

## VII. Finanzsektor

### Schwerpunkte

Die allgemeine Verfassung des Finanzsektors in den Industrieländern veränderte sich im Berichtszeitraum kaum. Die positive Entwicklung der meisten Geschäftssparten hielt an. Die Ertragslage profitierte von der höheren Nachfrage nach Krediten und anderen kapitalmarktnahen Dienstleistungen, der reichlich vorhandenen Liquidität und dem sehr günstigen Kreditumfeld. Auftretende Schwierigkeiten konnten die betroffenen Institute meistern. Die Eigenkapitalpolster sind offenbar ausreichend, um die Auswirkungen möglicher negativer Entwicklungen in nächster Zukunft abzufangen.

Potenzielle Gefahren sind nach wie vor untrennbar mit der künftigen gesamtwirtschaftlichen Entwicklung und dem Tempo der Korrektur finanzieller Ungleichgewichte verbunden. Bei einigen Aktivitäten gab es durchaus Anzeichen einer Abschwächung, bei anderen Hinweise auf steigende Risiken. Die Institute bleiben gemeinsamen Risiken im Zusammenhang mit einer wahrscheinlichen Rückkehr der Zinssätze auf ein üblicheres Niveau und einer möglichen Wende im Kreditzyklus ausgesetzt. Die von den Banken eingegangenen Immobilienrisiken haben zugenommen, und die Möglichkeit eines rückläufigen Kreditwachstums könnte die Bankgewinne unter Druck setzen.

Insgesamt dürften die kommenden Jahre den Finanzsektor mit größeren Herausforderungen konfrontieren als die jüngste Vergangenheit. Ein angemessenes Risikomanagement und Vorkehrungen, um erwarteten und unerwarteten Belastungen zu begegnen, sind daher das Gebot der Stunde. Aus der Sicht des Finanzsystems als Ganzes ist für das Risikomanagement die Qualität der Informationen entscheidend, die den Marktteilnehmern über die Finanzlage von anderen Akteuren und Kontrahenten zur Verfügung stehen. Ein reibungsloses Zusammenspiel der Rechnungslegungsstandards, der Handhabung der finanziellen Risiken in den einzelnen Instituten und der aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen kann das Finanzsystem stärken. Diese Themen werden im letzten Teil dieses Kapitels näher betrachtet.

### Geschäfts- und Ertragsentwicklung im Finanzsektor

Die allgemein positive Entwicklung der Finanzinstitute setzte sich im Berichtszeitraum fort. Mit wenigen Ausnahmen blieb die Ertragslage gut, und die Segmente, die mit widrigen Umständen konfrontiert waren, vermochten diesen ohne übermäßige Anspannung standzuhalten. Der noch immer steigende Wettbewerbsdruck führte jedoch zu einer weiteren Verengung der Gewinnmargen, die durch das rasche Umsatzwachstum kompensiert werden konnte.

Veränderungen im gesamtwirtschaftlichen Umfeld könnten dieses Wachstum beeinträchtigen.

### Geschäftsbanken

Hohe Gewinne  
trotz rückläufiger  
Zinsmargen

In den meisten Regionen wiesen die Banken robuste Ergebnisse aus, die den Trend der letzten Jahre fortsetzten. Die Nettozinsmargen wurden aufgrund des Wettbewerbsdrucks und der sich abflachenden Renditenstrukturkurven noch schmaler, vor allem in den USA. Der Anstieg der Zinserträge war somit in erster Linie auf die dynamische Kreditvergabe zurückzuführen, die die engeren Margen kompensierte. Die Rendite der Aktiva veränderte sich kaum, was weitgehend den sinkenden Betriebskosten und dem minimalen Wertberichtigungsaufwand zuzuschreiben war, während der Anteil der zinsunabhängigen Erträge stabil blieb (Tabelle VII.1).

