

Professor Dr. Franz-Christoph Zeitler

Vize-Präsident

der Deutschen Bundesbank

**Marktbasierte Finanzierung und Stabilität der Finanzmärkte – Ergänzung oder
Widerspruch?**

Jahresempfang der Hauptverwaltung in Hannover

am 25. Februar 2008

– Es gilt das gesprochene Wort –

Inhalt

| | | |
|-----|--|---|
| 1 | Blick auf die Wirtschaftslage..... | 2 |
| 2 | Zur Situation der Finanzmärkte | 4 |
| 3 | Fundamentale Ursachen der Finanzmarktstörungen | 5 |
| 3.1 | Kreditvergabe | 5 |
| 3.2 | Besonderheiten der strukturierten Finanzierung | 7 |
| 4 | Lehren aus den Finanzmarktstörungen..... | 9 |

1 Blick auf die Wirtschaftslage

Sie kennen den Satz, wonach Prognosen schwierig sind, insbesondere wenn sie sich auf die Zukunft beziehen. In diesem Jahr sind die Unsicherheiten besonders groß; realwirtschaftliche Entwicklung und Finanzmarktinflüsse überlagern sich. Einflüsse anderer Wirtschaftsräume auf Deutschland und Europa wirken teils belastend (USA), teils stützend (Osteuropa, Asien). Bei der Preisentwicklung sind neben den klassischen exogenen Unsicherheitsfaktoren – den Energie- und Rohstoffpreisen – jüngst noch die Nahrungsmittelpreise hinzugekommen. Die psychologische Einschätzung vieler Marktteilnehmer scheint – wenn man etwa den Verlauf der Aktienkurse nimmt – starken Schwankungen unterworfen: zwischen Tagen mit frohem Optimismus und anderen mit tiefer Trübsal.

Was sind die wesentlichen Punkte und Fakten?

- Für das Jahr 2008 erwartet der IWF ein Wachstum der Weltwirtschaft von 4,1 % nach 4,9 % im Jahr 2007.
- Für den Euroraum wird ein Wachstum von knapp unterhalb des Potenzials von etwas mehr als 2 % erwartet.
- Für Deutschland ist ebenfalls ein Wachstum in der Nähe des Potentials von hier gut 1 ½ % zu erwarten. Dabei ist zu beachten, dass die Prognosen für das kalenderbereinigte Wachstum – wegen der geringeren Zahl von Feiertagen an Werktagen – um 0,3 Prozentpunkte niedriger als die Daten in kalendermonatlicher Betrachtung liegen.

Trotz aller Probleme - trotz Finanzmarkturbulenzen und hohen Energie- und Rohstoffpreisen - können wir also mit Zuversicht in die wirtschaftliche Zukunft schauen. Entgegen manchen Darstellungen ist Pessimismus keineswegs „erste Bürgerpflicht“. Hierfür spricht auch:

- Die Auftragslage in der deutschen Industrie ist weiterhin gut (kalenderbereinigtes Plus von 11,4 % im Q4/2007)
- die Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe liegt mit 87,1 % 3,1 Punkte über ihrem langjährigen Durchschnitt.

- Auch in der von der Finanzmarktkrise getroffenen Kreditwirtschaft haben fast alle deutschen Kreditinstitute – mit den wenigen, in der Öffentlichkeit bekannten Ausnahmen – 2007 einen guten Gewinn erwirtschaftet. Das klassische Bankgeschäft mit Geschäfts- und Privatkunden trug dabei die Ertragslage; Belastungen kommen allerdings aus dem Handels- und Kapitalmarktgeschäft.
- Ein „Austrocknen“ des Aufschwungs durch eine restriktivere Kreditvergabe der Banken ist derzeit in Deutschland nicht in Sicht. Zwar haben die Kreditstandards zuletzt generell etwas angezogen, was vor dem Hintergrund einer zuvor über dreijährigen Lockerung zu sehen ist. Eine risikogerechte Spreizung der Margen ist nunmehr leichter durchsetzbar als in der Vergangenheit – darin mag sogar ein positiver Nebeneffekt der Finanzmarktstörungen liegen. Fühlbare Einschränkungen der Kreditvergabe beschränken sich überwiegend auf großvolumige und marktbasierende Finanzierungen; sie betreffen nicht die Masse der Mittelstands- oder Wohnungsbaukredite. Hierzu trägt auch – und dies ist ein Vorteil in der gegenwärtigen Situation – die diversifizierte Struktur der deutschen Kreditwirtschaft bei.

