Bündel gleichartige Kredite (congeneric loans), wie beispielsweise an Unternehmen gewährte Darlehn (credit positions toward enterprises), durch Hypotheken gesicherte Kredite (mortgage-backed loans), Leasingforderungen oder Forderungen aus dem Kreditkartengeschäft (receivables from credit card business). Zusammengestellt werden aber auch Portfolios, enthaltend notleidende Kredite (non-performing loans, NPLs), oft unter Beimischung von ungefährdeten Darlehn (performing loans). Im einzelnen gibt es inzwischen überaus viele und in sich auch verschiedenartige Mischungsformen.

In einem zweiten Schritt verkauft die Bank die so gebündelten (pooled) Forderungen (collateralised debt obligations, CDOs) an eine eigens dazu gegründete Zweckgesellschaft (special purpose vehicle, SVP oder securitisation special-purpose entity, SSPE), auch Conduit-Gesellschaft oder nur Conduit [conduit; aus dem lateinischen *CONDUCERE* = zusammenführen, zusammenbringen hergeleitet] genannt. Im Gegenzug erhält der Originator (die Bank) den Wert der von der Zweckgesellschaft übernommenen Forderungen sofort in bar ausbezahlt.

Es findet damit grundsätzlich ein rechtswirksamer und regressloser Forderungsübergang vom Originator auf die Zweckgesellschaft statt. Die Zweckgesellschaft erhält jedoch keine Einzelinformation über die ihr übertragenen Forderungen; alle Kreditakten verbleiben beim Originator.

Gemäss Definition in Artikel 4 der Richtlinie 2006/48/EG des Europäischen Parlaments und der Rates vom 14. Juni 2006 über die Aufnahme und Ausübung der Tätigkeit der Kreditinstitute (Neufassung) ist eine Zweckgesellschaft (securitisation special-purpose entity, SSPE) "eine Treuhandgesellschaft oder ein sonstiges Unternehmen, die kein Kreditinstitut ist und zur Durchführung einer oder mehrerer Verbriefungen errichtet wurde, deren Tätigkeit auf das zu diesem Zweck Notwendige beschränkt ist, deren Struktur darauf ausgelegt ist, die eigenen Verpflichtungen von denen des originierenden Kreditinstituts zu trennen, und deren wirtschaftliche Eigentümer die damit verbundenen Rechte uneingeschränkt verpfänden oder veräussern können."

Strenggenommen muss man zwischen einer Zweckgesellschaft und einer Conduit-Gesellschaft unterscheiden. Während die *Zweckgesellschaft* dazu eingerichtet wird, um einen ganz bestimmten Pool einer originierenden Bank oder mehrerer Originatoren zu tanchieren und in

Veränderung der Bankgeschäfte in letzter Zeit

Verbriefungspapiere umzuwandeln, ist eine *Conduit-Gesellschaft* darauf ausgelegt, dauerhaft *Verbriefungen* zu gestalten. In der Praxis werden beide Bezeichnungen in der Regel sinngleich verwendet. - Im Jahr 2005 unterhielt die Deutsche Bank AG weltweit 195 Zweckgesellschaften; die wesentlich kleinere Commerzbank AG besass 57 dieser Anlagevehikel. Viele bestanden aus zahlreichen Untergesellschaften, die in verschiedene Wertpapiere investiert hatten.

Die Zweckgesellschaft zeichnet eine Besonderheit aus: diese dient tatsächlich lediglich als Vehikel, als Mittel zum Zweck der Transaktion. Sie selbst ist nur ein Mantel, der alle Tätigkeiten juristisch unter einem Dach ordnet: diese bündelt und abstimmt, um letztendlich Wertpapiere zu emittieren. Deshalb braucht diese Gesellschaft grundsätzlich auch keine Mitarbeiter, weil alle Dienstleistungen gleichsam eingekauft werden. Die Handelnden sind in der Regel im einzelnen – ❶ der Rechtsanwalt: er gründet die Gesellschaft; – ❷ der Verkäufer (der Originator): er veräußert einen Forderungspool an die Finanzierungsgesellschaft; – ❸ der Arrangeur: er tranchiert den Pool, besorgt das Rating der einzelnen Tranchen durch eine Rating-Agentur, macht die Verbriefung der Anlage bekannt, geht auf Roadshow bei möglichen Investoren und besorgt (eventuell über einen eigens dazu beauftragten Händler) die Plazierung der Verbriefungspapiere; – ❹ – der Treuhänder: er sorgt für den reibungslosen Ablauf der Zahlungsströme und ist meist eine Investmentbank.