Die US-Banken wiesen im Jahr 2005 Rekordgewinne aus; die Renditen von Aktiva und Eigenkapital erreichten fast die historischen Spitzenwerte von 2003. Auch die großen europäischen Banken verzeichneten eine gute Rentabilität; Vergleiche mit den Vorjahren werden allerdings dadurch erschwert, dass die meisten Finanzausweise erstmals gemäß internationalen Rechnungslegungsstandards (International Financial Reporting Standards, IFRS) erstellt wurden. Auswirkungen auf die ausgewiesenen Zahlen – u.a. für Nettozinsmargen, leistungsgestörte Kredite und Kapital – waren zwar erkennbar, doch scheint die neue Rechnungslegungspraxis nicht zu übermäßigen Schwankungen in den Finanzausweisen geführt zu haben.

Wachstum des  
Retailgeschäfts ...

Entscheidend für die gute Ertragslage der Banken war nach wie vor das Retailgeschäft. In vielen Ländern hatten Hypotheken den Hauptanteil am

Rentabilität großer Banken <sup>1</sup>												
In Prozent der durchschnittlichen Bilanzsumme												
	Gewinn vor Steuern			Wertberichtigungen			Nettozinsspanne			Betriebskosten		
	2003	2004	2005	2003	2004	2005	2003	2004	2005	2003	2004	2005
USA (12)	2,20	1,81	2,06	0,37	0,24	0,23	2,99	2,86	2,65	3,77	3,75	3,32
Kanada (5)	1,08	1,23	1,01	0,25	0,06	0,10	2,16	1,99	1,79	3,26	2,93	3,00
Japan <sup>2</sup> (15)	0,11	0,26	0,84	0,81	0,47	0,22	1,08	0,98	1,07	2,14	1,59	1,42
Australien (4)	1,63	1,48	1,76	0,23	0,18	0,16	2,33	2,09	2,06	2,39	2,18	2,08
Vereinigtes Königreich <sup>3</sup> (9)	1,24	1,16	0,99	0,43	0,30	0,29	2,12	1,78	1,44	2,62	2,25	1,80
Schweiz <sup>3, 4</sup> (5)	0,42	0,67	0,67	0,03	-0,01	-0,01	0,99	0,87	0,65	2,78	2,46	2,39
Schweden <sup>3</sup> (4)	0,87	1,04	0,91	0,11	0,03	0,00	1,61	1,43	1,02	1,63	1,40	1,05
Österreich <sup>3</sup> (3)	0,61	0,78	0,85	0,37	0,34	0,31	1,86	1,83	1,64	2,58	2,41	2,09
Deutschland <sup>3, 4</sup> (9)	0,04	0,17	0,41	0,28	0,23	0,08	0,81	0,73	0,66	1,58	1,48	1,25
Frankreich <sup>3, 4</sup> (7)	0,68	0,80	0,70	0,19	0,11	0,07	1,17	1,03	0,85	2,07	1,80	1,36
Italien <sup>3</sup> (6)	0,80	0,87	1,07	0,51	0,42	0,21	2,12	1,92	1,63	2,99	2,65	1,99
Niederlande <sup>3, 4</sup> (4)	0,69	0,51	0,60	0,21	0,08	0,06	1,69	1,30	1,11	2,12	1,56	1,35
Spanien <sup>3, 4</sup> (5)	1,61	1,37	1,46	0,49	0,35	0,30	3,02	2,29	2,07	3,17	2,49	2,17

<sup>1</sup> Anzahl der einbezogenen Banken in Klammern. <sup>2</sup> 2005: auf das Jahr hochgerechnete Daten basierend auf Finanzausweisen für das erste Halbjahr. <sup>3</sup> 2005: Daten auf IFRS-Basis. <sup>4</sup> 2005: vorläufige Daten.