Was die Stabilisierung des Wachstums angeht, wird viel von der Lohnrunde dieses Jahres abhängen. Hier muss die Balance zwischen den Erwartungen fühlbarer Einkommenssteigerung und der nach dem Produktivitätsanstieg möglichen, fairen Beteiligung der Beschäftigten am Wachstum der Wirtschaft bzw. des jeweiligen Wirtschaftssektors gehalten werden. Für die Beschäftigten zählt dabei letztlich der reale Einkommenszuwachs, nicht Nominallohnerhöhungen, die zu einem großen Teil durch spätere Preissteigerungen wieder „aufgefressen“ werden. Eine weiterhin feste Verankerung der Stabilitätserwartungen liegt deshalb im eigenen Interesse der Beschäftigten. Bei der Tarifrunde ist daher darauf zu achten, dass „Zweitrundeneffekte“, denen EZB und Eurosystem entgegentreten müssten, ausbleiben: vorübergehende Preissteigerungen (z. B. Umsatzsteuereffekt) sollten daher nicht zur Grundlage dauerhafter Tarifloohnerhöhungen gemacht werden.

- Die Risiken für die Fortsetzung des Wachstums im Euroraum und Deutschland kommen von einem Rückgang des Wachstums in den USA (einschließlich der mittelbaren Auswirkungen auf die Konjunktur dritter Länder) und den Finanzmarktstörungen, wobei beide Faktoren eng miteinander verknüpft sind. Dies gilt insbesondere für den Wohnungsmarkt der USA, bei dem die Anzeichen deutlich nach unten zeigen (Neubauverkäufe in den letzten 1 ½ Jahren deutlich von 1,4 Mio auf unter 700.000 pro Monat gefallen). Der Verlauf des Case-Shiller Hauspreisindex, der die Entwicklung der Häuserpreise in 20 US-Metropolen widerspiegelt, legte in den Jahren 2000 bis 2006 zunächst um 12 % pro Jahr zu, im vergangenen Jahr und noch stärker in den letzten Monaten zeigte der Index aber deutlich nach unten.
- Zugleich stehen in diesem Jahr Zinsanpassungen von variabel verzinsten Hypothekarkrediten von 30 bis 45 Mrd. USD pro Monat an, davon gut die Hälfte im sub-prime Segment, also bei Schuldnern, deren Finanzkraft ohnehin schwach ist – und bei einer landesweiten Sparquote der US-

Haushalte von nahezu null.

- Die Arbeitslosenquote ist zwar mit aktuell (Januar 2008) 4,9 % im historischen Vergleich nicht bemerkenswert hoch, sie ist aber seit Anfang 2007 kontinuierlich gestiegen.

2 Zur Situation der Finanzmärkte

Die Hypothekenkrise in den USA ist der Auslöser der Finanzmarkturbulenzen, die uns seit Sommer letzten Jahres in Atem gehalten haben. Die Schocks kamen dabei in Wellen:

- Die erste Welle erreichte im August den Geldmarkt: Die für die Refinanzierung der Conduit-Programme wichtigen Commercial-Paper-Märkte brachen zusammen, die Termingeldsätze am Interbankenmarkt gingen deutlich hoch. Die Notenbanken des Eurosystems reagierten bereits ab Anfang August tatkräftig mit Liquiditätsoperationen, die von Schnelltendern „overnight“ über die wöchentlichen und die wichtigen Dreimonatsrefinanzierungsgeschäfte bis zu konzertierten Aktionen mit anderen Notenbanken (vier in US-Dollar denominierte Mengentender zu 10 Mrd Dollar) reichten. Alle diese Liquiditätsoperationen sind wohlgemerkt zeitlich befristet, um einen Konflikt mit dem Stabilitätsziel zu vermeiden.

Nach dem Beginn des neuen Jahres haben sich die Geldmärkte deutlich beruhigt: zwar liegen die spreads zwischen unbesichertem und besichertem Dreimonatsgeld (mit ca. 35 Basispunkten) immer noch deutlich über dem von früher her bekannten Niveau (vor August 2007: unter 10 BP), aber doch deutlich niedriger als auf dem Höhepunkt der Geldmarkturbulenzen (91 BP am 11.12.07).

