

Neue rechtliche und regulatorische Rahmenbedingungen für den deutschen Verbriefungs- und Pfandbriefmarkt

Im vergangenen Jahr sind zahlreiche Änderungen der rechtlichen und regulatorischen Rahmenbedingungen für Kreditinstitute in Deutschland in Kraft getreten. Dazu zählen der Wegfall der Gewährträgerhaftung und Anstaltslast für öffentlich-rechtliche Kreditinstitute¹⁾ zum Juli 2005, die Neuregelung der rechtlichen Grundlagen für die Ausgabe von Pfandbriefen (PfandBG) im Mai 2005 sowie das Gesetz zur Neuorganisation der Bundesfinanzverwaltung und zur Schaffung eines Refinanzierungsregisters vom September 2005. Weiterhin wurde in der EU im Oktober 2005 die Capital Requirements Directive (CRD) verabschiedet, die als Grundlage für die Umsetzung der neuen internationalen Eigenkapitalregelungen (Basel II) in nationales Recht dient und Anfang 2007 in Kraft treten wird.

Es ist zu erwarten, dass diese Änderungen die Entscheidung der deutschen Banken über den Einsatz von Verbriefern und Pfandbriefen im Rahmen ihrer Refinanzierungs- oder Kapitalmanagementstrategie erheblich beeinflussen werden. Im Folgenden werden die geänderten rechtlichen und regulatorischen Rahmenbedingungen dargestellt und ihre möglichen Konsequenzen erörtert.

1 Gemäß der Entscheidung der EU-Kommission vom 27. März 2004, zweiter Teil, wird die Anstaltslast dergestalt ersetzt, dass sich die finanzielle Beziehung zwischen Träger und öffentlich-rechtlichem Kreditinstitut nicht von einer normalen, privatwirtschaftlich ausgestalteten Beziehung unterscheidet. Die Gewährträgerhaftung wird nach einer Übergangsregelung abgeschafft.

Deutscher Verbriefungs- und Pfandbriefmarkt im Überblick

Pfandbriefe und Verbriefungen als Refinanzierungsalternativen

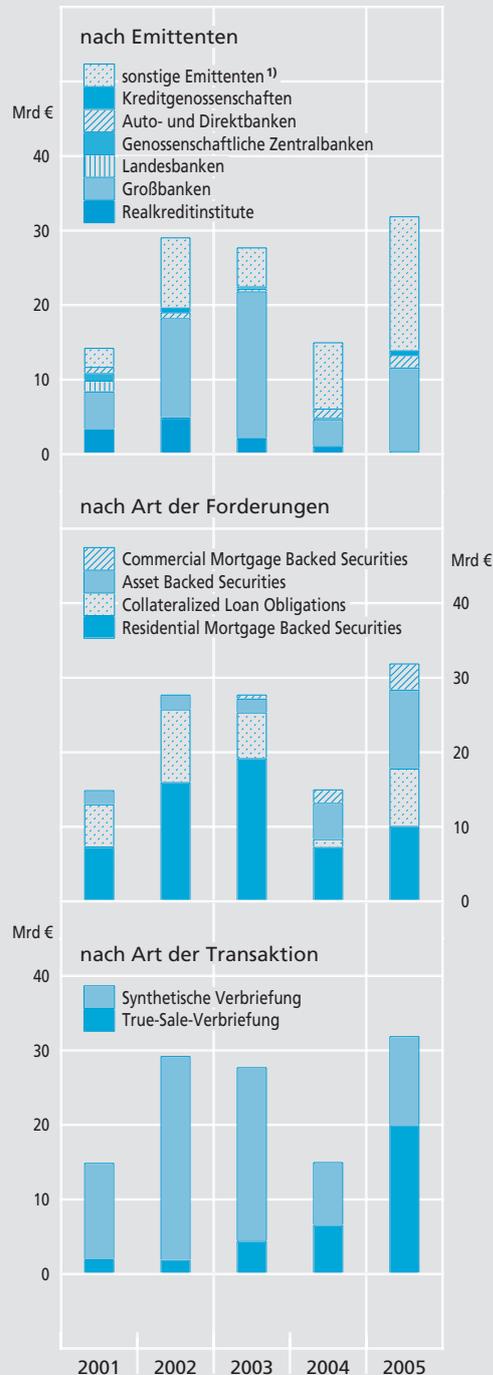
Die Emission von Pfandbriefen und die Verbriefung von Forderungen stehen als Refinanzierungsinstrumente in einem komplementären Beziehungsverhältnis. Verbriefungen werden zudem als ein Instrument des Risiko- oder Kapitalmanagements eingesetzt oder dazu genutzt, kundengerechte Finanzierungs-lösungen anzubieten.

Während die Abgrenzung des Pfandbriefmarkts auf Grund des Pfandbriefgesetzes wenig problematisch ist, existiert für Verbriefungen weder eine Legaldefinition noch ist eine allgemein akzeptierte Abgrenzung des deutschen Marktes verfügbar. Hier erfolgt deshalb eine Anlehnung an die Definition von Verbriefungen in der „Neuen Rahmenvereinbarung“ des Baseler Ausschusses für Bankenaufsicht (Basel II).²⁾ Weiter werden hier nur Transaktionen herangezogen, bei denen in Deutschland entstandene Forderungen verbrieft und Wertpapiere am öffentlichen Kapitalmarkt platziert worden sind, die eine feste Laufzeit haben.³⁾ Nach dieser Abgrenzung belief sich das Volumen des deutschen Verbriefungsmarktes Ende 2005 auf circa

²⁾ Die Definition für Verbriefungen nach Basel III als Abgrenzung von anderen strukturierten Produkten umfasst sowohl True-Sale- als auch synthetische Verbriefungstransaktionen (siehe hierzu auch das Glossar im Anhang II, S. 60 ff.).

³⁾ Damit wird das tatsächliche Volumen potenziell unterschätzt. OTC-Geschäfte, Transaktionen deutscher Banken mit ausländischen oder gemischten Forderungspools, Transaktionen innerhalb bestimmter Kreditinstitutsverbände sowie die Emission von Asset-Backed-Commercial-Paper-(ABCP-)Programmen werden folglich nicht erfasst. Das zu Grunde gelegte Transaktionsvolumen entspricht häufig dem verbrieften Portfolio.

Neuemissionsvolumina am deutschen Verbriefungsmarkt



Quelle: Standard & Poor's, Moody's und eigene Berechnungen. — ¹⁾ Bausparkassen, Bundes-Pensions-Service, sonstige Unternehmen und Kreditinstitute.

Deutsche Bundesbank

39 Mrd €,⁴⁾ während der Umlauf deutscher Pfandbriefe zum gleichen Zeitpunkt beachtliche 976 Mrd €⁵⁾ erreichte.

Strukturwandel im Verbriefungs- markt hinsichtlich der Originatoren...

Der Verbriefungsmarkt in Deutschland war in den letzten Jahren einem Strukturwandel unterworfen (siehe Schaubild auf S. 38). Während in den Jahren 2000 bis 2003 hauptsächlich deutsche Großbanken sowie Real- kreditinstitute am Markt aktiv waren, sank in den Jahren 2004 und 2005 das Volumen bei den Großbanken deutlich. Das Neuemissions- volumen blieb deshalb im Jahr 2004 mit circa 16 Mrd € hinter dem Vorjahresvolumen von circa 28 Mrd € zurück. 2005 war wieder ein Anstieg auf geschätzte 33 Mrd € zu verzeichnen.

... und der zu Grunde liegenden Aktiva...

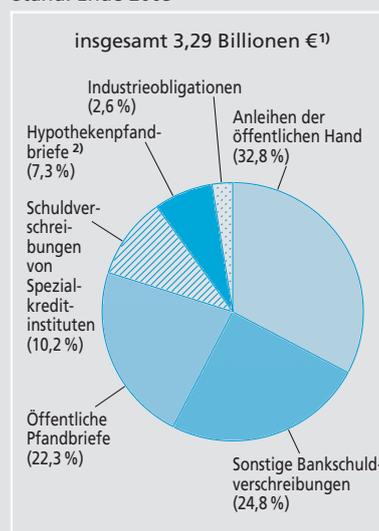
Während in den Jahren 2004 und 2005 die Verbriefung privater Wohnungsbaudarlehen rückläufig war, konnte dagegen ein Zuwachs der Verbriefungen von mit Gewerbeimmobilien besicherter Darlehen (CMBS) sowie der Emission von Asset-Backed Securities (ABS), insbesondere der Verbriefung von Auto- finanzierungen, verzeichnet werden. Der Anstieg bei den ABS in 2005 ging vor allem auf eine großvolumige Verbriefungstransaktion zurück. Im Jahr 2005 wurden darüber hinaus auch wieder mehr Transaktionen mit Krediten an kleine und mittlere Unternehmen (KMU) in Form von Collateralized Loan Obligations (CLOs) abgeschlossen. Hervorzuheben sind hier vor allem die Verbriefung mezzaniner Finanzierungsinstrumente für KMU.

... sowie der zur Verbriefung eingesetzten Strukturen

Gleichzeitig mit den oben genannten Ver- schiebungen veränderten sich die zur Verbie- fung eingesetzten Strukturen: Die bisher in Deutschland vorherrschenden synthetischen

Umlauf festverzinslicher Wertpapiere inländischer Emittenten

Stand: Ende 2005



1 Einschl. Umlauf von Bank-Namenschuldverschreibungen. — **2** Einschl. Schiffspfandbriefen.

Deutsche Bundesbank

Transaktionen wurden zunehmend durch True-Sale-Strukturen ergänzt beziehungsweise auch ersetzt.

Verbriefungen wurden bislang von deutschen Banken vorrangig zum Management ihres regulatorischen Eigenkapitals eingesetzt. Die Refinanzierung mit Hilfe von True-Sale-Verbriefungen spielte dagegen eine geringere Rolle, weil deutsche Banken im Gegensatz zu Instituten in anderen Ländern schon immer direkt oder indirekt über einen günstigen Ka-

Pfandbriefe bevorzugtes Refinanzierungsinstrument

⁴ Zum Vergleich mit der Größe des Pfandbriefmarkts wurden hier emittierte Wertpapiere aus Verbriefungstransaktionen herangezogen (Quelle: Bloomberg). Deren Volumen fällt im Vergleich zum Pfandbriefvolumen deshalb so gering aus, da in der Vergangenheit in Deutschland synthetische Verbriefungstransaktionen vorherrschten, bei denen nur zum Teil Wertpapiere emittiert worden sind.

⁵ Die Gesamtsumme umfasst Inhaber- und Namenspfandbriefe.