Quelle: Fitch Ratings. Tabelle VII.1

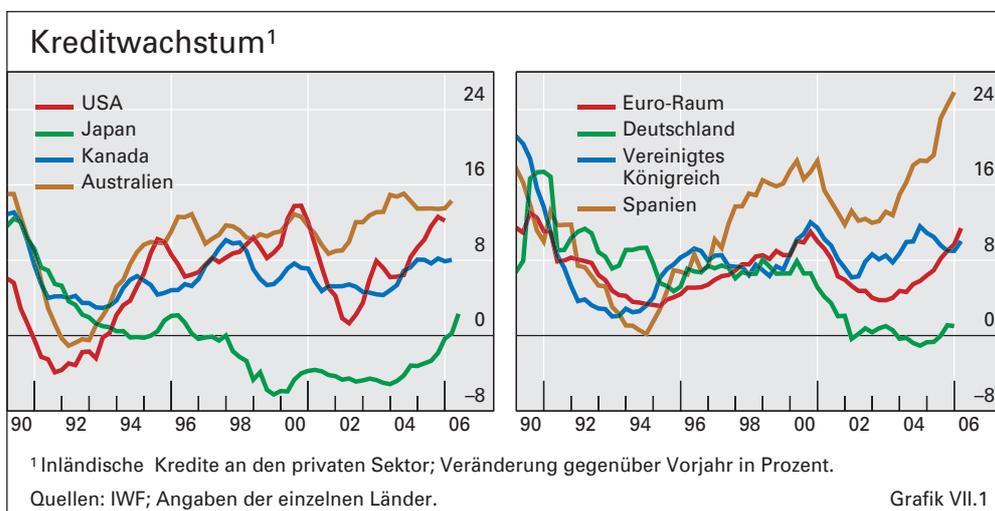
Kreditwachstum. In Frankreich und Spanien trieb das florierende Hypothekenkreditgeschäft angesichts lebhafter Märkte für Wohnimmobilien die Erträge in die Höhe. Hinzu kamen zinsunabhängige Erträge aus der Vermögensverwaltung und dem Verkauf von Pensions- und Versicherungsprodukten. Die anhaltende Ausweitung des Retailgeschäfts ließ kaum Anzeichen einer Abschwächung erkennen, und in Ländern mit noch immer relativ geringer Verschuldung der privaten Haushalte, wie z.B. Italien, könnte sie sich durchaus auch künftig fortsetzen.

In den einzelnen Ländern vollzog sich das Kreditwachstum unterschiedlich schnell, sodass ein uneinheitliches Gesamtbild entstand (Grafik VII.1). In Ländern mit schwachem Kreditwachstum verbesserte sich die Lage etwas, während andere – darunter Australien, Kanada und das Vereinigte Königreich – einen leichten Rückgang verzeichneten. Das mit 11% robuste Kreditwachstum des Euro-Raums verdeckt erhebliche Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern. In Deutschland stagnierte die Kreditvergabe beinahe; in Spanien hingegen, wo die Banken von solidem Wachstum sowohl im Inland als auch in Lateinamerika profitierten, nahm sie so stark zu, dass die Refinanzierung durch Einlagen schwierig wurde. Die Kreditvergabe an Unternehmen gewann auf beiden Seiten des Atlantiks an Dynamik. Bei Unternehmenskrediten wurden die Kreditrichtlinien gelockert, während sie Berichten zufolge bei den Krediten an private Haushalte im Wesentlichen unverändert blieben. In den USA zog das Wachstum der Unternehmenskredite mit dem der Hypothekenkredite gleich, während die Gewährung von Verbraucherkrediten zurückging.

Auf der Kostenseite kamen den Banken nach wie vor die früheren Umstrukturierungen und Rationalisierungen zugute, während das günstige Kreditumfeld dazu beitrug, den Anteil notleidender Kredite weiter zu verringern, insbesondere bei gewerblichen Krediten und Hypotheken. Dementsprechend gingen die Wertberichtigungen für Kreditausfälle in einigen Ländern auf historische Tiefstände zurück, da die Banken nicht von größeren Kreditereignissen betroffen waren. Seit 2004 wurden keine Insolvenzen von US-Banken mehr gemeldet; dies ist die längste Zeitspanne ohne Bankinsolvenz seit über 70 Jahren. Mithilfe der Diversifizierung von Standorten und Geschäftssparten

... und der Kreditnachfrage

Niedrige Kreditkosten



konnten die Banken verschiedene Herausforderungen meistern, darunter Naturkatastrophen, Rechtsstreitigkeiten und eine flacher werdende Renditenstrukturkurve. In den USA beschränkten sich Kreditausfälle weitgehend auf Verbraucherkredite, insbesondere das Kreditkartengeschäft. Änderungen des Insolvenzrechts können nur einen Teil der Welle an Privatkonkursen von Ende 2005 erklären; die Finanzlage der Verbraucher ist offenbar generell angespannt. Im Vereinigten Königreich scheint die Wende im Kreditzyklus bereits stattgefunden zu haben. Höhere Zinsen und steigende Nebenkosten, gepaart mit der Abkühlung des Wohnimmobilienmarktes, führten bei hochverschuldeten britischen Verbrauchern zu Anspannungen. Die Zahl der Privatkonkurse stieg, und mit ihr erhöhten sich die Zahlungsrückstände und Wertberichtigungen der Banken bei Privatkrediten einschließlich der Kreditkarten. Angesichts ihrer Rentabilität, Kosteneffizienz und Diversifizierung dürften die britischen Banken jedoch eine etwaige Verschlechterung der Lage verkraften können.