Die Zweckgesellschaft (bzw. die von ihr beauftragten Dienstleister) ihrerseits wandelt die einzelnen Pakete um in handelbare Wertpapiere (credit-linked notes, CLN, asset-backed securities, ABSs; so ebenfalls meistens im Deutschen gesagt und in der Fachliteratur auch so abgekürzt; seltener: forderungsbesicherte Anleihen) und begibt Schuldverschreibungen im Umfang des jeweiligen Betrages. Man nennt diese Tätigkeit einer Zweckgesellschaft auch Repackaging (so auch im Deutschen ausgedrückt). Bei breiter Streuung der zugrunde liegenden Risiken haftet diesen Wertpapieren gesamthaft gesehen ein geringeres Risiko an als den verbrieften Ursprungs-Forderungen. Diese werden auch Referenzaktiva (primary assets) genannt.

In der Regel werden entsprechende Wertpapiere in drei Teilbeträge (Tranchen, tranches) je nach Risikogehalt (risk profile) ausgegeben. Diese sind fast immer auf eine einzige Währungseinheit (EUR, USD, JPY, GBP, CHF) denominiert (denominated).

- ❶ Zunächst haben dann bei Zahlungsausfall (default; payment outage) die Besitzer der relativ sehr hoch verzinsten ersten Tranche (Junior-Tranche, Equity-Tranche; first loss tranche, FLT, first loss pieces, FLPs), allfälligen Verlust zu tragen; sie übernehmen damit ein sehr hohes Risiko.
- ❷ Die Inhaber der höher verzinsten Papiere der zweiten Tranche (Mezzanin-Tranche, mezzanine tranche) werden als nächste, und
- ❸ die Besitzer der vergleichsweise niedrig verzinsten dritten Teiles (Senior-Tranche, senior tranche) der gesamthaften Schuldverschreibung ganz zuletzt zur Verlustdeckung (covering of losses) herangezogen.

Veränderung der Bankgeschäfte in letzter Zeit

Anders ausgedrückt: zunächst werden die Besitzer der Senior-Tranche (bzw. darunter liegender Tranchen: in der Praxis der letzten Jahre sind bis zu sieben Tranchen aus einem ASB-Pool aufgelegt worden) aus den Erträgen (Zinszahlungen) des Sondervermögens bedient, zum Schluss die Halter der Junior-Tranche. Man spricht hier auch vom Subordinationsprinzip und Wasserfallprinzip. Somit wird die Junior Tranche als Position mit Residualanspruch.

Laut Definition in Artikel 4 der Richtlinie 2006/48/EG des Europäischen Parlaments und der Rates vom 14. Juni 2006 über die Aufnahme und Ausübung der Tätigkeit der Kreditinstitute (Neufassung) ist eine Tranche ein "vertraglich festgelegtes Segment des mit ein oder mehreren Forderungen verbundenen Kreditrisikos, wobei eine Position in diesem Segment – lässt man Sicherheiten, die von Dritten direkt für die Inhaber von Positionen in diesem oder anderen Segmenten gestellt werden, ausser Acht – mit einem grösseren oder geringeren Verlustrisiko behaftet ist als eine Position gleicher Höhe in jedem anderen dieser Segmente."

Die Dicke (*thickness*) einer Tranche ist laut Anhang IV aufsichtsrechtlich definiert als das Verhältnis von Nominalwert der Tranche zur Summe der Beträge der Forderungen, die verbrieft wurden. Diese Grösse spielt bei den vorgeschriebenen (im einzelnen sehr weitläufigen) Eigenkapitalanforderungen an den Originator eine Rolle. In der Regel hat die Senior-Tranche die grösste Dicke.

Aufsichtlich verboten sind Vorbehalte, denen zufolge – ❶ anders als im Falle der vorzeitigen Tilgungsklauseln Verbriefungspositionen vom Originator verbessert werden müssen, wenn es zu einer Verschlechterung der Kreditqualität der verbrieften Forderungen kommt (was auch eine Veränderung der zugrundeliegenden Kreditforderungen oder eine Aufstockung der an die Anleger zu zahlenden Rendite beinhalten würde), oder – ❷ die an die Inhaber von Verbriefungspositionen zu zahlende Rendite aufzustocken wäre, wenn es zu einer Verschlechterung der Kreditqualität des Forderungspools käme.

Grundsätzlich liegt es im Interesse der kreditgebenden Bank (des Originators), die risikohöchste Erstverlust-Tranche (Junior-Tranche, *highest risk tranche*, *first loss piece*) von der Zweckgesellschaft selbst zu übernehmen. Denn

- ❶ das motiviert die Bank, die Schuldner weiterhin zu überwachen und dafür zu sorgen, dass die Kredite bedient und ein termingerechter Einzug (*collection on schedule*) nachdrücklich vorgenommen wird;
- ❷ den Anlegern der Mezzanin-Tranche und der Senior-Tranche sowie allfälliger weiterer Tranchen wird dadurch überzeugend bedeutet, dass alles getan wird, um die vertraglich festgelegte Rückzahlung und Verzinsung der Ursprungskredite (*payment handling*) zu gewährleisten sowie Zahlungsausfälle (*debt defaults*) zu vermeiden (Moral Hazard-Problem!) und
- ❸ es können jetzt die beiden anderen Tranchen mit einer weit niedrigeren Verzinsung ausgestattet werden, weil ja der Originator das Hauptrisiko (*chief part of the risk*) trägt.