Aspekte verschiedener Verbriefungsarten und von Pfandbriefen

Position	Synthetische Verbriefung	True-Sale-Verbriefung	Pfandbrief
Motivation der Originatoren/ Emittenten	Risikomanagement, regulatorisches und ökonomisches Eigenkapitalmanagement, ggf. Refinanzierung	Risikomanagement, regulatorisches und ökonomisches Eigenkapitalmanagement, Bilanzstrukturmanagement, Refinanzierung	Refinanzierung
eigene gesetzliche Grundlage	nein	nein	Pfandbriefgesetz
Grundstruktur	Absicherung eines Forderungspools mittels Garantien oder Kreditderivaten mit oder ohne Refinanzierungsfunktion sowie mit oder ohne Einschaltung einer Zweckgesellschaft	Rechtswirksame Übertragung eines Forderungspools auf eine Zweckgesellschaft	Bildung eines Forderungspools zur zusätzlichen Absicherung von Schuldverschreibungen (gedeckte Schuldverschreibungen)
Transformation in Risikopositionen mit unterschiedlicher Verlustbeteiligung am Forderungspool (Tranchierung)	ja	ja	nein
Rückgriff auf Originator	i.d.R. kein Rückgriff	i.d.R. kein Rückgriff	ja, Deckungsmasse dient als zusätzliche Sicherheit
bilanzielle Auswirkung	nein	i.d.R. Bilanzverkürzung	nein
Eigenkapitalentlastung für zu Grunde liegende Forderungen beim Originator	möglich	möglich	nein
Risikogewichtung unter Grundsatz I (GS I) und Solvenzverordnung (SolvV) ¹⁾	Behandlung von Verbriefungspositionen im GS I: i.d.R. 100 %; SolvV: Standardansatz mindestens 20 %, Interner Rating-Ansatz mindestens 7 %, ggf. 6 %		GS I: 10 %; SolvV: Standardansatz 10 %, Interner Rating-Ansatz ggf. LGD 11,25 %
Anforderungen an zu Grunde liegenden Forderungspool	keine Beschränkung, Qualität fließt in Bonitätsurteil der Rating-Agenturen ein	keine Beschränkung, Qualität fließt in Bonitätsurteil der Rating-Agenturen ein	gesetzliche Anforderungen und Anforderungen der Rating-Agenturen
Austausch von Forderungen nach Transaktionsbeginn/ Emission	Folge: möglicherweise keine regulatorische Eigenkapitalentlastung für verbrieftete Forderungen beim Originator	Folge: möglicherweise keine regulatorische Eigenkapitalentlastung für verbrieftete Forderungen beim Originator	ja
Anforderungen an Originator/Emittenten	keine Beschränkung, Qualität fließt in Bonitätsurteil der Rating-Agenturen ein	keine Beschränkung, Qualität fließt in Bonitätsurteil der Rating-Agenturen ein	gesetzliche Anforderungen (Bankgeschäft nach KWG, Erlaubnis von BaFin notwendig, hohe qualitative Anforderungen) und Anforderungen der Rating-Agenturen

¹ Siehe auch Abschnitt zum aufsichtsrechtlichen Umfeld für die Verbriefung von Forderungen und für Pfandbriefe, S. 44 ff.

pitalmarktzugang, unter anderem durch die Möglichkeit zur Emission von Pfandbriefen, verfügten. So entwickelten sich Pfandbriefe neben den öffentlichen Anleihen zu einem der bedeutendsten Instrumente am deutschen Kapitalmarkt. Der Anteil des Pfandbriefs am Umlaufvolumen aller festverzinslichen Wertpapiere deutscher Emittenten hat sich zwar in den vergangenen Jahren etwas verringert, gleichwohl lag dieser Anteil im Dezember 2005 noch bei beachtlichen 29 %.⁶⁾

Verbriefung von Forderungen und Pfandbriefe im Vergleich

Besondere Qualitätsmerkmale des Pfandbriefs...

Sowohl bei der Verbriefung von Forderungen als auch bei Pfandbriefen sind die Ansprüche der Investoren durch Sicherheiten gedeckt. Im Unterschied zu Verbriefungen, bei denen die Zahlung an die Investoren von der Entwicklung des zu Grunde liegenden Forderungsportfolios abhängt („limited recourse“-Kriterium), dienen die Sicherheiten bei einem Pfandbrief als zusätzliche Absicherung gegen das Ausfallrisiko der emittierenden Bank („full recourse“-Ansatz). Gleichwohl stellen die Rating-Agenturen bei der Erstellung ihrer Bonitätsurteile hauptsächlich auf die Qualität und die Entwicklung der zu Grunde liegenden Forderungen ab, ähnlich wie bei Verbriefungen.⁷⁾

...erklären geringe Renditeaufschläge

Ein wesentlicher Unterschied zwischen Pfandbriefen und Verbriefungen besteht darin, dass bei Pfandbriefen hohe gesetzliche Anforderungen an Deckungsmasse und Emittenten bestehen. Vor allem diese Qualitätsmerkmale⁸⁾ in Verbindung mit der langen problem-

freien Historie des deutschen Pfandbriefmarkts und der vorhandenen Liquidität⁹⁾ erklären die gegenüber Verbriefungen vergleichsweise geringen Renditen. Letzteres trifft insbesondere auf den Jumbo-Pfandbrief zu.¹⁰⁾ So lag der Asset Swap Spread (ASW Spread)¹¹⁾ bei traditionellen Pfandbriefen im Januar 2006 bei zwei Basispunkten (bp), für Jumbo-Pfandbriefe dagegen bei – 1 bp (LZ 3–5 Jahre). Der ASW Spread für unbesicherte Anleihen europäischer Finanzunternehmen mit einem AAA Rating betrug zu diesem Zeitpunkt circa 10 bp (LZ 3–5 Jahre), während zum Beispiel deutsche AAA RMBS zum gleichen Zeitpunkt mit ungefähr 21 bp (LZ 3–5 Jahre) gehandelt wurden.¹²⁾

6 Unter Berücksichtigung von Inhaber- und Namensschuldverschreibungen.

7 Die weitgehende Unabhängigkeit von der Bonität des Emittenten hat sich bei der Verringerung der Bonitätseinstufung einer Hypothekenbank Ende 2005 deutlich gezeigt. Trotz einer Herabstufung ihrer ungesicherten langfristigen Verbindlichkeiten sind die Ratings der von ihr emittierten Hypotheken- und öffentlichen Pfandbriefe auf hohem Niveau konstant geblieben.

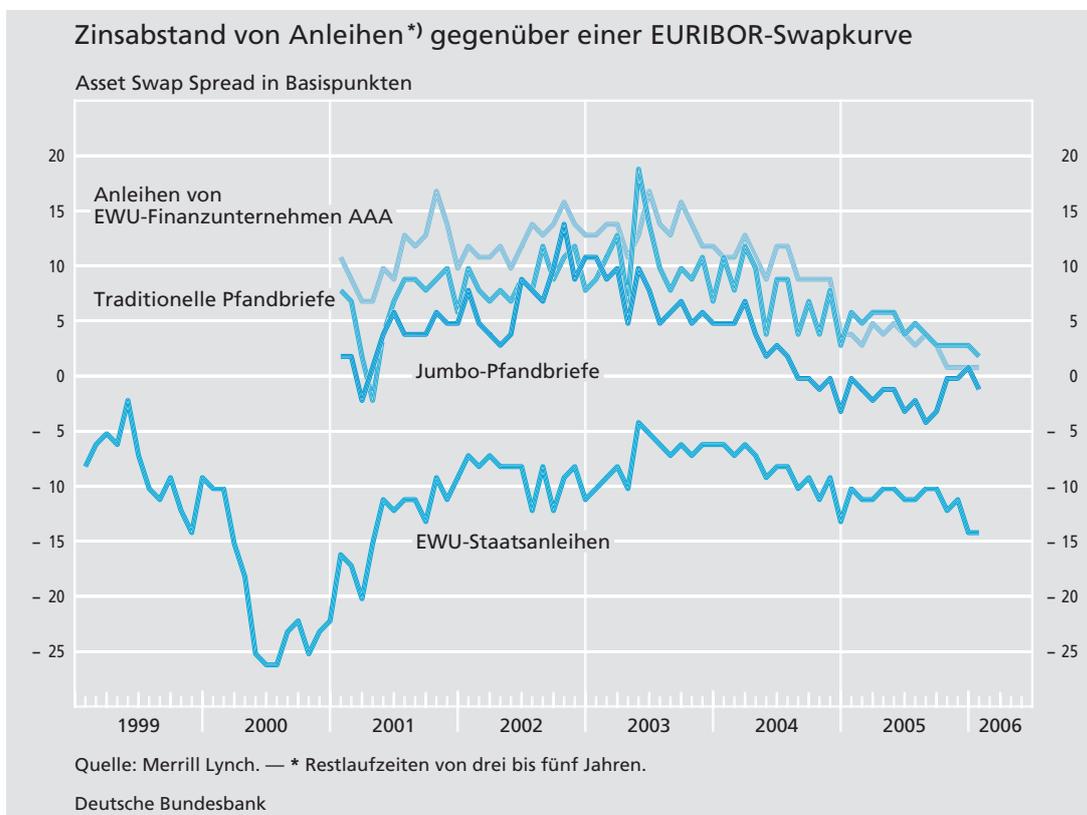
8 Die Qualität des Pfandbriefs spiegelt sich auch in niedrigen regulatorischen Eigenkapitalanforderungen wider.

9 Die unterschiedliche Liquidität von Pfandbriefen und Verbriefungen spielt auch bei deren Berücksichtigung als Sicherheiten für Refinanzierungsgeschäfte mit den nationalen Notenbanken im ESZB eine große Rolle. Danach werden Pfandbriefe in eine bessere Liquiditätskategorie als Verbriefungen eingeordnet mit der Folge geringerer Abschläge (vgl. auch Veröffentlichung der EZB zur Durchführung der Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet, Februar 2005).

10 Dieser zeichnet sich durch ein Mindestvolumen in Höhe von 1 Mrd € und das Vorhandensein von mindestens drei Market Makern aus. Letztere verpflichten sich, zu den üblichen Handelszeiten simultan Geld- und Briefkurse für Abschlüsse bis zu 15 Mio € zu stellen. Diese Regelungen sollen für eine Marktliquidität sorgen, die klassische Pfandbriefe und vor allem Verbriefungen nicht bieten können und damit die Refinanzierungskosten des Jumbo-Pfandbriefs weiter senken.

11 Asset Swap Spread ist der Aufschlag auf einen variablen Zinssatz, den der Investor einer Festzins-Anleihe als Teil eines „Par Asset Swap Packets“, welches zu par bewertet ist, im Austausch gegen die Zinszahlungen aus der Festzins-Anleihe erhält. Die Höhe des Aufschlags ist abhängig von dem Ausfallrisiko des Anleihe-Emittenten und gilt als geeignetes Maß im Zusammenhang mit der Einschätzung von Kreditrisiken.

12 Durchschnitt der in Bloomberg berechneten Discount Margins verschiedener deutscher AAA RMBS.



Neue Rahmenbedingungen für das Verbriefungs- und das Pfandbriefgeschäft

Wegfall von Gewährträgerhaftung und Anstaltslast führte zu neuem Pfandbriefrecht

Der Wegfall von Gewährträgerhaftung und Anstaltslast für öffentlich-rechtliche Kreditinstitute gab Anlass für eine Neuregelung der rechtlichen Grundlagen zur Ausgabe von Pfandbriefen. Dabei wurde ein Festhalten am Spezialbankprinzip für die Emission von Pfandbriefen nicht länger für notwendig erachtet. Vielmehr ermöglicht das neue PfandBG¹³⁾ nunmehr allen Kreditinstituten, die bereit und in der Lage sind, die gesetzlich festgelegten Qualitätsanforderungen¹⁴⁾ an das Pfandbriefgeschäft zu erfüllen, die Ausgabe von Pfandbriefen. Für die Hypotheken- und Schiffspfandbriefbanken führt dies zu einer erheblichen Erweiterung des bisher

eng begrenzten Geschäftsrahmens, während das PfandBG für die öffentlich-rechtlichen Banken, die bislang keiner Geschäftskreisbeschränkung unterlagen, strengere Anforderungen an das Pfandbriefgeschäft und die Ausgabe von Pfandbriefen mit sich bringt.