Stärkere Bilanzen in Japan

In Japan stärkte der Rückgang des Aufwands für Kredite die Bankbilanzen. Mit dem besten Ergebnis der jüngsten Geschichte ließen die japanischen Banken mehr als ein Jahrzehnt der Schwäche hinter sich. Sinkende Kreditausfallkosten trugen zu deutlich positiven Nettoerträgen bei. Dank der besseren Verfassung der Unternehmen verringerte sich das Problem der notleidenden Kredite weiter. Der Anteil solcher Kredite an der Bilanzsumme der großen Banken ging erneut zurück. Auch einbehaltene Gewinne verbesserten die Qualität der Eigenkapitalbasis der Banken; der Anteil öffentlicher Mittel an ihrem Kernkapital schrumpfte auf unter 20%. Unterstützt wurde die Rückkehr zur Rentabilität durch unrealisierte Gewinne in Aktienbeständen, die höher sein dürften als mögliche Verluste in Anleiheportfolios, sollten die Zinssätze steigen (Kapitel IV). Doch vor allem verspricht der allgemeine wirtschaftliche Aufschwung ein wieder profitables Kreditgeschäft: Erstmals seit 1994 war das Kreditwachstum positiv.

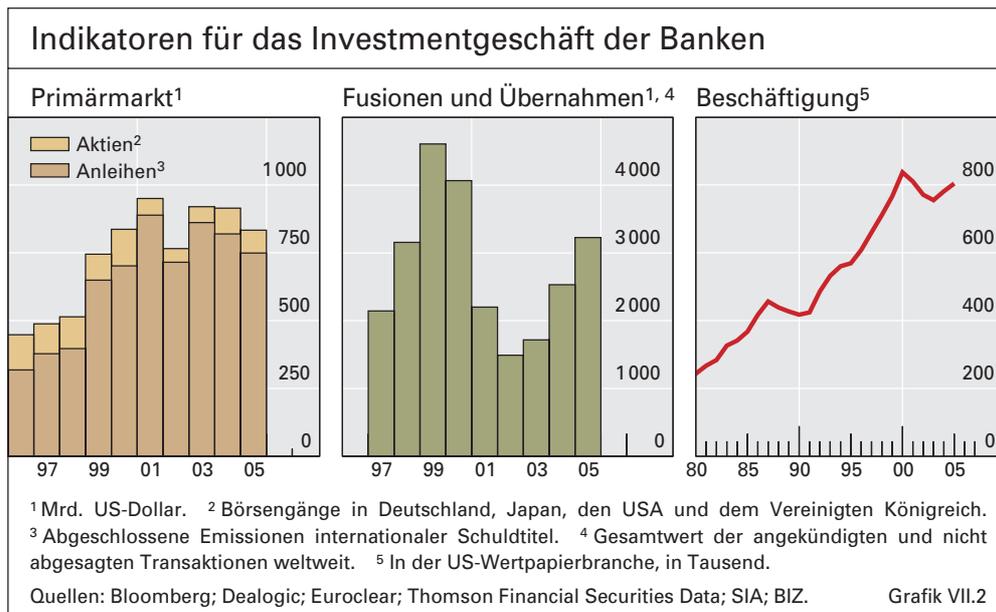
Konsolidierung in Europa

Das Streben nach Wachstum mit dem Retailgeschäft im Mittelpunkt und die Aussicht auf Kostenvorteile durch Größe haben das Interesse an einer Konsolidierung im Bankensektor wach gehalten. Die letzte inländische Konsolidierungswelle bei den größeren Banken in den USA ließ noch Spielraum für kleine und mittelgroße Zusammenschlüsse mit dem Ziel einer besseren regionalen Diversifizierung. Weniger einheitlich waren die Veränderungen im europäischen Wettbewerbsumfeld. Die Bildung von genossenschaftlichen Netzwerken kleinerer inländischer Retailbanken schritt in Deutschland und Frankreich weiter fort. Neu war jedoch die Zahl größerer grenzüberschreitender Transaktionen. Oft spielten italienische Banken eine Schlüsselrolle, sei es als Übernahmeziel oder als übernehmende Partei, doch gab es auch Fusionen, die Banken an der Peripherie des Euro-Raums betrafen.