Die relative Beruhigung der Geldmärkte kontrastiert allerdings mit einer Anspannung der Kreditmärkte, die etwa abzulesen ist an dem starken Anstieg der credit spreads, so kostet eine Kreditausfallversicherung (CDS) gegen den Ausfall von 10 Mio Euro, gemessen am iTraxx Europe, knapp 110.000 Euro und damit ca. dreimal so viel als im Durchschnitt der letzten Jahre, obwohl die Finanzlage der in diesem Index enthaltenen Blue Chip Unternehmen (von Daimler bis RWE) zweifelsfrei solide ist.

- Die zweite Welle ist seit den Bilanzen für das 3. Quartal in den Büchern der Kreditinstitute zu spüren. Viele Institute mussten und müssen die verbrieften Kredite oder die zu Ihrer Finanzierung emittierten Papiere auf ihre Bücher nehmen und stehen nun vor dem Problem der Bewertung dieser assets.
 - Die Probleme beschränken sich dabei nicht nur auf Papiere mit Bezug zum privaten Immobilienmarkt. Dabei ist noch nicht abzusehen, wann dieser Bereich seinen Boden finden wird, wenn auch die Bewertung einschlägiger Indizes (z. B. HBX.HE selbst bei AAA mit ca. 65 %) deutlich niedriger erscheint als

fundamental, von den tatsächlichen Ausfallzahlen her, untermauert.

- Viele Marktteilnehmer befürchten darüber hinaus ein „Überspringen“ der Turbulenzen auf andere Sektoren (bestimmte Konsumtenkredite wie Kreditkartenverbriefungen) oder Unternehmensgruppen – etwa die Spartenversicherer der „Monolines“ in den USA, die wiederum die Bonität/das Rating anderer Emittenten absichern (neben strukturierten Wertpapieren insbesondere „municipalities“, also Kommunalanleihen). Teilweise haben sich diese Risiken durch ein downgrading solcher Versicherungen in den USA schon materialisiert.

In dieser Situation ist Transparenz die wichtigste Voraussetzung zur Stärkung des Marktvertrauens. Der frühere amerikanische Verfassungsrichter O.W. Holmes hat den Satz geprägt: „Sunlight is the best means of disinfection“. Die – anders als die Quartalsbilanzen – von Wirtschaftsprüfern zu testierenden Jahresabschlüsse, die in diesen Wochen zur Bekanntgabe anstehen, werden somit eine wichtige Voraussetzung zur Aufarbeitung der Marktstörungen schaffen. Die berechnete Forderung „alle Karten auf den Tisch“ darf allerdings nicht darüber hinwegtäuschen, dass der Markt die Bewertung der einzelnen aufgedeckten Karten jeden Tag verändern kann und wird. Vor weiteren Wertberichtigungen im weiteren Verlauf dieses Geschäftsjahres ist deshalb kein Inhaber der betreffenden Portfolien gefeit. Andererseits erlaubt es die mit den Jahresabschlüssen verbundene Transparenz über die betroffenen Wertpapierportfolien den Marktteilnehmern die Risikolage besser einzuschätzen und beseitigt somit den Kern der Unsicherheit der Markteinschätzung.

3 Fundamentale Ursachen der Finanzmarktstörungen

Die Analyse der Turbulenzen, die seit Sommer des letzten Jahres aufgetreten sind, hat eine Reihe von Schwachstellen zu Tage gefördert. Ihre Identifizierung und Beseitigung ist eine wichtige Voraussetzung zur Wiedergewinnung der Stabilität der betroffenen Finanzmarktsektoren, vor allem der Märkte für Kreditverbriefungen.

3.1 Kreditvergabe

Schon bei Beginn des Kreditprozesses, in den Praktiken der Kreditvergabe, zeigt sich Handlungsbedarf und geben sich deutliche Unterschiede diesseits und jenseits des Atlantiks.

- Stichwort Bonitätsprüfung: Viele Hypothekarkredite wurden in den USA von nicht oder wenig regulierten Finanzintermediären an Kunden vergeben, die sich diesen Kredit eigentlich nicht leisten konnten. Hier zeigt sich wieder einmal: Regulierungsarbitrage (ein vornehmer Begriff für Umge-

hung und Vermeidung aufsichtlicher Regeln) ist kein tragfähiges Geschäftsmodell.