Das Pfandbriefgeschäft wird in § 1 KWG als Bankgeschäft definiert, dessen Betrieb eine Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) voraussetzt. Die Institute haben nachzuweisen, dass sie bestimmte, für das Pfandbriefgeschäft unabdingbare Mindestanforderungen erfüllen. Außerdem muss aus dem vorzulegenden Ge-

Pfandbriefgeschäft als Bankgeschäft im Sinne des KWG

¹³ Gesetz zur Neuordnung des Pfandbriefrechts vom 22. Mai 2005 (BGBl. I S. 1373).

¹⁴ Im Einzelnen vgl. Erläuterungen zu den Qualitätsmerkmalen des Pfandbriefs auf S. 43.

schäftsplan hervorgehen, dass das Pfandbriefgeschäft regelmäßig und nachhaltig betrieben wird.

Schaffung eines Refinanzierungsregisters

Für die Emission von Pfandbriefen und die Durchführung von Verbriefungstransaktionen ist auch die Schaffung eines Refinanzierungsregisters¹⁵⁾ von großer Bedeutung. Nunmehr ist die Begründung einer insolvenzfesten Rechtsposition der Zweckgesellschaft und einer Pfandbriefbank ohne Übertragung der Refinanzierungsgegenstände möglich.

Konkludentes Abtretungsverbot auf Grund des Bankgeheimnisses?

Problematisch im Zusammenhang mit Verbriefungen war eine gerichtliche Entscheidung in einem einstweiligen Verfügungsverfahren, bei der aus dem vertraglichen Bankgeheimnis auf ein konkludentes Abtretungsverbot geschlossen wurde.¹⁶⁾ In der rechtswissenschaftlichen Literatur und in nachfolgenden Entscheidungen wurde die Bedeutung dieses Urteils für Verbriefungstransaktionen allerdings relativiert.¹⁷⁾ Zwischenzeitlich hat auch eine Rating-Agentur erklärt, dass sie diese Gerichtsentscheidung als irrelevant für die Bewertung von Verbriefungstransaktionen betrachtet. Sollte diese Entscheidung jedoch vom Bundesgerichtshof bestätigt werden, wäre die Übertragung von Forderungen im Rahmen von Verbriefungstransaktionen in der Praxis nur über das Refinanzierungsregister möglich.

¹⁵ Gesetz zur Neuorganisation der Bundesfinanzverwaltung und zur Schaffung eines Refinanzierungsregisters vom 22. September 2005 (BGBl. I S. 2809).

¹⁶ OLG Frankfurt a. M., WM 2004, S. 1386 ff.

¹⁷ LG Frankfurt a. M.: ZIP 2005, S. 115, LG Konstanz BB 2005, S. 125, Bütter/Tonner, ZBB 2005, S. 165 ff., Engert/Schmidl, WM 2005, S. 60 ff., Cahn, WM 2004, S. 2041 ff., Bruchner, BKR 2004, S. 394 ff.

Qualitätsmerkmale des deutschen Hypothekenpfandbriefs

Bereits das Ende des 19. Jahrhunderts erlassene Hypothekenbankgesetz stellte den Schutz der Pfandbriefgläubiger in den Mittelpunkt der gesetzlichen Bestimmungen. Auch das Gesetz zur Neuregelung des Pfandbriefrechts vom Mai 2005 folgt durch Übernahme zentraler Prinzipien des Hypothekenbankgesetzes zur Deckung der Pfandbriefe diesem Ansatz.

Der besondere Schutz der Gläubiger wird insbesondere durch folgende Elemente gewährleistet:

- Kreditinstitute müssen über ein Kernkapital von mindestens 25 Mio €, einen angemessenen organisatorischen Aufbau sowie geeignete Regelungen und Instrumente zur Steuerung, Überwachung und Kontrolle der Risiken für die Deckungsmassen und des darauf gründenden Emissionsgeschäfts verfügen.
- Deckungsstockfähig sind nur Hypotheken oder ähnliche Rechte, die auf Grundstücken im Europäischen Währungsraum, in der Schweiz, in den USA, in Kanada oder in Japan lasten.
- Hypotheken dürfen nur bis zur Höhe der ersten 60 % des auf Grund nachhaltiger Merkmale zu ermittelnden Beleihungswertes zur Deckung benutzt werden.
- In den Deckungsregistern eingetragene Werte dienen im Insolvenzfall allein der Befriedigung der Forderungen der Pfandbriefgläubiger.
- Der Barwert der in das Deckungsregister eingetragenen Werte muss den Gesamtbetrag der zu deckenden Verbindlichkeiten um mindestens 2 % übersteigen.
- Erweiterte Transparenzanforderungen: nennwertige und barwertige Deckung inklusive der Barwerte nach einem Stresstest, Laufzeitstrukturen der Deckungswerte und Pfandbriefe, Belegenheit der Grundstücke.

Deutsche Bundesbank

Das Refinanzierungsregister

Durch die Eintragung einer Forderung in das Refinanzierungsregister erhält der Übertragungsberechtigte, zum Beispiel eine Zweckgesellschaft oder Pfandbriefbank, die die Forderung in einen Forderungspool oder in den Deckungsstock einstellen will, eine hinreichend sichere Rechtsstellung im Insolvenzverfahren, ohne dass die sachenrechtlichen Anforderungen an eine Vollrechtsübertragung erfüllt sein müssen.

In das Refinanzierungsregister können Forderungen oder Sicherheiten eingetragen werden, auf deren Übertragung ein Anspruch besteht. Außerdem sind einzutragen: der Übertragungsberechtigte, der Zeitpunkt der Übertragung, der rechtliche Grund, Umfang und Rang der Sicherheit sowie das Datum des die Sicherungsabrede enthaltenden Vertrages.

Forderungen sind auch dann eintragungsfähig, wenn die Abtretung durch mündliche oder konkludente Vereinbarung mit dem Schuldner ausgeschlossen wurde. Anderes gilt nur bei einem gesetzlichen oder einem schriftlichen Abtretungsverbot, das keine handelsrechtliche Forderung betrifft. Eintragungen können nur mit Zustimmung des Übertragungsberechtigten beziehungsweise Treuhänders gelöscht werden. Refinanzierungsregister können nur von Kreditinstituten oder von der Kreditanstalt für Wiederaufbau geführt werden.

Ordnungsgemäß eingetragene Gegenstände können im Fall der Insolvenz des Übertragungsverpflichteten durch den Übertragungsberechtigten als nicht zur Insolvenzmasse gehörend ausgesondert werden. Ferner kann weder eine Aufrechnung erklärt noch ein Zurückbehaltungsrecht geltend gemacht werden. Allerdings verbleiben den Gläubigern des Übertragungspflichtigen die Anfechtungsrechte nach dem Anfechtungsgesetz und der Insolvenzordnung. Außerdem werden auch Einwendungen und Einreden Dritter gegen die eingetragenen Forderungen und Rechte nicht eingeschränkt.

Deutsche Bundesbank

Zur Förderung von Verbriefungen über deutsche Zweckgesellschaften sind in den letzten Jahren einige steuerrechtliche Vorschriften geändert worden. So wurden zum Beispiel bereits im Jahr 2003 Zweckgesellschaften, die die Verbriefung von Forderungen von Kreditinstituten vornehmen, diesen hinsichtlich der Privilegierung bei der begrenzten Hinzurechnung von Dauerschuldzinsen bei der Ermittlung des gewerbesteuerlichen Gewinns gleichgestellt.¹⁸⁾ Damit wurde ein im internationalen Vergleich belastender Kostenfaktor für ABS-Transaktionen über deutsche Zweckgesellschaften bei Verbriefung von Forderungen von Kreditinstituten, nicht aber zum Beispiel von Leasingunternehmen, beseitigt.

Teilweise Gleichstellung von Zweckgesellschaften und Kreditinstituten im Gewerbesteuerrecht

Aufsichtsrechtliches Umfeld für Verbriefungen und Pfandbriefe

Neuerungen der aufsichtlichen Rahmenbedingungen ergeben sich durch die Eigenkapitalregelungen unter Basel II¹⁹⁾ und die korrespondierende CRD auf europäischer Ebene. Sie werden durch Änderungen im KWG, der Groß- und Millionenkreditverordnung sowie durch eine neue Solvabilitätsverordnung (SolV) in deutsches Recht umgesetzt.

Insbesondere durch die unter Basel II vorgesehene Änderung der Risikogewichtung für die zu Grunde liegenden Forderungsklassen sowohl im Standardansatz (STA) als auch im In-

Eigenkapitalanforderungen vor Verbriefung ändern sich beim Originator...

¹⁸ Siehe Art. 4 des Kleinunternehmerförderungsgesetzes vom 11. Juli 2003.

¹⁹ Eine ausführliche Darstellung findet sich in: Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, September 2004.

Risikogewichte im Standardansatz *)

%

Rating 1) (langfristig)	Staaten	Bank 2)	Nicht- banken	Privat- kunden	grundpfandrechtl. be- sicherte Forderungen		Forderun- gen in Ver- zug plus 90 Tage
					„privat“	„gewerb- lich“	
AAA bis AA-	0	20	20				
A+ bis A-	20	50	50				
BBB+ bis BBB-	50	100	100				
BB+ bis BB-	100	100	100	75	35	100	150
B+ bis B-	100	100	150				
unter B-	150	150	150				
ohne Rating	100	100	100				

* Die in Basel festgelegten Risikogewichte werden voraussichtlich auch in der künftigen Solvabilitätsverordnung Anwendung finden. — 1 Z. B.: Standard & Poor's

(S&P). — 2 Option 1 findet in Deutschland Anwendung: Ableitung des Risikogewichts für Banken aus der Beurteilung des Sitzstaates der jeweiligen Bank.

Deutsche Bundesbank

ternen Rating-Ansatz (IRBA) werden sich die Eigenkapitalanforderungen vor einer Verbriefung künftig sehr viel stärker dem ökonomischen Kapitalbedarf der Banken anpassen.²⁰⁾ Damit wird sich auch der Anreiz zur Reduzierung der regulatorischen Eigenkapitalanforderungen durch die Verbriefung von Forderungen (regulatorische Eigenkapitalarbitrage) stark verringern.

... im Standard-
ansatz...

Die oben stehende Tabelle zeigt die Risikogewichte für die entsprechenden Forderungsklassen (einschl. Versicherungen) im STA, die künftig von der Einschätzung aufsichtlich anerkannter, externer Bonitätsbeurteilungsinstitute (Rating-Agenturen) abhängen werden.

... und im
IRB-Ansatz

Im IRBA wird dagegen die Mindesteigenkapitalanforderung aus aufsichtlich vorgegebenen

Risikogewichtsfunktionen ermittelt, die für verschiedene Forderungsklassen definiert sind. Die Eigenmittelunterlegung errechnet sich dabei aus 8 % des Produkts aus der Forderungshöhe bei Ausfall (EAD) und dem Wert aus der Risikogewichtsfunktion, der wiederum von den Risikoparametern Ausfallwahrscheinlichkeit (PD), Verlustquote (LGD) und effektive Restlaufzeit der Forderung (M) abhängt. Im Basis-IRBA wird bankintern nur die PD pro

20 Ökonomisches Kapital ist jedoch bei den meisten Kreditinstituten noch ein vergleichsweise neues bzw. in Entwicklung befindliches Konzept. Neben weit reichenden definitorischen Übereinstimmungen – ökonomischer Kapitalbedarf als größter unerwarteter Verlust innerhalb eines bestimmten Zeithorizonts zu einem bestimmten Konfidenzniveau – gibt es große Unterschiede hinsichtlich der Abgrenzung der risikotragenden Kapitalressourcen. Auch unterscheiden sich die methodischen Überlegungen und Modellansätze zur Berechnung des Kapitalbedarfs sowie die Anwendung in der Gesamtbanksteuerung.