Veränderung der Bankgeschäfte in letzter Zeit

In manchen Fällen betreut die verkaufende (originierende) Bank (der Originator) die veräußerten Forderungen weiterhin auf der Grundlage eines Geschäftsbesorgungs-Vertrags (agency agreement) mit der Zweckgesellschaft, wiewohl eine solche Vereinbarung gegen die von den Aufsichtsbehörden geforderte klare Trennung zwischen Originator und Conduit verstößt.

Die Zweckgesellschaft gibt solche Schuldtitel meistens nur an institutionelle Anleger ab. Dazu zählen Kapitalanlagegesellschaften, Versicherungen, Pensions-Fonds, Hedge-Fonds, aber auch global tätige Banken. Zur Absicherung von Fremdwährungsrisiken kaufen auch weltweit tätige Firmen ABSs vor allem der (risikogeringsten) Senior-Tranche. Die Laufzeit der Verbriefungspapiere ist frei vereinbar. Sie wird aber in der Regel kürzer als die Laufzeit der im Pool enthaltenen Kredite gewählt.

Im Interesse eines zweifelsfreien Haftungsausschlusses in Bezug auf die Emission der Tranchen sollte gemäß aufsichtsrechtlicher Empfehlung der Originator bei der Plazierung der Asset Backed Securities (ABSs) kein eigenes Absatzrisiko übernehmen. Dies geschähe zum Beispiel durch eine (auch eingeschränkte) Übernahmezusage oder gar als Käufer eines Teils der Begebung gesamthaft oder bei einzelnen Tranchen (underwriter). Auch darf die veräußernde Bank aus dem Primärmarkt keine dieser Papiere für den eigenen Bestand ankaufen. Denn mit einem unmittelbaren Ankauf kehrt ja das Adressen-Ausfallrisiko (address non-payment risk) in abgewandelter Form zur originierenden Bank zurück. Das brächte keine Entlastung der Bilanz.

Die genannten Regelungen und Empfehlungen gelten jedoch nur für Banken und Conduits, die im Geltungsbereich von Basel-II ihren Sitz haben (domicile within the legal framework of Basle-II). Rechtspersönlichkeiten (entities) ausserhalb dieses Gebiets, und vor allem solche an Offshore-Finanzplätzen (offshore areas), unterliegen so gut wie gar keinen Beschränkungen und in der Regel auch keiner Aufsicht.

Eine Übernahme der ABSs durch den Originator verbietet sich aber auch aus anderen Gründen. Denn durch einen solchen Ankauf aus dem Primärmarkt würde der Originator gleichsam zum Anleger, was die Schlussfolgerung nahelegen würde, dass sich nicht genügend Investoren finden würden, die Tranchen von der Zweckgesellschaft zu kaufen.

Aufsichtsrechtlich beanstandet wird bis anhin jedoch noch nicht ein allfälliger Kauf seitens des Originators von Tranchen aus eigener Verbriefung auf dem Sekundärmarkt (secondary market). Vorgeschrieben ist hier jedoch, dass ein solcher Rückkauf zum aktuellen Marktpreis geschieht, und dass keinerlei Kreditgewährung an die Zweckgesellschaft oder an Anleger damit verbunden ist.

Bei allfälligen Zahlungsschwierigkeiten (financial difficulties) der Zweckgesellschaft könnten möglicherweise (dies hängt von der Vertragsgestaltung ab) Regress-Ansprüche (rights of recourse) auf den Originator zukommen. Um dies von vornherein auszuschliessen, empfehlen die Finanzmarktexperten, dass der Originator (die veräußernde Bank) weder konzernrechtlich, noch gesellschaftsrechtlich, noch kapitalmässig, noch personell mit der Zweckgesellschaft verbunden sein dürfe. Eine Einflussnahme der originierenden Bank auf die Geschäftsführung der Zweckge-

Veränderung der Bankgeschäfte in letzter Zeit

sellschaft sollte unter allen Umständen ausgeschlossen sein. Bis anhin sind diese Empfehlungen allerdings noch nicht Vorschrift.