### *Investment-Banking*

Gewinnwachstum dank Fusionen und Übernahmen

Für Investmentbanken war das Jahr außerordentlich profitabel. Eigenkapitalrenditen in der Größenordnung von 15–30% spiegelten ungewöhnlich hohe Gewinne in vielen Geschäftsbereichen wider. Zusätzlich zu den Erträgen des traditionellen Investment-Banking konnten viele Häuser erhebliche Handelsgewinne



erzielen. Ein wichtiger Motor der herkömmlichen Erträge war der Boom der Fusionen und Übernahmen (Grafik VII.2 und Kapitel VI). Hiervon profitierten sowohl das Beratungsgeschäft als auch das Emissionsgeschäft im Zusammenhang mit der Finanzierung der Transaktionen. Angesichts der Höhe der Unternehmensgewinne und der potenziell in Aussicht stehenden Fusionen und Übernahmen (bei denen Größe und Verschuldungstoleranz offenbar zunehmen) erwarten Analysten ein weiterhin lebhaftes Geschäft in dieser Sparte.

Die Gebühreneinnahmen aus dem Emissionsgeschäft und aus der Beratung bei Fusionen und Übernahmen konzentrierten sich auf die erstrangigen Investmentbanken. Diese Institute finanzierten auch größere Positionen als in den Vorjahren durch Repo-Geschäfte. Der lebhafte Handel mit Rohstoffen und Energiewerten, aber auch das Geschäft im Zusammenhang mit Private-Equity-Fonds waren bedeutende neue Einkommensquellen. Darüber hinaus profitierten die Investmentbanken von anderen Geschäftssparten einschließlich der Emission von Kreditprodukten und Maklerdiensten für Hedge-Fonds. Die Branche expandiert und stellt laufend neue Mitarbeiter ein; damit wird ein großer Teil der Straffungen zu Beginn dieses Jahrzehnts rückgängig gemacht.