Risikogewichte für Verbriefungspositionen im Standardansatz

in %

Rating ¹⁾ (langfristig)	Risiko- gewicht
AAA bis AA-	20
A+ bis A-	50
BBB+ bis BBB-	100
BB+ bis BB-	²⁾ 350
B+ und darunter, bzw. ohne Rating	Abzug

1 Z. B.: S&P. — 2 Während Basel II für Originatoren den Abzug für schlechter als BBB- geratete Positionen vorsieht, dürfen nach der CRD und in der nationalen Umsetzung Originatoren wie Investoren ein Risikogewicht von 350 % ansetzen.

Deutsche Bundesbank

Ratingklasse für die Kreditnehmer geschätzt; LGD²¹⁾, EAD und M sind dagegen bankenaufsichtlich vorgegeben. Die Restlaufzeit für Forderungen an Unternehmen, Banken und Staaten ist grundsätzlich auf 2 ½ Jahre festgesetzt. Im fortgeschrittenen IRBA schätzen die Kreditinstitute alle vier Risikoparameter selbst. Dabei ist die anzunehmende effektive Restlaufzeit grundsätzlich auf fünf Jahre begrenzt.

International einheitlicher Aufsichtsstandard für Verbriefungspositionen

Mit Basel II, der europäischen CRD und deren Umsetzung in nationales Recht wird erstmals ein international harmonisierter Standard für die bankenaufsichtliche Behandlung von Verbriefungen eingeführt.

Ein Kreditinstitut, das eigene Forderungen verbrieft, um eine Eigenkapitalentlastung zu

erzielen, muss einen wirksamen und wesentlichen Risikotransfer sicherstellen. Dabei orientiert sich die Auslegung des Wesentlichkeitskriteriums vor allem an dem Risikogehalt der durch den Originator zurückbehaltenen Positionen.²²⁾ Die operationellen Anforderungen an den wirksamen Risikotransfer sind für den STA und den IRBA nahezu identisch.

Wesentlicher Risikotransfer beim Originator erforderlich

Der STA für Verbriefungspositionen²³⁾ folgt prinzipiell der Unterlegungssystematik des allgemeinen STA und beruht wie dieser auf der Einschätzung aufsichtlich anerkannter Rating-Agenturen. Dabei wird sich die Risikogewichtung insbesondere für Verbriefungstranchen mit sehr guter Bonität gegenüber der derzeitigen Behandlung deutlich verringern, für Tranchen, die schlechter als BBB- geratet sind oder kein externes Bonitätsurteil aufweisen, dagegen stark zunehmen.²⁴⁾ Die Eigenkapitalanforderungen beim Originator nach Durchführung der Verbriefung sind in der CRD und

Behandlung von Verbriefungspositionen im STA...

21 Für unbesicherte Forderungen gilt grundsätzlich eine LGD von 45 %. Diese verringert sich bei entsprechender Besicherung, z. B. auf 35 % bei privaten Wohnimmobilien.

22 Gemäß § 232 SolV soll dabei insbesondere ein wesentlicher Anteil (gemessen an den Eigenkapitalanforderungen oder risikogewichteten Aktiva) der Positionen aus dem Intervall der ersten Verluste (mit einem Risikogewicht = 1 250 %) bis einschl. der A-äquivalenten Verbriefungstranche transferiert werden. Außerdem darf die Zweitverlustposition in einer Verbriefungstransaktion nicht vollständig zurückbehalten werden.

23 Originatoren werden für zurückbehaltene Verbriefungspositionen oder das Stellen von Kreditverbesserungen in eigenen Transaktionen wie Investoren behandelt.

24 Nach der CRD und ihrer nationalen Umsetzung kann für ungeratete Verbriefungstranchen die sog. Transparenzmethode angewendet werden, bei der sich das Risikogewicht aus dem durchschnittlichen Risikogewicht der zu Grunde liegenden Forderungen unter Berücksichtigung des Ranges der Tranche bestimmt. Weitere Ausnahmen gelten für Positionen in ABCP-Programmen und für Liquiditätsfazilitäten. Deren Eigenkapitalanforderungen werden künftig stark ansteigen.

in der nationalen Umsetzung auf die Höhe vor der Verbriefung begrenzt.

... sowie im
IRB-Ansatz

Im IRBA muss bei Vorliegen einer anerkannten externen Bonitätseinschätzung für eine Verbriefungsposition oder wenn für diese ein Rating abgeleitet werden kann²⁵⁾ der Ratingbasierte Ansatz (RBA) angewendet werden. Dabei richten sich die Risikogewichte nicht nur nach der externen Bonitätsbeurteilung, sondern beziehen auch die Granularität des Portfolios und die Seniorität der Tranchen mit ein.

Wenn dies nicht möglich ist, kann nach der Methodenhierarchie die Aufsichtliche Formel (SF) angewendet werden. Diese sieht wie der RBA ein Mindestrisikogewicht von 7 % vor.²⁶⁾ Ist auch die SF nicht anwendbar, muss grundsätzlich ein Abzug der Position vom Eigenkapital vorgenommen werden.²⁷⁾ Auch im IRBA sind beim Originator die Eigenkapitalanforderungen nach Verbriefung auf den Betrag vor Verbriefung begrenzt.

Hohe Bonität
der Pfandbriefe
auch künftig
aufsichtlich
berücksichtigt

Der hohen Bonität der Pfandbriefe trägt ein Risikogewicht von 10 % im Rahmen des STA unter der SolV Rechnung. Unter dem Basis-IRBA darf den Pfandbriefen²⁸⁾ eine LGD von 12,5 % zugeordnet werden. Bei Vorliegen bestimmter Voraussetzungen, die von den deutschen Pfandbriefen erfüllt werden, kann bis zum 31. Dezember 2010 die LGD darüber hinaus auf 11,25 % reduziert werden.²⁹⁾

Risikogewichte für Verbriefungspositionen nach dem RBA

in %

Rating 1) (langfristig)	Risikogewichte für erstrangige Tranchen und anerkannte erstrangige IAA 2)-Positionen, gedeckt durch granulare Pools	Basisrisikogewichte	Risikogewichte für Tranchen, gedeckt durch nicht granulare Pools
AAA	3) 7	12	20
AA	8	15	25
A+	10	18	35
A	12	20	
A-	20	35	
BBB+	35	50	
BBB	60	75	
BBB-		100	
BB+		250	
BB		425	
BB-		650	
unter BB- 4)		Abzug	

1 Z.B.: S&P. — 2 Internal Assessment Approach (IAA), internes Einstufungsverfahren. — 3 Im Unterschied zu Basel II gilt nach der CRD und in der nationalen Umsetzung unter bestimmten Bedingungen ein Risikogewicht von 6 % für erstrangige Verbriefungspositionen. — 4 Und nicht geratet.

Deutsche Bundesbank

25 Dabei wird das Rating der unmittelbar nachrangigen Verbriefungstranche herangezogen.

26 Die unter der SF errechneten Kapitalanforderungen sind von fünf bankseitig bereitzustellenden Eingabedaten abhängig: den IRB-Kapitalanforderungen für die zu Grunde liegenden Forderungen vor Verbriefung inkl. der erwarteten Verluste (K_{IRB}), der Kreditverbesserung für die Tranche (L), dem Volumen der Tranche (T), der effektiven Anzahl der zu Grunde liegenden Forderungen (N) und der forderungsgewichteten durchschnittlichen Verlustquote des Pools (ELGD).

27 Für ungeratete Positionen in ABCP-Programmen steht jedoch zusätzlich das interne Einstufungsverfahren (IAA) zur Verfügung.

28 Deutsche Pfandbriefe gehören zu den gedeckten Schuldverschreibungen, welche die Bedingungen des Art. 22 Abs. 4 der OGAW-Richtlinie (85/611/EWG) erfüllen.

29 Vgl. § 339 Abs. 15 SolV: Die IRBA-Position muss die bestmögliche Bonitätsbeurteilung einer anerkannten Rating-Agentur erhalten, die Besicherung erfolgt durch Vermögensgegenstände der Bonitätsstufe 1, die Sicherung durch Wohn- bzw. Gewerbeimmobilien darf maximal 10 % am nominellen Wert der ausstehenden Emissionen betragen; Schiffspfandrechte sind nicht anerkennungsfähig.

Bedeutung der veränderten Rahmenbedingungen für den deutschen Verbriefungs- und Pfandbriefmarkt

Refinanzierung

Refinanzierungsinstrumente von bank-spezifischen Faktoren abhängig

Den Banken stehen unterschiedliche Instrumente zur Refinanzierung zur Verfügung. Ihr Einsatz hängt von zahlreichen Faktoren ab, etwa von der allgemeinen Geschäftspolitik (insbesondere Kundenorientierung), dem Zugang zum Kapitalmarkt, aber auch von den übergeordneten strategischen Zielen des jeweiligen Instituts.

Besondere Bedeutung des Pfandbriefs für Realkreditinstitute und Landesbanken

Die Refinanzierungsstruktur der verschiedenen Bankensektoren zeigt, dass die Sparkassen und die Kreditgenossenschaften sich auf Grund ihrer starken Ausrichtung auf Privat- und mittelständische Kunden hauptsächlich über Spar- sowie Sicht- und Termineinlagen refinanzieren. Für die Großbanken und genossenschaftlichen Zentralbanken spielt hingegen das Interbankgeschäft eine wesentliche Rolle, während sich Landesbanken und Realkreditinstitute insbesondere über Pfandbriefemissionen refinanzieren. Bei einem Vergleich der emittierten Namens- und Inhaberpfandbriefe mit den verbrieften Verbindlichkeiten³⁰⁾ zeigt sich für die Realkreditinstitute, dass die Pfandbriefe 113 %³¹⁾ der verbrieften Verbindlichkeiten entsprechen, bei den Landesbanken sind es 73 %.

Konsolidierung bei Realkreditinstituten

Bei den Realkreditinstituten ist zu berücksichtigen, dass ein Großteil der bei Inkraft-Treten des neuen Pfandbriefgesetzes bestehenden Hypothekenbanken Tochterinsti-

tute von anderen Banken waren. Bisher konnten sich diese Mutterinstitute lediglich indirekt über die Ausgabe von Pfandbriefen refinanzieren, künftig erlaubt ihnen das PfandBG jedoch auch eigene Pfandbriefemissionen. Daher wurden bereits einige Hypothekenbanken mit ihren Mutterunternehmen verschmolzen. Es ist zu erwarten, dass die Konsolidierung in diesem Sektor weiter vorschreitet.