Um an der völligen Trennung auch nach aussen keinen Zweifel aufkommen zu lassen, sollte keine Namensgleichheit oder Namensähnlichkeit zwischen Originator und Zweckgesellschaft bestehen. Im Verkaufsprospekt für die ABSs muss die Zweckgesellschaft (Emittentin der Tranchen) die Anleger ausdrücklich darauf hinweisen, dass ausschliesslich sie selbst für die Ansprüche der Anleger haftet; es sei denn, der Originator (die veräussernde Bank) hat bestimmte, den Anlegern im einzelnen genau bekanntzugebende Einstandspflichten vertraglich übernommen (was inzwischen zur Regel geworden ist).

Empfohlen wird ferner, dass die Originatoren die Ausfallhäufigkeit ihrer Forderungen zumindest für die letzten Jahre belegen können und bekanntgeben.

Nicht verboten ist es, dass Banken hauseigene Hedge-Fonds ins Leben rufen, die neben (in der Regel börsennotierten) Aktien und Obligationen auch ABSs in ihr Portfolio aufnehmen. Der im August 2007 in Not geratene Fonds "Rhineland Funding Capital Corporation" der deutschen Industriekreditbank (IKB) in Düsseldorf/Berlin hatte fast ein Drittel des Vermögens in ABSs investiert, und zwar vornehmlich in verbrieft, bonitätsschwache (subprime) amerikanische Hypothekarkredite. Die Investitionen des Fonds betragen dabei ein Vielfaches des IKB-Eigenkapitals. Während das Eigenkapital des Fonds nur 500 USD (!!) betrug, räumte die IKB dem Fonds (unter trickreicher Umgehung der Vorschriften des Kreditwesensgesetzes für Grosskredite) eine Kreditlinie von 8,1 Milliarden Euro ein.

Die Westdeutsche Landesbank hatte für ihren "WestLB Mellon Compass Fund: ABS Fund" auch bei Privatanlegern geworben. Gleiches gilt für verschiedene andere, von Banken in Deutschland betriebene Hedge-Fonds, wie etwa der "Frankfurt Trust" der BHF-Bank. Weil normalerweise Anteile von Hedge-Fonds nicht an der Börse notiert werden, sind die Anleger auf die Rücknahme von Anteilen durch die Fondsgesellschaft zu deren Bedingungen angewiesen. Dabei könnte der gesetzlich vorgeschriebene Fair Value (der Betrag, zu dem ein Vermögenswert im Geschäftsverkehr zwischen sachkundigen, vertragswilligen und voneinander unabhängigen Geschäftspartnern unter Marktbedingungen getauscht werden könnte) im Zuge einer Notabwicklung (distressed sale) bei weitem unterschritten werden.

Wie sich gezeigt hat, sind die Hedge-Fonds bei hohem Abschreibungsbedarf für ABSs geneigt, Aktien und Anleihen aus ihrem Portfolio rasch abzustossen. Das bringt die entsprechenden Kurse zum Fallen (Spillover-Effekte). Soweit Banken Kredite (auch und vor allem an die Hedge-Fonds) auf Aktien- und Anleihedepots gewährt haben, fordern sie deshalb nun Nachschüsse (additional cover). Um diese aufbringen zu können, werden wieder Papiere aus dem Depot der Kreditnehmer verkauft. Dies kann eine Abwärts-Spirale (downward spiral) auf den Finanzmärkten auslösen. Um solches zu verhindern, sehen sich die Zentralbanken gezwungen, den trudelnden Banken (trund-ling banks) billig Geld zur Verfügung zu stellen.

Veränderung der Bankgeschäfte in letzter Zeit

Die ABSs jeder Tranche sind letztlich allein gedeckt durch die Rückzahlung der von Banken gewährten Kredite – was häufig ausser Acht gelassen wird! Anders gesagt: die von der Zweckgesellschaft ausgegebenen Wertpapiere stellen für das originierende Kreditinstitut grundsätzlich keine Zahlungsverpflichtung dar.

Die Bedienung der Investoren – also der Käufer der Tranchen – wird aus den Zins- und Tilgungszahlungen der Kreditnehmer der Originators geleistet. Weil jedoch die Zahlungsströme an die Erwerber der drei Tranchen einerseits, und die von den Kreditnehmern des Originators eingehenden Zahlungen andererseits terminlich aufeinander abzustimmen sind, bedarf es seitens der Zweckgesellschaft einer genauen Liquiditätsplanung. Auch nur kurzfristige Engpässe (bottlenecks) bei der Bedienung der von der Zweckgesellschaft begebenen Tranchen hat Folgen auf das Vertrauen der Anleger in die Conduits und führt leicht zu einem Vertrauensverlust auf dem Finanzmarkt gesamthaft. In einer solchen Lage halten sich dann die Banken (so wie im August 2007) mit Krediten selbst auf dem Interbanken-Markt zurück. Es kommt dann plötzlich zu Liquiditäts-Engpässen; im Interesse der Stabilität der Finanzsystems werden die Zentralbanken nun gezwungen, als "lender of last resort" (gegen entsprechend hohe Zinsen freilich!) als Geldanbieter in den Markt zu treten.