- Im subprime-Segment z.B. ist der Eigenkapitalanteil der Kreditnehmer (eigentlich per Definition) bemerkenswert niedrig: im Jahr 2005 wurde bei 57% der neu vergebenen, variabel verzinsten Ausleihungen kein Eigenkapitalnachweis verlangt.¹ Zum Vergleich: In Deutschland beträgt der durchschnittliche Eigenkapitalanteil bei Immobilienfinanzierung ca. 30 %. 100 %-Finanzierungen kommen selbst „in den besten (sprich: einkommensstärksten) Familien“ kaum vor. Ein deutscher „Subprime-Markt“ existiert gar nicht.

In den USA laufen daher derzeit Überlegungen, die Aufsichts-Regeln für die Hypothekarkreditvergabe zu verschärfen. Finanzintermediäre sollen künftig angehalten werden, verstärkt auf die Bonität ihrer Kreditnehmer von Hypotheken zu achten.

- Stichwort: vorsichtige Bewertung und Bewertungsmethode.

Die Hypothekenkrise in den USA ist vor dem Hintergrund der zuvor über 16 Jahre hinweg steigenden Immobilienpreise zu sehen. Wegen der erwarteten weiteren Preis- und Wertsteigerungen der Immobilien wurden bei Kreditentscheidungen Bonitätsprüfungen oft hinten angestellt. Populär war der sogenannte mortgage-equity-withdrawal: der vermutete Wertzuwachs der Immobilie hat die Grundlage für neue Schulden geschaffen, die Konsumaufwendungen finanzieren sollten. Dahinter steht die Bewertungsmethode der Zeitwertorientierung (fair value): Nicht realisierte, geschätzte Wertsteigerungen dienen als Grundlage realer Kreditentscheidungen oder realer Gewinnausschüttungen von Unternehmen. In „guten Jahren“ hebt dies das Geschäftsvolumen der Institute und das Wachstum der Konjunktur nach oben – daher auch die Popularität dieser Bewertungsmethode –, in „schlechten Jahren“ zeigt der Hebel allerdings dramatisch nach unten. Hier fehlen dann die früher oft kritisierten „stillen Reserven“, die durch die offene Bewertung nicht nur transparent, sondern auch für wirtschaftliche Entscheidungen (Kreditvergabe, Gewinnausschüttungen, Managerbezahlung) genutzt wurden.

Drittens: Langfristkultur. 60 % der subprime-Kredite enthielten variable Zinsbestandteile. (Deutschland, Gesamtmarkt: weniger als 15 %). Nun ist die Ausfallquote bei variablen subprime-Krediten mit über 16 % aber deutlich höher als die vergleichbare Quote bei Krediten mit Zinsbindung (8 %)².

Bedeutet die Langfristkultur einerseits einen erheblichen Beitrag zur Finanzstabilität, so bringt sie auf der anderen Seite keinen Nachteil für den Kreditnehmer. Auch nach unserem Finanzierungssystem steht es

¹ Studie der First American Real Estate Solution, Februar 2007.

² Quelle: Mortgage Bankers Association, National Delinquency Survey, Q3, 2007. Kredite mit Zahlungsverzug von 90 Tagen.

jedem Kunden frei, variabel verzinsten Kredite aufzunehmen oder einen langfristigen Kredit früher zurück zu zahlen – allerdings gegen eine marktgerechte Vorfälligkeitsentschädigung. Regulatorische Änderungen, die zu einer Aushöhlung des Angebots an Festzinskredit führen würden – Stichworte: „Weißbuch Hypothekarkredit“, mögliche Hypothekarkreditlinie der EU-Kommission – sind daher weder im wohlverstandenen Interesse der Konsumenten, noch der Stabilität der Finanzmärkte.

In Boom-Zeiten mag das traditionelle System der Immobilienfinanzierung zwar altmodisch wirken und das Wachstum der Quartalsbilanzen bremsen. Jetzt führt es jedoch dazu, dass der deutsche Immobilienmarkt in einer fundamental deutlich solideren Verfassung ist als der US-Markt. Im Kern vermeiden solide Finanzierung- und Bewertungspraktiken einen „Boom-and-Bust“ Zyklus und tragen so zu einem stetigerem Wachstum bei.

3.2 Besonderheiten der strukturierten Finanzierung

Neben den Praktiken der originären Kreditvergabe haben die Finanzmarktstörungen aber insbesondere den Scheinwerfer auf die Verbriefungsmärkte gerichtet.