Mit dem Wegfall von Gewährträgerhaftung und Anstaltslast sehen sich die öffentlich-rechtlichen Banken bereits seit Juli 2005 veränderten Refinanzierungsbedingungen ausgesetzt. Zwar sind die Rating-Herabstufungen der Landesbanken auf Grund frühzeitig angestoßener Struktur- und Strategieanpassungen moderat ausgefallen. Das früher durch die Staatsgarantie bestimmte erstklassige Emittentenrating ist aber durch ein Rating ersetzt worden, das stärker von der individuellen Bonität der Bank abhängt. Entsprechend ist eine Anpassung der Renditen für unbe-

Veränderte Refinanzierungsbedingungen für öffentlich-rechtliche Kreditinstitute

³⁰ Verbrieften Verbindlichkeiten sind Schuldverschreibungen sowie Verbindlichkeiten, für die nicht auf den Namen lautende übertragbare Urkunden ausgestellt sind, und zwar unabhängig von ihrer Börsenfähigkeit. Dazu gehören auch die Pfandbriefe, mit Ausnahme der Namenspfandbriefe.

³¹ Da die Namens- und Inhaberpfandbriefe ins Verhältnis zu den verbrieften Forderungen gesetzt wurden, die keine Namenspfandbriefe enthalten, ergibt sich ein Anteil von über 100 %.

sicherte Anleihen der Landesbanken zu erwarten.³²⁾

Verlust der Deckungsstockfähigkeit bei den Sparkassenbriefen...

Auch das In-Kraft-Treten des PfandBG wird eine Änderung der Refinanzierungsstruktur der Sparkassen und Landesbanken nach sich ziehen. Denn die von den Sparkassen ausgegebenen Sparkassenbriefe sind unter dem PfandBG nicht mehr deckungsstockfähig³³⁾ und können damit ebenso wie bisher schon andere Bankschuldverschreibungen nicht mehr als Deckungsmasse für die von den Landesbanken emittierten öffentlichen Pfandbriefe dienen.³⁴⁾ Es ist daher damit zu rechnen, dass die Emission von öffentlichen Pfandbriefen der Landesbanken, die bislang einen Anteil von 90 % an allen von ihnen emittierten Pfandbriefen ausmachte, zurückgehen wird.

...erfordert neue Refinanzierungswege

Die Emission von Hypothekendarlehen hingegen ermöglicht die Nutzung des beträchtlichen Portfolios von grundpfandrechlich besicherten Darlehen des öffentlich-rechtlichen Sektors. So machte das Kreditvolumen für den Wohnungsbau Ende 2005 allein bei den Sparkassen 303 Mrd € und bei den Landesbanken 63 Mrd € aus.³⁵⁾ Diese Darlehen könnten künftig stärker als Deckungsmasse für die Emission von Hypothekendarlehen eingesetzt werden. Bisher wurde davon nur in geringem Ausmaß Gebrauch gemacht, wie das Volumen der von Sparkassen emittierten Hypothekendarlehen von nur 575 Mio € im Dezember 2005 zeigt.

Für den öffentlich-rechtlichen Sektor bieten sich in dieser Hinsicht zwei Handlungsalternativen an: zum einen die Aufnahme der

Durchschnittliche Ratings der Landesbanken in 2005

Rating-Agentur	Emittenten	Öffentliche Pfandbriefe	Hypothekendarlehen
Fitch	Mai	AAA	AAA
	August	A	AAA
Moody's	Mai	Aa1	Aaa
	August	Aa3	Aaa
S&P	Mai	AA	AAA
	August	A	AAA

Quelle: Fitch, Moody's, S&P.

Deutsche Bundesbank

grundpfandrechlich besicherten Darlehen der Sparkassen in die Deckungsmasse eines Treu-

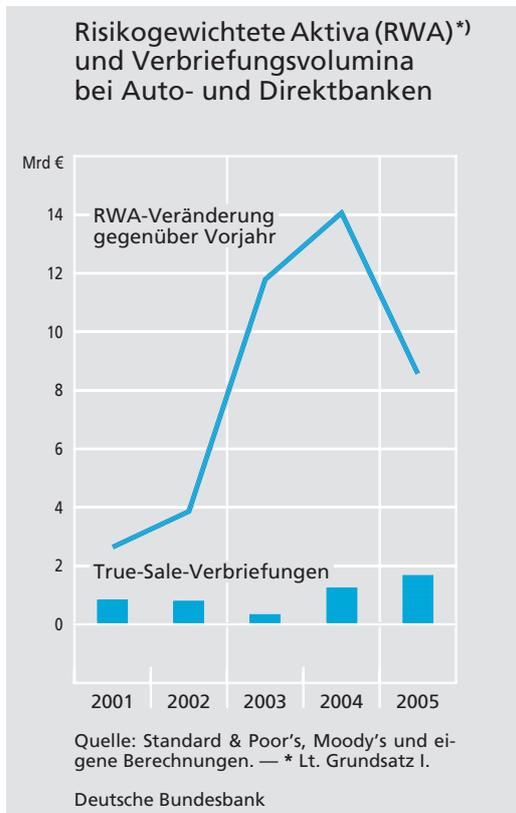
Zwei Alternativen für die Emission von Hypothekendarlehen

³² Gegenwärtig sind noch keine aussagekräftigen Informationen über Renditen verfügbar, da es keine ausreichend liquiden Emissionen von Landesbanken gibt, die ohne staatliche Absicherung begeben wurden. Denn insbesondere im Jahr 2004 hatten Landesbanken im Vorfeld des Wegfalls der staatlichen Haftungsgarantien verstärkt Liquiditätsbevorratung betrieben und verbrieft Verbindlichkeiten begeben. Die Spreads von Credit Default Swaps können wegen der eingeschränkten Liquidität nicht als Bewertungsbasis genutzt werden. Auch Spreads von Banken, deren Rating mit dem der Landesbanken vergleichbar ist, haben nur einen beschränkten Informationsgehalt, weil die Auswirkung der impliziten Staatsgarantie auf den Spread schwer abschätzbar ist. (Der Begriff Spread wird hier und auch im Folgenden im Sinne des Interbankenmarkts verwendet.)

³³ § 20 Abs. 1 PfandBG.

³⁴ Dieses gilt auch für die anderen Pfandbriefemittenten, so dass generell von einem Rückgang bei öffentlichen Pfandbriefen ausgegangen werden kann.

³⁵ Das Volumen der Wohnungsbaukredite kann nur als grober Indikator für die verfügbare Deckungsmasse dienen, weil Angaben darüber fehlen, in welchem Umfang die Kredite grundpfandrechlich besichert und wie hoch die Beleihungswerte angesetzt sind. In den Zahlen ebenfalls nicht enthalten ist die Finanzierung von gewerblichen Immobilien.



händers (sog. Pooling-Lösungen bei den Landesbanken),³⁶⁾ zum anderen das Verbleiben der Deckungsmasse bei einer Sparkasse, die selbst als Pfandbriefbank am Markt auftritt.

Kreditbeträge, die nicht deckungsstockfähig sind, könnten darüber hinaus in Form von RMBS verbrieft und am Kapitalmarkt platziert werden. Gleichwohl ist davon auszugehen, dass diese Form der Refinanzierung eine kostenintensivere Variante darstellt und nur mangels anderweitiger günstigerer Refinanzierungsinstrumente zum Einsatz käme.³⁷⁾

Für die Refinanzierungspolitik der Sparkassen-Finanzgruppe, gleiches gilt für den Genossenschaftssektor, dürfte außerdem die in der nationalen Umsetzung der CRD vorgesehene günstigere Risikogewichtung von Ver-

bindlichkeiten innerhalb eines Haftungsverbundes eine wichtige Rolle spielen. Danach können solche verbundinternen Forderungen unter bestimmten Voraussetzungen statt mit 20 % künftig mit 0 % angerechnet werden.

Eine besondere Stellung in Bezug auf ihre Refinanzierungsstruktur nehmen die Auto- und Direktbanken ein, die sich hauptsächlich über Sicht- und Termineinlagen refinanzieren, seit mehreren Jahren aber auch als wichtige Originatoren am Markt für True-Sale-Verbriefungen auftreten. Auf Grund wachsender Geschäftsvolumina weist diese Bankengruppe einen starken Anstieg der risikogewichteten Aktiva auf. True-Sale-Verbriefungen werden als ein Instrument betrachtet, um das steigende Geschäftsvolumen zu refinanzieren und gleichzeitig die risikogewichteten Aktiva zu verringern.³⁸⁾ Die Emission von Pfandbriefen ist für Auto- und Direktbanken dabei keine Option, weil ihnen auf Grund der Art der Finanzierungen kaum deckungsstockfähige Aktiva zur Verfügung stehen.

Bei den Großbanken rückte infolge der schwachen gesamtwirtschaftlichen Entwicklung in den Jahren 2000 bis 2003, der damit einhergehenden rückläufigen Ertragsentwicklung und dem zunehmenden Druck auf die Ratings sowie die Refinanzierungskosten die

... auf Grund günstigerer Risikogewichtung als weitere Alternative

Verbriefungen wichtiges Refinanzierungsinstrument für Auto- und Direktbanken

Forcierung von True-Sale-Verbriefungen vor allem von Großbanken in den Jahren 2000 bis 2003...

³⁶ Ein Pfandbriefrefinanzierungsmodell für den gesamten Sparkassensektor wird zurzeit mit der Aufsicht abgestimmt. Darüber hinaus gibt es Pooling-Initiativen einzelner Landesbanken.

³⁷ Es ist zu erwarten, dass die Spreads sowie die von den Rating-Agenturen verlangten Kreditverbesserungen bei der Verbriefung von außerdeckungsstockfähigen Kreditbeträgen über denen von traditionellen RMBS liegen werden.

³⁸ Dabei spielen auch ABCP-Programme eine große Rolle.

Erschließung neuer und günstiger Refinanzierungsquellen – z. B. über True-Sale-Verbriefungen – in den Vordergrund.

Hauptsächlich aus diesem Motiv wurde im Frühjahr 2003 die so genannte „True-Sale-Initiative“ (TSI) gegründet. Jedoch blieb der erwartete Anstieg bei Verbriefungen von Großbanken, unter anderem auf Grund der zwischenzeitlich verbesserten gesamtwirtschaftlichen Lage, bislang aus.³⁹⁾

... aber Pfandbrief weiter kostengünstigere Refinanzierungsalternative...

Eine wesentliche Ursache dafür ist, dass die Refinanzierung über True-Sale-Verbriefungen im Vergleich zu alternativen Instrumenten – insbesondere dem Pfandbrief – wegen der relativ hohen Renditen teurer ist.⁴⁰⁾

... zur Verbriefung

Die höhere Rendite bei Verbriefungen erklärt sich insbesondere durch die relative Illiquidität dieser Papiere, was vor allem auf die geringen Volumina und die bislang im Vergleich zum Pfandbriefmarkt kleinere Investorenbasis zurückzuführen ist. Weiterhin spielen die höheren Anforderungen an die Eigenkapitalunterlegung für Verbriefungen gegenüber Pfandbriefen bei den Investoren eine Rolle, und nicht zuletzt weist der deutsche Verbriefungsmarkt im Vergleich zum Pfandbrief eine vergleichsweise kurze Historie auf.

Reduzierung der Refinanzierungskosten für vorrangige Verbriefungstranchen zu erwarten

Mit den veränderten aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen wird sich die Eigenkapitalanforderung insbesondere bei den Verbriefungstranchen sehr guter Bonität jedoch an diejenige der Pfandbriefe angleichen. Als Folge sollten sich auch die Spreads annähern.⁴¹⁾ Die Spreads für Verbriefungstranchen mit niedriger Bonität könnten sich hingegen

auf Grund der gestiegenen Eigenkapitalanforderungen erhöhen. Es bleibt abzuwarten, ob sich für Tranchen im mezzaninen Bereich oder für Erstverlustpositionen ein neuer Investorenkreis, insbesondere aus dem nicht-regulierten Unternehmenssektor (z. B. Hedgefonds), entwickelt.