Um daher den termingerechten Zahlungsfluss auf alle Fälle zu gewährleisten, wird regelmässig eine eigene Position in die Verbriefungsstruktur eingebaut, eine Liquiditätsfazilität (liquidity facility). Falls es zu Zahlungsstörungen kommen sollte, fängt diese das Risiko auf, damit die Investoren (die Käufer der einzelnen Tranchen) nicht zu Schaden kommen. Denn die Zweckgesellschaft verfügt in der Regel nicht über die finanzielle Kraft, solche Risiken selbst abzufedern. Aufsichtsrechtlich sind eine Reihe von Bestimmungen an die Ziehung der Liquiditätsfazilität geknüpft.

In manchen Verträgen ist ferner die Klausel eingebaut, dass bei Verfall des Nettowertes eines Portfolios unter einen vorher festgelegten Wert die originierende Bank die Tranchen kauft und in den eigenen Handelsbestand aufnimmt.

Eine Bank kann sich bezüglich der Qualität (Bonität) und des Verhaltens ihres Schuldners (Zahlungsmoral, payment morale) bloss unvollkommen informieren. Daher ist es aus ihrer Sicht entscheidend, ob ein Darlehensnehmer über ausreichende Sicherheiten (collateral, securities) verfügt, um das Kreditausfallrisiko (loan loss risk) abzudecken. Immobilien (real estate) sind hierbei von besonderer Bedeutung. Denn diese sind relativ wertbeständig, und ihre Bewertung kann vergleichsweise genau vorgenommen werden.

Das führt dazu, dass Unternehmen bestrebt sind, Geld in erstklassige (best rated), hochbonitäre (prime) Immobilien anzulegen, um ihre Borgkraft (Kreditwürdigkeit; credit-worthiness) zu erhöhen, sintemal immobilien gesicherte Portfolios sich von einer Bank leichter und zu günstigeren Bedingungen verbrieften lassen. Viele Beobachter sehen darin den (Haupt)Grund, dass die Immobilienpreise weltweit ansteigen. – Dies wiederum hat zur Folge, dass gepoolte Forderungen mit

Veränderung der Bankgeschäfte in letzter Zeit

hypothekarischer Besicherung (Mortgage Backed Securities, MBS) bei der (internationalen) Nachfrage nach entsprechenden Papieren an der Spitze stehen.

Spätestens jedoch seit der Immobilien-Krise in den USA im Sommer 2007 prüfen die (globalen) Käufer entsprechender Portfolios genau, wie hoch der Anteil von Grundstücken aus dem privaten Wohnungsbau (private housing sector), aus dem Sozialwohnungsbau (council housing, social housing) und auch aus dem öffentlichen Wohnungsbau (public housing) in dem Paket ist, für das Wertpapiere ausgegeben werden. Denn die Erfahrung hat gezeigt, dass vor allem die Hypotheken aus dem Privatwohnungsbau über Nacht in einem Dominostein-Effekt (cascade) notleidend werden können, und dass trotz aller Rechtstitel die Zwangsvollstreckung (mortgage foreclosure) aus vielerlei Gründen kaum möglich ist. Infolgedessen sind Papiere, die sich auf bonitätsschwache (subprime) Hypothekenkredite gründen, kaum mehr gewinnbringend zu verbriefen.

Dies wiederum hat die Conduits (= Zweckgesellschaften) veranlasst, laufende Prüfungen anzustellen hinsichtlich der Werthaltigkeit (intrinsic value) der in den Paketen zusammengefassten Forderungen, einschliesslich der hypothekarisch gesicherten Kredite. Denn offenbar entspricht der Buchwert der Immobilien in vielen Fällen nicht dem tatsächlichen Beleihungswert.

Gemäss der deutschen Verordnung über die Ermittlung der Beleihungswerte von Grundstücken nach § 16 Abs. 1 und 2 des Pfandbriefgesetzes (Beleihungswertermittlungsverordnung [BelWertV]) aus dem Jahr 2006 ist der Beleihungswert der Preis einer Immobilie, "der erfahrungsgemäss unabhängig von vorübergehenden, etwa konjunkturell bedingten Wertschwankungen am massgeblichen Grundstücksmarkt und unter Ausschaltung von spekulativen Elementen während der gesamten Dauer der Beleihung bei einer Veräusserung voraussichtlich erzielt werden kann.

Zur Ermittlung des Beleihungswerts ist die zukünftige Verkäuflichkeit der Immobilie unter Berücksichtigung der langfristigen, nachhaltigen Merkmale des Objekts, der normalen regionalen Marktgegebenheiten sowie der derzeitigen und möglichen anderweitigen Nutzungen im Rahmen einer vorsichtigen Bewertung zugrunde zu legen."