Der Sachverständigenrat spricht von einer „Alchemie der Verbriefung“³: Forderungen werden zunächst innerhalb eines Portfolios gebündelt, dann verbrieft (die klassischen ABS) und schließlich „tranchiert“ – die Risiken aus dem einzelnen Kredit werden gedanklich extrahiert und nach Bonitätsklassen zusammengefasst und aufgeteilt und als spezielle Kreditderivate (CDOs) am Markt abgesetzt.

Von den drei gedanklichen Schritten – Handelbarkeit (Abtretbarkeit) / Verbriefung / Strukturierung (Tranchierung) – ist die Strukturierung der eigentliche Schlüssel. Manche⁴ vergleichen die Möglichkeiten der Strukturierung/Tranchierung mit einem Verfahren, „aus Landwein Qualitätswein“ zu gewinnen. Die Forderungen eines Portfolios werden in Tranchen aufgeteilt, die die Verlustrisiken nacheinander tragen:

- Die sog. Equity-Tranche trägt die ersten Verluste aus dem Portfolio,
- durch die mezzanine(n) Tranche(n) werden die nächsten Verluste abgefangen,
- die Besitzer der Senior-Tranche erleiden erst als letztes Verluste.

Durch die Technik der Tranchierung ist es so möglich, aus einem Portfolio von Krediten, von denen jeder einzelne eine schwache Bonitätseinstufung hat, eine Reihe von Papieren mit guter Bewertung zu entwickeln.

³ Begriff übernommen aus Sachverständigenrat, Jahresgutachten 2007/2008, Tz. 151.

⁴ SVR, JG 2007/2008, Tz. 156.

Dieses sogenannte „originate to distribute“-Modell bietet eine Reihe von Vorteilen und Chancen:

- Die Banken können ihr Kreditgeschäft effizienter steuern, Risiken breiter streuen, Klumpenrisiken abbauen.
- Die Verteilung der Risiken auf „breitere Schultern“ und andere Gruppen von Marktteilnehmern (auch Nicht-Banken) kann zudem die Krisenfestigkeit und Flexibilität eines Finanzsystems erhöhen – auch wenn damit unter Umständen zusätzliche „Infektionskanäle“ geschaffen werden können.

Einige Probleme der strukturierten Finanzierung haben die Ereignisse der letzten Monate gezeigt:

- Ein Problem der Technik ist die korrekte Wiedergabe der Ausfallwahrscheinlichkeit für die verschiedenen Tranchen. Eine vergangenheitsorientierte Verlustberechnung kann beim Eintreten neuartiger Ereignisse an ihre Grenzen stoßen, zumal die Zeitreihen auf Grund der relativen Neuartigkeit dieser Geschäfte noch kurz sind.
- Ein anderes Problem sind die Anreizstrukturen in der Kreditrisikoüberwachung: Behält eine Bank einen Kredit von der Vergabe bis zur Endfälligkeit in der Bilanz, so hat sie ein originäres Interesse, die Bonität des Kreditnehmers permanent zu überwachen. Verbrieft sie den Kredit jedoch und lagert ihn aus ihrer Bilanz aus, besteht die Gefahr, dass das Monitoring weniger sorgfältig durchgeführt wird.
- Ein drittes Problem liegt in den Vergütungssystemen der Banken: häufig ist die Praxis, die kurzfristige Steigerung von Geschäftsvolumen durch höhere Prämien zu honorieren – unabhängig von der später eintretenden Verlusthöhe (Problem der Nachhaltigkeit der Vergütungssysteme).
- Ein weiteres Problem betrifft die Transparenz der marktbasierter Finanzierung, was die Allokation der Risiken angeht.

Der Vorteil der Risikodiversifizierung spiegelt sich damit im Nachteil/der Unsicherheit, wo die Verlustrisiken am Ende auflaufen. In den letzten Monaten haben Kreditinstitute oft die Erfahrung gemacht, dass sie auf der einen Seite Risiken verkauften, auf der anderen Seite aber Risiken über strukturierte Wertpapiere unmittelbar oder über Liquiditätslinien an Zweckgesellschaften – die berühmten „Conduits“ oder SIVs – wieder zurück in die Bankbilanzen bekommen haben.