Auch die wachsenden Volumina im Handel mit strukturierten Produkten, gefördert durch die Markteinführung des iTraxx sowie standardisierter Tranchen auf diesen Index, könnten sich verringernd auf die Spreads von Verbriefungstranchen auswirken. In die gleiche Richtung wirken die Entwicklung eines Vertragsstandards für Credit Default Swaps auf ABS sowie verschiedener ABS-Indizes. Auch wenn noch nicht absehbar ist, welcher Index sich in Zukunft als Marktstandard etablieren wird, dürfte durch den künftig möglichen Handel mit Derivaten auf ABS sowie Hedging die Liquidität dieser Papiere signifikant zunehmen.

Verbriefungen als Instrument für das Kapitalmanagement

Die Entscheidung einer Bank, eine Verbriefungstransaktion mit dem Ziel des Kapitalmanagements einzusetzen, hängt letztlich

³⁹ Neben den beiden Transaktionen einer Autobank fand bislang nur eine weitere Transaktion einer Großbank im Januar 2006 über die TSI-Plattform statt.

⁴⁰ Dies gilt bei isolierter Betrachtung der Refinanzierungskosten. Andere Aspekte, wie z. B. die mögliche Freisetzung von Kapital, bleiben unberücksichtigt.

⁴¹ Während die Eigenkapitalanforderungen für Pfandbriefe im STA weiterhin 0,08 % betragen und im Basis-IRBA bis auf 0,002 % (Annahme PD 3bp, LGD 11,25 %, LZ 2,5 Jahre) sinken können, verringern sich die Risikogewichte für Verbriefungstranchen mit sehr guter Bonität von 8 % auf 1,6 % (RW 20 %) und im IRBA auf 0,56 % (RW 7 %).

von Faktoren wie der Knappheit von regulatorischem und/oder ökonomischem Kapital sowie dem Verhältnis zwischen dem regulatorisch vorzuhaltenden und dem ökonomischen Kapital unter Einbeziehung aller Kosten ab.

Synthetische versus True-Sale-Verbriefungen zur Freisetzung von regulatorischem Kapital

Liegt keine Kapitalknappheit vor, ist die Entscheidung zwischen der Durchführung einer synthetischen und einer True-Sale-Verbriefung zur Kapitalfreisetzung in erster Linie von einer Reihe bankspezifischer Faktoren abhängig, maßgeblich aber von den alternativen Refinanzierungskosten. Eine synthetische Transaktion würde gegenüber einer True-Sale-Verbriefung dann den Vorzug erhalten, wenn die Refinanzierungskosten für die zu Grunde liegenden Forderungen zuzüglich der Absicherungskosten unter den Kosten einer True-Sale-Verbriefung liegen.⁴²⁾

Es sind aber auch synthetische Strukturen denkbar, die durch die Zwischenschaltung eines weiteren Garantiegebers, beispielsweise der KfW, nicht nur zu einer 0 %-Risikogewichtung der zu Grunde liegenden Forderungen führen, sondern durch die Garantie auch deckungsstockfähige Aktiva für öffentliche Pfandbriefe und damit entsprechend günstige Refinanzierungsmöglichkeiten auf AAA-Niveau schaffen. Dies könnte zu einem Vorteil von synthetischen Strukturen gegenüber True-Sale-Verbriefungen führen.

Nutzung synthetischer Verbriefungen vor allem bei Großbanken...

Deutsche Großbanken nutzten synthetische Verbriefungen insbesondere im Zeitraum zwischen 2000 und 2003, um risikogewichtete Aktiva zu reduzieren und knappes regulatorisches Kapital freizusetzen. Ihr Anteil am Neuemissionsvolumen deutscher synthetischer

Verbriefungen lag im Jahr 2002 bei 50 %, im Jahr 2003 bei über 60 %. Gleichzeitig sanken bei den Großbanken die risikogewichteten Aktiva zwischen 2001 und 2002 um 43 Mrd €, zwischen 2002 und 2003 um 75 Mrd €. Das Verbriefungsvolumen betrug im Jahr 2002 beachtliche 14 Mrd € und 20 Mrd € im Jahr 2003.

Es lässt sich allerdings nicht eindeutig feststellen, wie groß der Anteil der in dieser Zeit getätigten Verbriefungen an den Veränderungen der risikogewichteten Aktiva tatsächlich war. Zum einen wirkt das Transaktionsvolumen bei einer Verbriefung nicht vollständig kapitalentlastend, da der Originator meist Positionen einbehält. Zum anderen beeinflussen auch der Einsatz von Kreditderivaten, der Verkauf von Unternehmensteilen beziehungsweise Tochterunternehmen, eine veränderte Kreditvergabe oder der Verkauf von Forderungen die Entwicklung der risikogewichteten Aktiva.⁴³⁾

... mit dem Ziel, Risikoaktiva abzubauen...

⁴² Dies gilt vor allem dann, wenn die Eigenkapitalentlastung, die Tranchierung und die Transaktionskosten bei beiden Strukturen gleich sind. Z.B. kann sowohl bei einer True-Sale-Verbriefung als auch bei einer synthetischen Transaktion über die KfW-Plattformen PROMISE oder PROVIDE eine 0 %-Risikogewichtung für die zu Grunde liegenden Forderungen erreicht werden. Außerdem sollte die Vereinfachung der rechtlichen Voraussetzungen in Deutschland sowie die künftigen regulatorischen Regelungen zu einer Annäherung der Transaktionskosten beider Strukturen führen.

⁴³ In den letzten drei Jahren wurde insbesondere der Verkauf von Portfolien notleidender Kredite (NPLs) deutscher Banken in der Öffentlichkeit verstärkt wahrgenommen. Das geschätzte Volumen für NPL-Verkäufe deutscher Banken lag im Jahr 2003 bei 3 Mrd €, im Jahr 2004 bei 12 Mrd € und im Jahr 2005 bei 18,1 Mrd € (Börsen-Zeitung, 06. Januar 2006). Da es sich hierbei zumeist um private Transaktionen handelt, ist das tatsächliche Volumen nur schwer einschätzbar. Darüber hinaus weichen die veröffentlichten Daten stark voneinander ab.

... und regulatorisches Kapital zu managen...

Mit der Reduzierung der risikogewichteten Aktiva verbesserten sich zwischen 2000 und 2003 auch die Kernkapitalquoten deutscher Großbanken von 8,8 % auf 10,4 %.⁴⁴⁾

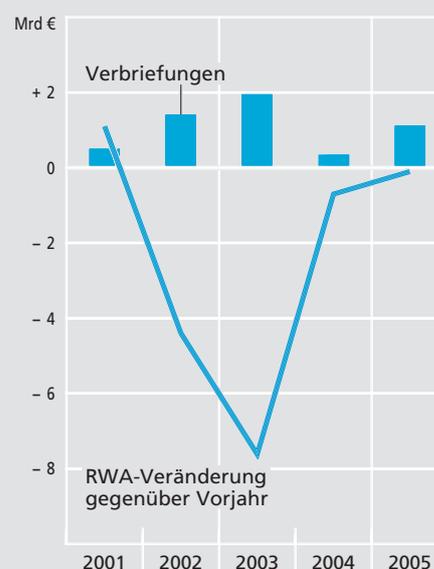
... wurde durch die Regelungen in Basel I gefördert

Der Anreiz zur regulatorischen Kapitalarbitrage wurde bislang vor allem durch die bestehenden (Basel I-)Regelungen zur Eigenkapitalunterlegung gesetzt.⁴⁵⁾ Mit den differenzierten Ansätzen von Basel II ist das Ziel verbunden, das für Kreditrisiken regulatorisch vorzuhaltende Eigenkapital und das von den Banken berechnete ökonomische Kapital einander anzunähern. Der Anreiz für Verbriefungen unter regulatorischen Gesichtspunkten wird sich damit abschwächen. Denn einerseits verringern sich – zumindest in Teilbereichen – die Kapitalanforderungen vor Verbriefung, andererseits erhöhen sich für bestimmte Positionen die Kapitalanforderungen nach Verbriefung, insbesondere für die mezzaninen und Erstverlustpositionen. Der wesentliche Einflussfaktor auf das Einsparpotenzial beim regulatorischen Eigenkapital wird künftig der Einbehalt dieser kapitaltreibenden Risikopositionen sein.⁴⁶⁾ Es ist daher zu erwarten, dass die Kreditinstitute diese Positionen in zunehmendem Maße ausplatzen werden und sich dafür, abhängig von der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, ein Nachfragepotenzial insbesondere aus dem nicht-regulierten Unternehmenssektor entwickeln wird.

Anreiz wird sich durch Basel II abschwächen

Dagegen könnten künftig vor allem vorrangige Verbriefungspositionen bei synthetischen Transaktionen in Form von CDS (auch Super Senior CDS) von den Originatoren selbst zurückbehalten werden. Denn deren

Risikogewichtete Aktiva (RWA) und Verbriefungsvolumina deutscher Großbanken



Quelle: Standard & Poor's, Moody's und eigene Berechnungen.

Deutsche Bundesbank

Risikogewicht wird für den Sicherungsnehmer in Zukunft nicht über dem Risikogewicht für den Sicherungsgeber einer entsprechenden Verbriefungsposition liegen.⁴⁷⁾ Zusätzlich spart die verbriefende Bank die CDS-Prämie auf eine Tranche, durch die ohnehin kaum ökonomisches Risiko übertragen wird. Aber auch die Entwicklung der Refinanzierungs-

⁴⁴ Median der Kernkapitalquoten der Großbanken.

⁴⁵ Mit der Entscheidung, Kreditrisiken einheitlich mit 8 % Eigenkapital zu unterlegen, wurde im Konzept von Basel I den zu dieser Zeit verbreiteten Methoden zur Risikoquantifizierung Rechnung getragen und bewusst in Kauf genommen, dass die tatsächlichen Kreditrisiken regulatorisch nicht einzeln abgebildet wurden.

⁴⁶ Vgl. Anhang I, S. 56 ff.

⁴⁷ Im STA betragen die Eigenkapitalanforderungen für Verbriefungspositionen mit sehr guter Bonität 1,6 % (RW 20 %). Die gleiche Eigenkapitalanforderung im STA gälte auch bei Ausplatzen der Senior Tranche, d. h. bei Abschluss eines CDS mit einer Bank. Im Basis-IRBA würden die Anforderungen für die Senior Tranche bei 0,56 % (RW 7 %) und die Anforderungen für eine sicherunggebende Bank bei ca. 0,01 % liegen (Annahme PD 3bp, LGD 45 %, LZ 2,5 Jahre).

oder Absicherungskosten wird bei der Gestaltung solcher Strukturen künftig eine größere Rolle spielen.

Fazit

Die Veränderung wesentlicher rechtlicher und regulatorischer Rahmenbedingungen wird einen erheblichen Einfluss auf den deutschen Verbriefungs- und Pfandbriefmarkt haben. Sowohl die Emission von Pfandbriefen als auch die Verbriefung von Forderungen werden für deutsche Banken ihre Relevanz behalten. Es sind jedoch strukturelle Verschiebungen in und zwischen diesen Märkten zu erwarten.