Der Beleihungswert ist mittels eines Gutachtens zu ermitteln. § 5 BelWertV fordert: "Das Gutachten muss zur Objekt- und Standortqualität, zum regionalen Immobilienmarkt, zu den rechtlichen und tatsächlichen Objekteigenschaften und zur Beleihungsfähigkeit des Objekts, seiner Verwertbarkeit und Vermietbarkeit Stellung nehmen. Das Gutachten hat sich auch damit auseinander zu setzen, ob für die begutachtete Immobilie ein genügend großer potentieller Käufer und Nutzerkreis besteht und somit die nachhaltige Ertragsfähigkeit der Immobilie anhand ihrer vielseitigen Verwendbarkeit und ihrer ausreichenden Nutzbarkeit durch Dritte gewährleistet ist; ein im Zeitablauf zu erwartender Wertverlust ist darzustellen und insbesondere bei der Bemessung des Modernisierungsrisikos und der Restnutzungsdauer zu berücksichtigen. Die wesentlichen Bewertungsparameter und getroffenen Annahmen sind nachvollziehbar darzulegen und zu begründen."

Im wesentlichen unterscheidet man bei Verbriefungen zwei Arten:

Veränderung der Bankgeschäfte in letzter Zeit

- ❶ die True-Sale-Verbriefung (true sale securitisation), bei der die abgegebenen Forderungen nicht mehr in der Bankbilanz ausgewiesen werden, und die
- ❷ Synthetische Verbriefung (synthetic securitisation), bei der lediglich die Kreditrisiken an die Zweckgesellschaft weitergereicht werden, während jedoch die Darlehnsforderung selbst in der Bilanz des Originators (der kreditgebenden Bank) verbleibt.

In beiden Fällen spricht man auch von einer "Originate-to-substitute-Strategie" der Bank; substitute vom lateinischen SUBSTITUERE = ersetzen, austauschen.

Banken – ❶ erhalten durch das Ausplazieren der vergebenen Kredite sofort wieder liquide Mittel, – ❷ reduzieren ihre Eigenkapitalbelastung (Rückstellungen für Kreditrisiken werden zu einer quantité négligeable in der Gesamtbilanz) und – ❸ schaffen Spielräume zur Vergabe neuer Kredite. Davon profitieren dann grundsätzlich auch kleine und mittlere Unternehmen.

Möglich ist bei der True-Sale-Verbriefung seitens des Originators eine vertragliche Rückführungsoption (clean-up call option). Ihr zufolge kann der Originator einzelne Verbriefungspositionen zurückkaufen oder aufheben, bevor alle zugrunde liegenden Forderungen zurückbezahlt wurden. Von diesem Recht wird der Originator dann Gebrauch machen, wenn der Restbetrag der noch ausstehenden Forderungen unter einen bestimmten Grenzwert fällt. Aufsichtsrechtlich ist dabei jedoch vorgeschrieben, dass die Rückführungsoption – ❶ im Ermessen des Originators (also nicht der Zweckgesellschaft) liegt, – ❷ nur stattfinden darf, wenn weniger als zehn Prozent des ursprünglichen Wertes der verbrieften Forderungen noch ausstehend sind und – ❸ nicht so strukturiert ist, dass es durch sie zu Bonitätsveränderungen der von Anlegern gehaltenen Tranchen kommt.

Durch die Verbriefung gehen Kredite aus den Bilanzen der Banken (im Zuge einer True-Sale-Verbriefung) ganz auf Investoren über. Weil es dadurch zu Risiko-veräußernden und Risiko-erwerbenden Teilnehmern (sogar im internationalen Rahmen) kommt, steht vor allem diese Form der Verbriefung im Blickpunkt der Aufsichtsbehörden.

Weiterhin unterscheidet hinsichtlich des Pools zwei Arten:

- ❶ Einzel-Originator-Verbriefung (single-seller scheme): der Pool enthält nur Darlehen einer einzigen originierenden Bank. Damit ist der Originator der Kredite bekannt. Der Käufer entsprechender tranchierter Verbriefungspapiere kauft aus dem Kreditpool einer Adresse, und die
- ❷ Gruppen-Originator-Verbriefung (multi-seller scheme): der Pool enthält Kredite mehrerer originierender Banken. Der Originator der eingebrachten Kredite bleibt anonym: unbenannt und unbekannt. Der Käufer der Tranchen erwirbt Papiere aus dem Pool und beachtet dabei die Bonitätseinstufung der jeweiligen Tranche durch eine Rating-Agentur.

Veränderung der Bankgeschäfte in letzter Zeit

Juristisch ist in Deutschland durch höchstrichterliche Entscheidung (supreme judgement) eindeutig geklärt, dass eine Bank einen Kredit verbriefen darf, und es der Schuldner hinnehmen muss, sich einen neuen Gläubiger (auch von irgendwo in der Welt) gegenüberzusehen.