Dabei ist es für den Investor – anders als bei den ausgelagerten Risiken – bei den erworbenen strukturierten Wertpapieren oft kaum oder nur unter großen Schwierigkeiten möglich, Transparenz darüber zu gewinnen, welche Werte den von ihm gekauften Papiere zugrunde liegen (insbesondere dann, wenn einzelne Tranchen nochmals unterteilt und verbrieft (z. B. CDO of CDOs). Viele Kreditinstitute müssen nun unter dem Eindruck der Finanzmarktkrise mit hohem Aufwand das „underlying“ der strukturierten Wertpapiere und die mit ihnen verbundenen Zahlungsströme (cash flows) erst „herauspräparieren“. Die Bewertung wird dadurch erschwert, dass vielfach keine verwertbaren Marktpreise zur Verfügung stehen und man

nach „Level 2“ die Bewertung durch marktnahe Daten rekonstruieren muss.

4 Lehren aus den Finanzmarktstörungen

Die Analyse der Probleme gibt schon Hinweise auf die notwendigen „lessons to be learned“ aus der Finanzmarktkrise. Es kann nicht darum gehen, dass Rad der Finanzmarktentwicklung und der Verbriefung generell zurückzudrehen – dies zeigen auch traditionelle Formen der Verbriefung wie der deutsche Pfandbrief, der oft ungenau mit „covered bond“ übersetzt wird und wegen seiner präzisen und strengen Deckungsstockvorschriften trotz vorübergehender Attacken sich auch in der aktuellen Finanzmarktsituation bewährt hat und für viele Institute wichtiges Refinanzierungsinstrument geblieben ist. Es geht vielmehr darum die Vorteile der Verbriefung und marktbasierter Finanzierung zu bewahren und gleichzeitig die Risiken für die Finanzmarktstabilität zu begrenzen. Die notwendigen Schlussfolgerungen betreffen primär den privaten Sektor, das Risikomanagement, die Risikosteuerung der Kreditinstitute.

Sie betreffen die Bewertungspraxis der Ratingagenturen und schließlich sind auch einige Anpassungen und Änderungen bankaufsichtlicher Regeln in Angriff zu nehmen.

Themenkomplex Risikoerkennung und Risikosteuerung

- Risikosteuerung und Risikomanagement der Kreditinstitute sollte über die – weiterhin notwendigen – quantitativen, an Daten der Vergangenheit orientierten Modellen vermehrt durch qualitative Stresstests erfolgen, die auch unerwartete Marktsituationen widerspiegeln und Verhaltensreaktionen Dritter einbeziehen.
- Das Risikomanagement sollte auch das sogenannte „Komplexitätsrisiko“ erfassen. Die Erfahrungen der jüngsten Vergangenheit – gerade mit SIVs und Conduits und ihren komplexen Portfolio- und Triggerstrukturen – haben gezeigt, dass die Komplexität einer Anlage weniger ein Anlass zu Stolz als zu aufmerksamer Beobachtung sein sollte.
- Die Risikobewertung könnte auch durch neue Bewertungsmodelle der Ratingagenturen unterstützt werden, die den Unterschied zwischen Bonität und Liquidität einer strukturierten Finanzierung deutlicher herausarbeiten – etwa durch eine eigene Ratingskala für strukturierte Produkte, aus der Unterschiede zu Staats- und Unternehmensanleihen deutlicher werden und Liquiditäts- und Marktrisikoaaspekte stärker beachtet werden.

Ein Problem der einheitlichen Ratingskala besteht derzeit darin, dass die Anlagerichtlinien institutioneller Investoren, z.B. Pensionsfonds, hauptsächlich auf die Ratingnote abstellen, ohne das grundsätzlich verschiedene Liquiditäts- und Risikoprofil der verschiedenen Anlageinstrumente zu berücksichtigen.

- Daneben haben die letzten Monate auch gezeigt, dass die Liquiditätsrisikoüberwachung der Institute eine entscheidende Bedeutung zukommt. Die deutsche Aufsicht und Bankenindustrie ist mit internen Liquiditätsrisikomodellen (§ 10 LiqV) gut aufgestellt. Für die Zukunft kommt es

nun darauf an, verschiedene Szenarien in Stresstests und Szenarioanalysen in regelmäßigen Abständen durchzuspielen und so frühzeitig über mögliche Liquiditätsengpässe informiert zu sein.

Themenkomplex Verbesserte Transparenz für die Urteilsbildung der Marktteilnehmer/Investoren

- Ratingagenturen sollten zukünftig den Investoren in standardisierter Form Informationen über Art und Qualität der den Verbriefungen zugrunde liegenden Werte mitteilen.