Auf Grund seiner besonderen Merkmale dürfte der Pfandbrief gegenüber der Verbriefung weiterhin das bevorzugte Refinanzierungsinstrument deutscher Kreditinstitute bleiben. Infolge der Abschaffung der staatlichen Haftungsgarantien für die öffentlich-rechtlichen Banken ist jedoch mit einer Verschiebung von öffentlichen zu Hypothekendarlehen zu rechnen, nicht zuletzt, weil die ausgegebenen Sparkassenbriefe nicht mehr deckungsstockfähig sind. Als Alternative können bislang als Deckung ungenutzte grundpfandrechlich besicherte Darlehen dienen. In diesem Zusammenhang dürften sowohl im Sparkassen- als auch im Genossenschaftssektor Modelle zum Bündeln von Deckungswerten verschiedener Institute an Bedeutung gewinnen.

Zyklische Volumeneffekte auf dem Pfandbriefmarkt könnten von einem Wachstum der

Kreditnachfrage und einer Erhöhung des Refinanzierungsbedarfs der Kreditinstitute auf Grund einer verbesserten konjunkturellen Aussicht für die deutsche Wirtschaft ausgehen.

Die Bedeutung von Verbriefungen als alternatives Refinanzierungsinstrument dürfte zunehmen, nicht zuletzt, weil die Beseitigung steuerlicher und rechtlicher Hindernisse True-Sale-Verbriefungen in dem bislang von synthetischen Strukturen dominierten deutschen Markt attraktiver macht. Verbriefungen werden jedoch weiterhin auf Grund der höheren Refinanzierungskosten ein komplementäres Instrument zu Pfandbriefen sein. Es bleibt abzuwarten, ob sich mit Änderung der aufsichtsrechtlichen Regelungen die Konditionen, insbesondere für die Verbriefungstranchen mit sehr guter Bonität, an diejenigen von Pfandbriefen angleichen werden. Ein positiver Effekt im Hinblick auf die Liquidität und damit auf die Spreads dürfte auch vom stark wachsenden standardisierten Handel mit strukturierten Produkten ausgehen.

Mit der Umsetzung der neuen aufsichtlichen Regelungen wird der bislang bestehende Anreiz zur regulatorischen Arbitrage mittels Verbriefungen verringert. Damit treten ökonomische Gesichtspunkte bei der Entscheidung über eine Verbriefung stärker in den Vordergrund. Da insbesondere die zurückbehaltenen Risikopositionen über die Höhe der Kapitalanforderungen entscheiden, dürfte sich der Markt für den Handel von Erstverlustpositionen weiter entwickeln. Insbesondere unregulierte Marktteilnehmer (z.B. Hedge-

fonds) können hier neue oder erweiterte Investitionsmöglichkeiten sehen.

Insgesamt werden mit den neuen rechtlichen und regulatorischen Rahmenbedingungen für

Pfandbriefe und Verbriefungen den deutschen Kreditinstituten weite Gestaltungsspielräume eröffnet und diese Instrumente zur Erreichung individueller geschäftspolitischer Ziele künftig flexibler einsetzbar sein.

Anhang I

Beispiele für den Einfluss der neuen Eigenkapitalregelungen

Die folgenden Beispiele verdeutlichen den Einfluss der neuen Eigenkapitalregelungen auf Verbriefungen, die mit dem Ziel einer regulatorischen Kapitalentlastung durchgeführt werden.⁴⁸⁾ Sie zeigen die Eigenkapitalunterlegung unter dem noch gültigen Grundsatz I.⁴⁹⁾ Zu Grunde liegt die fiktive Verbriefung eines Forderungspools privater Baudarlehen in Höhe von 1 Mrd € mit einem Risikogewicht von 50 %. Die Erstverlustposition (FLP) wird vom Originator gehalten.

Im Beispiel 1, einer True-Sale-Verbriefung, wird der Forderungspool von der Bank auf eine Zweckgesellschaft (SPV) übertragen. Diese refinanziert den Ankauf über die Ausgabe von mit Wohnimmobilien besicherten Wertpapieren (RMBS).

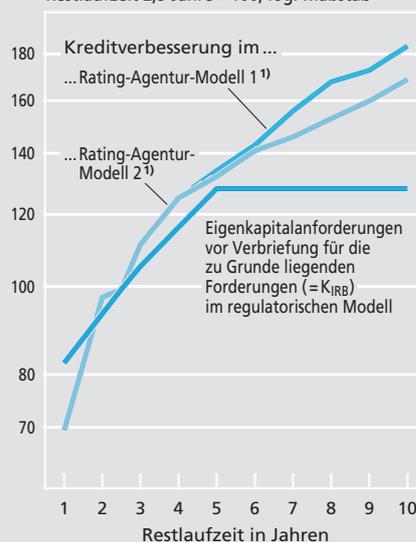
Im Beispiel 2, einer synthetischen Struktur, wird der Forderungspool durch einen Senior Credit Default Swap (CDS) mit einer Bank und einen CDS mit einem SPV abgesichert. Letzteres emittiert Credit-Linked-Notes; deren Emissionserlös in ein Wertpapierportfolio hoher Qualität investiert wird.

Beispiel 3 zeigt eine synthetische Verbriefungsstruktur über die KfW-Plattform PROVIDE. Bei der FLP wird eine Zinsunterbeteiligung⁵⁰⁾ beim Originator unterstellt.

In der Tabelle auf Seite 58 werden die Eigenkapitalanforderungen vor und nach Verbriefung unter den Grundsatz I- und den Basel II-Regelungen gegenübergestellt. Beim Originator wird im STA für das Portfolio privater Hypothekendarlehen das (künftig geltende) Risikogewicht von 35 % ein-

Einfluss der Restlaufzeit auf Eigenkapitalanforderungen und Kreditverbesserung*)

Restlaufzeit 2,5 Jahre = 100, log. Maßstab



* Für die Berechnungen wurde ein Portfolio von Unternehmenskrediten mit den gleichen Eigenschaften unterstellt. — 1 Kreditverbesserung für ein (BB-)Rating.

Deutsche Bundesbank

gesetzt. Die Ergebnisse verdeutlichen, dass insgesamt der Anreiz zur regulatorischen Arbitrage unter Basel III sinkt. Einerseits fallen teilweise die Eigenkapitalanforderungen vor Verbriefung, andererseits erhöhen sie sich für bestimmte Positionen nach Verbriefung. Der wesentliche Einflussfaktor

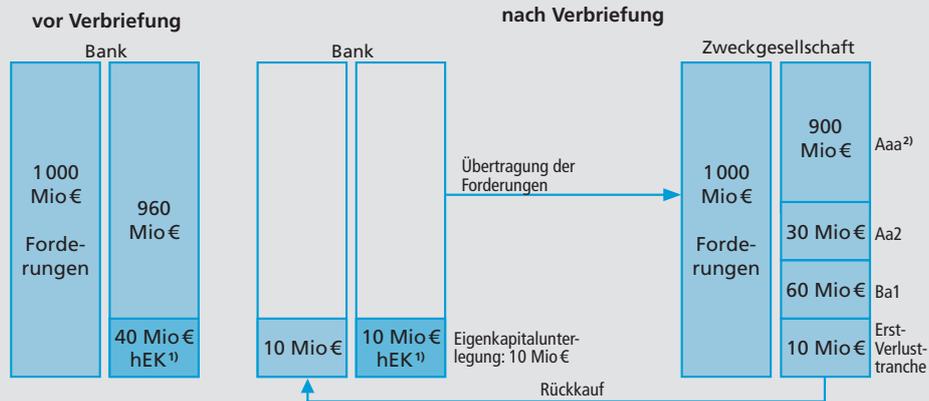
⁴⁸ Andere Kosten bleiben aus diesem Grund unberücksichtigt.

⁴⁹ Die Behandlung von Verbriefungspositionen ist im Grundsatz I nicht ausdrücklich geregelt. Nach der allgemeinen Systematik ist ein maximales Risikogewicht von 100 % vorgesehen. Erstverlustpositionen führen nach der derzeitigen Entscheidungspraxis der BaFin in der Regel zum Abzug. Ergänzend zum Grundsatz I gelten die Rundschreiben des Bundesaufsichtsamts für das Kreditwesen 4/97 für True-Sale-Verbriefungen und Rundschreiben 10/99 für Kreditderivate.

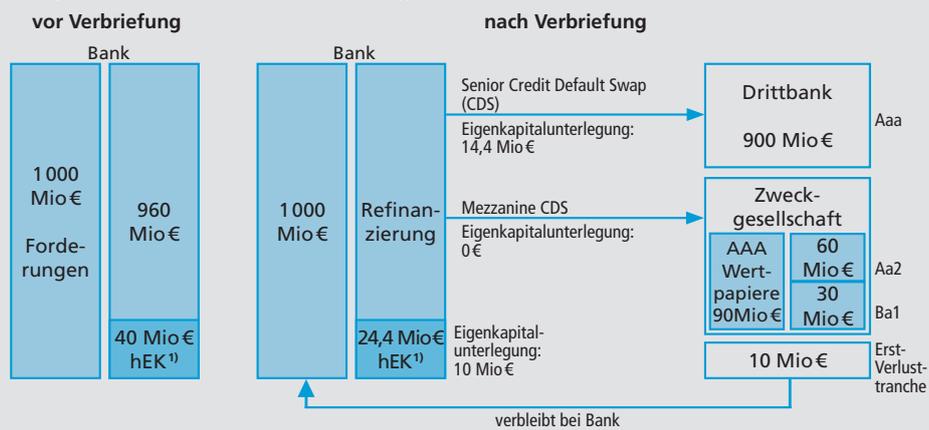
⁵⁰ Dabei handelt es sich um eine Vereinbarung, bei der die Zinserträge aus dem der Verbriefung zu Grunde liegenden Kreditportfolio für die ersten x Prozent der Verluste aus dem Portfolio haften.

Auswirkungen von Verbriefungen auf Kapitalanforderungen

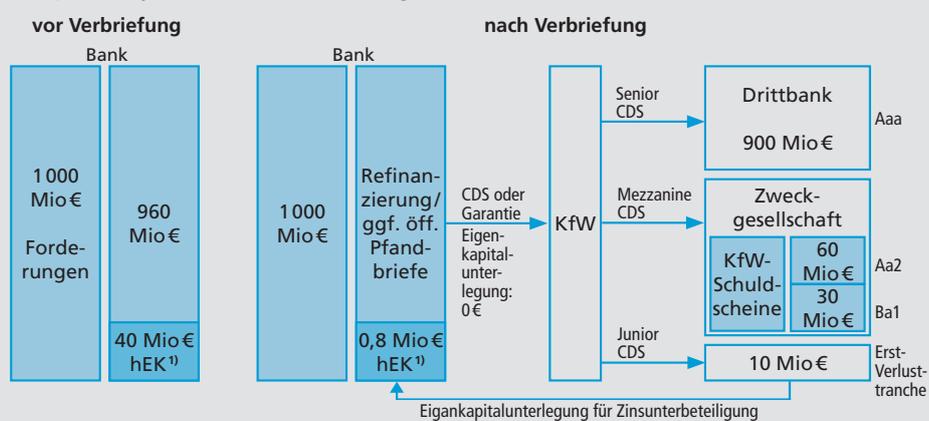
Beispiel 1: True-Sale-Verbriefung



Beispiel 2: Synthetische Verbriefung



Beispiel 3: Synthetische Verbriefung über die KfW-Plattform PROVIDE



¹ Haftendes Eigenkapital. — ² Ratings Aaa, Aa2 und Ba1 beispielhaft nach Moody's.