Im Zuge der geschilderten Entwicklung hat sich das Hauptgeschäftsfeld der Banken in den letzten Jahren verändert. Vor allem grosse Banken

- ❶ handeln als die anfänglichen Kreditgeber (initial originator of loans), und
- ❷ geben dann die Kreditrisiken auf dem Wege über Derivate und Verbriefung an andere Marktteilnehmer weiter (shifting credit risk to the capital markets). Man spricht hier auch von einer Wandlung von der Geschäftsbank zur Intermediärbank (intermediary bank), bei der ein Handels- oder Provisionsgewinn im Durchleiten von Kreditrisiken erzielt wird: eine Originate-to-distribute-Strategie.
- ❸ Gleichzeitig ist zu beobachten, dass Banken weltweit eine Politik sicherer Anlagen (safe investment) verfolgen. Sie kaufen als Finanzanlage (permanent assets) vorzugsweise in EUR, USD, GBP, JPY und CHF denominierte Staatsobligationen (gilts), um aus deren Erträgen einen möglichst hohen Anteil der bankgeschäftlichen Fixkosten decken zu können.

Bei den Wertpapier-Anlagen der Banken gilt es zu unterscheiden zwischen solchen, die

- ❶ nach Absicht und entsprechender Beschlussfassung der Bank bis zur Fälligkeit im Besitz des Instituts verbleiben (permanent assets) und solchen, die
- ❷ zur gewinnbringenden Veräusserung (available for sale) gehalten werden.

Nach US-GAAP und nach IFRS müssen bis zur Fälligkeit gehaltene Papiere nach der Restbuchwertmethode (amortised-cost method) in der Bilanz ausgewiesen werden. Bei der Abgrenzung nach Amortized Costs wird der Barwert des Depotbestandes am Stichtag berechnet. Liegt der Anschaffungswert unter pari, dann wird ein Zinskapitalisierungssatz erzeugt, der eine Zuschreibung bis zum errechneten Barwert ergibt. Für den Fall über pari ergibt sich entsprechend eine Abschreibung.

Demgegenüber müssen alle zur Veräusserung gehaltene Papiere zum beizulegenden Zeitwert (fair value; so auch in der Regel im Deutschen gesagt) angesetzt werden. Unter Fair Value versteht man genauer den Betrag, zu dem Aktiva beziehungsweise Passiva zwischen sachkundigen, vertragswilligen und voneinander unabhängigen Geschäftspartnern getauscht würden. Der Fair Value ist häufig übereinstimmend mit dem Marktpreis, soweit es sich um marktgängige Papiere handelt. Nicht marktfähige Papiere werden regelmässig nach dem Niederstwertprinzip (lower value method) erfasst

Seitens der Bank sind im Zuge der oben beschriebenen Politik der langfristigen Sicherung der Fixkosten nur Wertpapiere der ersten Art von Bedeutung. Sie stellen auch ein Sicherheitspolster gegen allfällige Risiken dar. Die Bank kann gegebenenfalls entsprechende Papiere aus ihrem Bestand als Sicherheit (underlying) verpfänden.

Veränderung der Bankgeschäfte in letzter Zeit

Zu beachten ist bei alledem, dass von Banken eingeleitete Verbriefungen und durch Conduits daraus gebildete Wertpapiere vielfach an Plätzen durchgeführt werden, die aufsichtlich nicht reguliert sind, wie etwa Jersey, den Bahamas oder den Cayman Islands. Die Werthaltigkeit entsprechender Papiere wird zwar fast immer durch Rating-Agenturen festgestellt. Es hat sich aber gezeigt, dass plötzliche Bonitätsverschlechterungen in einem Segment (wie etwa im Sommer 2007 bei Papieren, in die Immobilienkredite niedriger Bonität verpackt waren, der sog. "Subprime-Krise") sich auf den Verbriefungsmarkt gesamthaft auswirkt; ja dass es sogar zu Spillover-Effekten auf den globalen Finanzmarkt kommt.

Eine weitere Gefahr glauben manche darin zu sehen, dass durch die Originate-to-distribute-Strategie der Banken sich die Anforderungen an die Bonität der Kreditnehmer lockern könnte, weil die Bank ja grundsätzlich kein Kreditrisiko mehr trägt. Zwar wird ein Rückgang der Sorgfalt bei der Kreditvergabe (due diligence) an den beaufsichtigten Finanzplätzen kaum möglich sein, weil hier die Vorschriften des Regelwerks Basel-II eingehalten werden müssen. Aber durch Verlagerung von Geschäften an Offshore-Finanzplätze könnten solche Befürchtungen durchaus zur Wirklichkeit werden; und hier wieder vor allem bei Grosskrediten (jumbo loans).