Alternativ ist auch denkbar, dass diese Informationen von Originator einer Verbriefung den Investoren zugänglich gemacht werden. Dieser Vorschlag ist unlängst vom Dachverband der europäischen Bankenindustrie vorgetragen worden.

Investoren werden so in die Lage versetzt, die Bonität des Deckungsstocks eines Papiers besser und zeitnäher abzuschätzen; zugleich wird die Dominanz und das Gewicht eines Ratings abnehmen und die Eigenverantwortung der Bonitätsbeurteilungs-Modelle der Investoren steigen.

- Um die Transparenz auf dem Verbriefungsmarkt zu verbessern, hat sich der Dachverband der europäischen Bankenindustrie auf eine Reihe von Projekten verständigt:
 - Die Datenquellen zum Verbriefungsmarkt sollen gebündelt und sukzessive verbessert werden. Investoren aber auch die Banken selbst erhalten damit eine einheitliche Quelle und können Risiken, Übersteigerungen oder mögliche Liquiditätsprobleme damit leichter und früher erkennen.
 - Um das Vertrauen der Märkte wieder herzustellen, ist zudem Transparenz über die Positionen der einzelnen Marktteilnehmer im Verbriefungsmarkt wichtig. Die Säule III von Basel II bietet hier einen grundsätzlich geeigneten Rahmen. Die europäische Bankenindustrie wird eine „good practices guideline“ zum Umgang mit Verbriefungspositionen erarbeiten; hierdurch soll sichergestellt werden, dass Informationen ausreichend tief gestaffelt und die Terminologie konsistent genutzt wird.

Themenkomplex Anreizstrukturen bei der Verbriefung verändern

- Es geht darum, dass Monitoring der Kreditqualität in einem strukturierten Portfolio auch nach dem Zeitpunkt der Verbriefung vertrauenswürdig fortzuführen.

Ein möglicher Ansatz wäre, dass die originierende Bank einen Teil des first loss behält. Hierbei kommt es entscheidend auf die Höhe des first loss Anteils an: Er muss einerseits hoch genug sein, damit die Bank das Monitoring weiterhin durchführt, andererseits aber niedrig genug, damit die strukturierte Finanzierung nicht eine Reihe ihrer Vorteile verliert.

Eine andere Idee läuft darauf hinaus, dass die Service-Gesellschaft, die die eigentliche Verbriefung durchführt, die Bonität des Portfolios auch später überwachen muss.

- Bei der Provisions- und Bonuspraxis der Kreditinstitute sollte verstärkt darauf geachtet werden, über die Volumeneffekte hinaus („big is beautiful“) auch die Standardrisikokosten eines Abschlusses zu berücksichtigen und damit auf die Nachhaltigkeit der Ertragssteigerung zu achten.

Themenkomplex: Regulatorische Anpassungen

- Bei den regulatorischen Anpassungen sollte kein neuer „Regulierungsschub“, keine Art „Basel III“ ausgelöst werden. Im Gegenteil: das Rahmenwerk von Basel II hat sich bei den Finanzmarktstörungen bestätigt; bei einer früheren Umsetzung (vor 2008) wäre es z. B. notwendig gewesen, auch unterjährige Kreditlinien an Zweckgesellschaften mit Eigenkapital zu unterlegen. Das Financial Stability Forum spricht deshalb zurecht mit Blick auf Basel II von „prompt implementation“, aber auch „some refinement“.

Dies betrifft z. B. die Festsetzung der Risikogewichte und Konversionsfaktoren; so erscheint z. B. ein Konversionsfaktor von „null“ für sogenannte Marktstörungslinien oder für jederzeit kündbare Kreditlinien (die aber aus Reputationsgründen dennoch gewährt werden müssen) im Lichte der jüngsten Erfahrungen überprüfungsbedürftig.

Auch sollten die Vorschriften zur Beschränkung von Risikokonzentration (Klumpenrisiken) präzisiert werden, um Umgehungsstrukturen (aufsplitten von Liquiditätslinien auf mehrere Aufkaufgesellschaften von conduits) zu vermeiden. Schon aus Gründen des level playing field sollten Anpassungen der Großkreditregeln auf internationaler oder jedenfalls europäischer Ebene (Bankenrichtlinie) erfolgen.