Vergleich der Eigenkapitalanforderungen aus Sicht eines Originators vor und nach Verbriefung unter Grundsatz I- und Basel II-STA-Regelungen

Position	Vor Verbriefung		Beispiel 1: True Sale		Beispiel 2: Synthetische Verbriefung		Beispiel 3: Synthetische Verbriefung über KfW Plattform	
	Basel I	Basel II	Basel I	Basel II	Basel I	Basel II	Basel I	Basel II
	Kredite besichert durch Wohnimmobilien		Einbehalt der Erstverlustposition		CDS mit Bank, CDS mit SPV, CDS mit Originator		Garantie mit KfW, ISP für Erstverlustposition	
Mio €	1 000		10		10	10	10	10
Risikogewicht	50 %	35 %	1:1 Abzug	1:1 Abzug	20 % RW für Super Senior Swap, 1:1 Abzug für Erstverlustposition	20 % RW für Super Senior Swap, 1:1 Abzug für Erstverlustposition	0 % RW für KfW Garantie, 100 % RW ISP	0 % RW für KfW Garantie, 1:1 Abzug ISP
regulatorische Eigenkapitalanforderungen in Mio € auf verbrieft Forderungen	40	28	10	10	24	24	1	10
reg. Eigenkapitalquote auf verbrieft Forderungen	4 %	2,80 %	1,00 %	1,00 %	2,44 %	2,44 %	0,08 %	1,00 %
Reduzierung Eigenkapitalanforderungen nach Verbriefung			75,00 %	64,29 %	39,00 %	12,86 %	98,00 %	64,28 %

Deutsche Bundesbank

auf die regulatorische Eigenkapitalersparnis ist insbesondere der Einbehalt und die Höhe der FLP.⁵¹⁾

Für IRBA-Banken sollten sich die Kapitalanforderungen für die zu Grunde liegenden Forderungen noch stärker dem ökonomisch benötigten Kapital angleichen, so dass der Anreiz zur regulatorischen Arbitrage gegenüber dem STA weiter sinken wird. Gleichwohl können sich auch hier Gründe für eine Verbriefung unter Eigenkapitalgesichtspunkten ergeben (siehe Beispiel 4).

Im Beispiel 4 handelt es sich um die Verbriefung von Darlehen an KMU. Alle Tranchen, bis auf die FLP (Tranchen E und F), die vom Originator einbehalten werden, weisen ein von einer anerkannten Rating-Agentur erstelltes Bonitätsurteil auf. Die Positionen E und F müssten nach dem RBA vom Kapital abgezogen werden. Da das Volumen bei-

der Tranchen in Höhe von 150 Mio € unter K_{IRB} (180 Mio €) liegt, führt auch die Anwendung der SF zu einem Kapitalabzug. Aus der letzten Spalte der Tabelle auf Seite 59 geht hervor, dass fast 90 % der Eigenkapitalanforderungen aus den Tranchen E und F generiert werden und diese somit die Hauptkapitaltreiber in dieser Struktur sind. Ob eine Transaktion bei Einbehalt der FLP tatsächlich zu einer Entlastung beim Originator führt, hängt sehr stark von der Differenz zwischen K_{IRB} und der Höhe der FLP ab. Mit der Annäherung beider Größen geht die Eigenkapitalersparnis gegen null. Es greift wieder die Kappung der Anforderungen nach Verbriefung auf den Betrag vor Verbriefung, im Beispiel 180 Mio €.

⁵¹⁾ Die Eigenkapitalanforderungen nach Verbriefung sind auf den Betrag der Eigenkapitalanforderungen vor Verbriefung begrenzt, d. h. im Beispiel auf 2,8 %.

Behandlung von Verbriefungen unter dem IRBA: Beispiel 4

Ratings	Tranchen	in Mio €	L	T	Inhaber der Position	RBA-Risikogewichte	regulatorisches Eigenkapital in Mio €
Aaa	Tranche A	2 400	0,2	0,8	Investor	6 %	11,52
Aaa	Tranche B	210	0,13	0,07	Investor	12 %	2,016
A2	Tranche C	150	0,08	0,05	Investor	20 %	2,4
Baa2	Tranche D	90	0,05	0,03	Investor	75 %	5,4
NR	Tranche E	60	0,03	0,02	Originator	Abzug	60
NR	Tranche F	90	0	0,03	Originator	Abzug	90
Insgesamt	.	3 000	.	1	.	.	171,336

Deutsche Bundesbank

Unterschiede zwischen K_{IRB} und der Höhe der FLP ergeben sich insbesondere daraus, dass die Eigenkapitalregelungen für Verbriefungen weitestgehend auf den Bonitätseinschätzungen externer Rating-Agenturen aufbauen und diese verschiedene Annahmen zur Bestimmung der Kreditverbesserungen (Credit Enhancement: CE) im Vergleich zur Berechnung von K_{IRB} treffen. Zum Beispiel wird im fortgeschrittenen IRBA die Restlaufzeit der Forderungen auf fünf Jahre begrenzt, dagegen sehen die Modelle der Rating-Agenturen eine solche Kappung in der Regel nicht vor.

Im Schaubild auf Seite 56 wird deutlich, dass durch die Kappung der effektiven Restlaufzeit auf fünf Jahre im fortgeschrittenen IRBA die Höhe der von

den Rating-Agenturen verlangten CE weiter ansteigt, während sich K_{IRB} nicht mehr verändert. Zum Beispiel steigt K_{IRB} bei einer Laufzeiterhöhung von zweieinhalb Jahre auf sieben Jahre um 29 %, dagegen erhöhen sich die erforderlichen CE im Modell 2 um 47 %. Diese Beobachtung legt den Schluss nahe, dass mit zunehmender Laufzeit die Eigenkapitalanforderung der Verbriefungspositionen die Anforderung vor Verbriefung übersteigt und damit die Transaktion unter regulatorischen Eigenkapitalgesichtspunkten an Attraktivität verliert. Die Laufzeit ist jedoch nur ein Einflussfaktor. Auch die Berücksichtigung von Korrelationseffekten oder der Verlustquoten führt zu Unterschieden zwischen der Höhe von K_{IRB} und der von den Rating-Agenturen bestimmten CE.

Anhang II

Glossar

ABCP (Asset-Backed-Commercial-Paper-Programm) Forderungsgedecktes Geldmarktpapierprogramm, das revolving Wertpapiere überwiegend mit einer Ursprungslaufzeit von längstens einem Jahr begibt.

ABS (Asset-Backed Securities) Allgemein durch Forderungen besicherte Anleihen, hier im engeren Sinn, als Unterkategorie des Verbriefungsmarktes verwendet.

ASW Spread (Asset Swap Spread) Auch Par Asset Swap Spread, LIBOR Spread oder EURIBOR Spread. Ist der Aufschlag auf einen variablen Zinssatz, den der Investor einer Festzins-Anleihe als Teil eines „Par Asset Swap Packets“, welches zu par bewertet ist, im Austausch gegen die Zinszahlungen aus der Festzins-Anleihe erhält. Die Höhe des Aufschlags ist abhängig von dem Ausfallrisiko des Anleihe-Emittenten und gilt als geeignetes Maß im Zusammenhang mit der Einschätzung von Kreditrisiken.

Basel III „Internationale Konvergenz der Kapitalmessung und Eigenkapitalanforderungen“ für Kreditinstitute (Baseler Ausschuss für Bankaufsicht, Juni 2004).

CE (Credit Enhancement) Kreditverbesserung. Jede vertragliche Vereinbarung zur Erhöhung der Kreditqualität eines verbrieften Portfolios, einer Verbriefungstranche oder -position, insbesondere durch Nachordnung von Zahlungsansprüchen.

CDS (Credit Default Swap) Kreditderivat ohne Refinanzierungsfunktion, Sicherungsgeber übernimmt Kreditrisiko aus einer oder mehreren Forderungen gegen Bezahlung einer Prämie durch den Sicherungsnehmer.

CLO/CDOs (Collateralized Loan / Debt Obligations) Durch Unternehmenskredite/-anleihen/et cetera besicherte Wertpapiere.

CMBS (Commercial Mortgage Backed Securities) Durch gewerbliche Immobilien besicherte Anleihen.

CRD (Capital Requirements Directive) Richtlinie der EU-Kommission zur Umsetzung von Basel II in europäisches Recht.

EAD (Exposure at Default) Forderungshöhe bei Ausfall.

ELGD (Expected Loss Given Default) Volumengewichtete Verlustquote bei Ausfall.

FLP (First Loss Position) Erstverlustposition. Ist allen anderen Tranchen nachrangig und trägt auftretende Verluste zuerst.

E-SolvV (Solvabilitätsverordnung) Zweiter Diskussionsentwurf (voraussichtliche Veröffentlichung Ende März 2006).

IAA (Internal Assessment Approach) Internes Einstufungsverfahren zur Bestimmung der Eigenkapitalanforderungen für ungeratete Verbriefungspositionen in ABCP-Programmen.

iTraxx Index, der die Entwicklung der Credit Default Swaps auf die 125 Unternehmen und Finanzunternehmen mit der höchsten Liquidität widerspiegelt .

K_{IRB} Eigenkapitalanforderungen vor Verbriefung zuzüglich der erwarteten Verlustbeiträge.

L Verlustpuffer für die Verbriefungstranche, an der die Verbriefungsposition einen Anteil hat.

M (Maturity) Restlaufzeit in Jahren.

N (Number) Anzahl der effektiven Forderungen eines verbrieften Portfolios.

NPL (Non performing loans) Notleidende Kredite: keine einheitliche Marktdefinition, grundsätzlich Kredite in Verzug.

Originator Institut, das ein verbrieftes Portfolio für seine Rechnung begründet oder dessen Portfolio zum Zweck der Verbriefung angekaufte Forderungen enthält.

PD (Probability of Default) Ausfallwahrscheinlichkeit.

RBA (Ratings Based Approach) Auf externen Ratings basierter Ansatz für IRBA-Verbriefungspositionen.

RMBS (Residential Mortgage Backed Securities) Durch private Wohnimmobilien besicherte Anleihen.

SF (Supervisory Formula) Aufsichtliche Formel zur Berechnung der Eigenkapitalanforderungen für ungeratete Verbriefungspositionen im IRB-Ansatz für Verbriefungen.

SPV (Special Purpose Vehicle) Zweckgesellschaft: Unternehmen, das zu dem ausschließlichen Zweck der Durchführung einer Verbriefungstransaktion mit der Absicht errichtet wurde, die Verpflichtungen des SPV von denen des Originators zu isolieren, und dessen Anteilseigner das Recht haben, die damit verbundenen Rechte uneingeschränkt zu verpfänden oder auszutauschen.

T (Thickness) Dicke der Verbriefungstranche, an der die Verbriefungsposition einen Anteil hat.

Verbriefungsposition Teil einer Verbriefungstranche.

Verbriefungstranche Vertraglich abgegrenzter Teil des mit dem verbrieften Portfolio verbundenen Kreditrisikos.

Verbriefungstransaktion Transaktionen mit (True-Sale-Verbriefungen) und ohne Forderungsübertragung (synthetische Verbriefungen). Dabei ist eine Verbriefungstransaktion jede einheitlich dokumentierte Transaktion, bei der unter anderem das Kreditrisiko aus einem Portfolio wenigstens auf zwei Verbriefungstranchen mit unterschiedlichen Risikoprofilen aufgeteilt wird und die Zahlungen an die Investoren von der Entwicklung des zu Grunde liegenden Portfolios abhängen.