Beim sog. simuliertem Risikotransfer (pretended risk-transfer) verbrieft eine Bank Kredite aus den eigenen Büchern und gibt diese über eine von ihr beherrschte Zweckgesellschaft (oder gar unmittelbar) als Wertpapiere an einen Hedge-Fonds ab. Gleichzeitig gewährt die Bank dem Hedge-Fonds einen Kredit, damit diese die verpackten Forderungen kaufen zu kann. Damit holt sich die Bank das Risiko gleichsam wieder zurück; denn gerät der Hedge-Fonds ins Schlingern, dann fallen die Forderungen auf die Bank zurück. Sofern solche Verträge zwischen einer originierenden Bank und einem Hedge-Fonds an einem Offshore-Finanzplatz abgeschlossen werden, entziehen sie sich weitgehend der Überwachung durch die Aufsichtsbehörden. Zwar werden Wirtschaftsprüfer die entsprechenden Vorgänge auch an Offshore-Finanzplätzen hinsichtlich ihrer buchhalterischen Ordnungsgemässheit und auch in Bezug auf ihre Zulässigkeit nach den Regelwerken (IAS, US-GAAP) durchleuchten. Deren Aufgabe besteht und deren Sachkompetenz liegt aber nicht darin, die hinter den einzelnen Geschäften stehenden Risiken aufzudecken und zu bewerten.

Folgerungen

Von Seiten der Finanzaufsicht (prudential authorities) aus betrachtet, wird es immer schwerer abzuschätzen, wie im einzelnen bei den Banken ausgebuchte und auf andere Marktteilnehmer übertragene Risiken auf Banken zurückschlagen (strike back), wenn es zu Kreditausfällen grösseren Ausmasses – gar weltweit – kommen sollte. Dazu ist zu beachten, dass die grossen internationalen Banken sind nicht nur Originatoren von Verbriefungen sind. Sie halten auch in ihrem Wertpapier-Bestand von Zweckgesellschaften aus der ganzen Welt begebene Schuldverschreibungen.

Veränderung der Bankgeschäfte in letzter Zeit

Im Zuge von Basel-II sind daher sehr ins Einzelne gehende Vorschriften hinsichtlich des Risiko-Managements sowohl für Originatoren als auch für Erwerber von ABSs erlassen worden, die laufend ergänzt werden.

Von der Geldpolitik (Zentralbankpolitik) aus betrachtet ist zunächst die Preissteigerung auf dem Immobilienmarkt eine unliebsame Folge der Tendenz zur Verbriefung. Weil in erster Linie hypothekengesicherte Darlehn (mortgage-backed loans) auf dem Verbriefungsmarkt nachgefragt werden, bedienen die Originatoren ihre Kreditnehmer sehr kostengünstig, wenn diese entsprechenden Immobilienbesitz (real estate ownership) zur Sicherung (collateralisation) anbieten können. Das wiederum veranlasst die Unternehmen, Grundstücke zu kaufen, was die Preise entsprechend hochtreibt.

Soweit es sich um Wohnimmobilien (residential property) handelt, schlägt die Preissteigerung relativ rasch auf die Wohnungsmieten durch. Weil diese aber einen sehr hohen Anteil der Lebenshaltungskosten ausmachen, steigt dann auch die (durch den Index der Konsumentenpreise gemessene) Inflationsrate. – Immerhin aber dürfte wegen der Bonitätsschwäche der Wohnimmobilien (im Vergleich zu hochbonitären Anlagen im Nicht-Wohnungsbereich) inzwischen der Anreiz gering geworden sein, entsprechende Verbriefungen vorzunehmen.

Weiter fällt ein Gutteil der von Banken der Eurozone (dasselbe gilt noch mehr von der Schweiz) bis zur Fälligkeit im Besitz gehaltenen Wertpapiere (permanent assets) auf ausländische Staatspapiere, vor allen auf Schuldverschreibungen der USA. Diese sind in der entsprechenden Landeswährung rückzahlbar. Damit ist ein Kursrisiko (foreign exchange risk) verbunden. Denn es kann sein, dass am Fälligkeitstermin bei Auslösung (triggering) der Papiere der Kurs der bezüglichen Währung sehr niedrig ist, was sich dann in der Bankbilanz als Verlust niederschlägt, soweit das Währungsrisiko (currency risk) nicht abgesichert ist.

Empfohlene Literatur:

Monatsbericht der EZB vom Februar 2008, S. 89 bis 104: "Verbriefungen im Euro-Währungsgebiet". Diese lehrbuchmässige, mit vielen Übersichten versehene Abhandlung ist in deutscher und englischer Sprache über die Homepage der Europäischen Zentralbank kostenlos downloadbar.