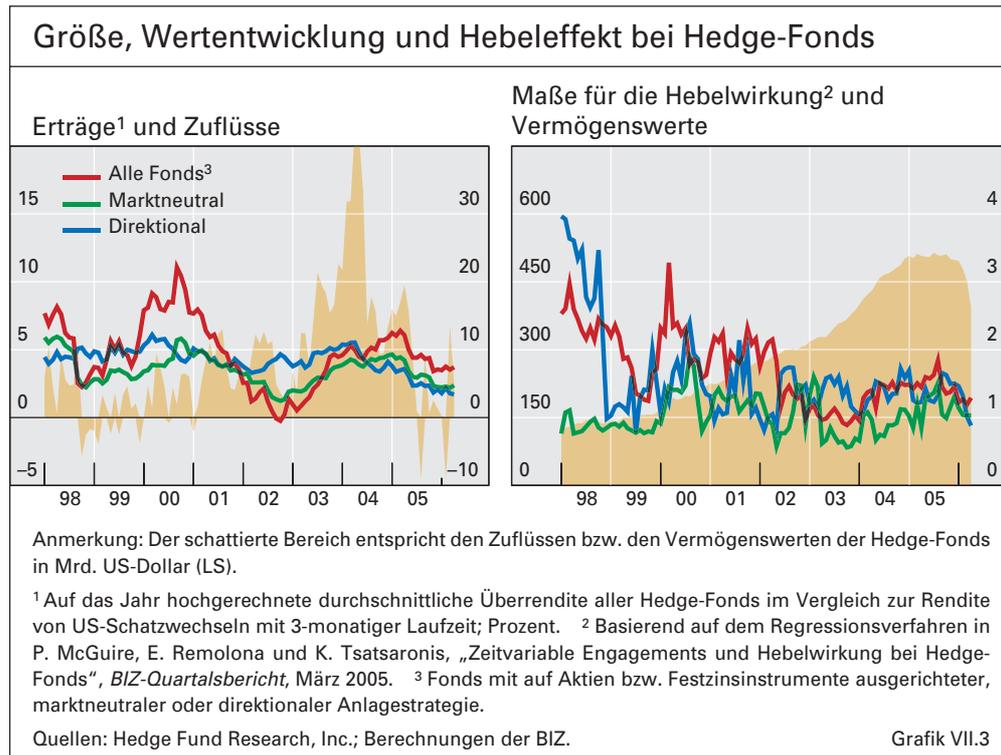
Expansion

### Hedge-Fonds

Nach einer Periode raschen Wachstums in der ersten Hälfte der laufenden Dekade bekamen die Hedge-Fonds im vergangenen Jahr die Kehrseite des Erfolgs zu spüren. Die Performance verschlechterte sich, die Neuinvestitionen nahmen ab, und das Interesse institutioneller Anleger machte weitere Änderungen des operativen Rahmens erforderlich.

Im Jahr 2005 waren die Ergebnisse bei allen Hedge-Fonds-Anlagestrategien rückläufig. Dies dürfte wohl darauf zurückzuführen sein, dass immer mehr Fondsmanager eine begrenzte Palette lukrativer Anlagemöglichkeiten nutzen wollen (Grafik VII.3). Ein weiteres Indiz hierfür war die Verringerung des Performance-Abstands der unterschiedlichen Anlagestrategien.

Rückläufige  
Ergebnisse ...



... geringere  
Mittelzuflüsse ...

Entsprechend dieser verhaltenen Entwicklung kühlte auch das Anlegerinteresse gemessen an den Mittelzuflüssen der Hedge-Fonds ab. Zum ersten Mal seit dem Fall LTCM verzeichnete die Branche 2005 in mehreren Monaten Nettoabflüsse. Darüber hinaus wurden weniger neue Fonds aufgelegt, die die übliche „Schließrate“ der Branche hätten ausgleichen können.

... und  
konventionellere  
Fondsprofile

Trotz der rückläufigen Ergebnisse wurde immer deutlicher, dass Hedge-Fonds zu einer akzeptablen Anlageoption für traditionelle institutionelle Anleger geworden sind. Die Verbindungen zwischen dieser Branche und etablierteren Instituten, die in der Vermögensverwaltung oder im Privatbankgeschäft tätig sind, wurden noch enger, und viele dieser Institute nahmen Hedge-Fonds-Anteile in das Portfolio der den Kunden angebotenen Produkte auf. Häufig erwarben diese Akteure dabei einfach bestehende Dachfondsstrukturen. Auch die nachhaltige Verengung der Schwankungsbreite der Erträge einzelner Fonds während der letzten Jahre ist eine Folge des Zuflusses institutioneller Mittel in Hedge-Fonds, denn dieser war mit höheren Ansprüchen an Risikomanagement, Finanzausweise und Kohärenz der Anlagestrategie verbunden.

#### *Private Equity*

In den vergangenen Jahren war eine erhebliche Zunahme der Aktivität von Private-Equity-Fonds zu beobachten, und zwar sowohl bei der Mittelbeschaffung als auch bei der Mitwirkung an Wechseln in der Kontrolle von Unternehmen. Es gibt mehrere Gründe für das gestiegene Interesse an Private-Equity-Investitionen, darunter die Enttäuschung der Anleger über die öffentlich zugänglichen Aktienmärkte nach dem Platzen der Technologieblase, das renditeschwache Umfeld und die äußerst günstigen Liquiditätsbedingungen.

Da bei Private-Equity-Anlagestrategien die Fremdfinanzierung eine erhebliche Rolle spielt, gibt dieser Boom allerdings auch Anlass zu Bedenken hinsichtlich seiner potenziellen Folgen für die Finanzstabilität.

Private-Equity-Fonds sind spezialisierte Anlegerpools, die Beteiligungskapital für informationsintensive Unternehmen mit hohem Risiko beschaffen. Es gibt zwei Haupttypen solcher Fonds. Der erste beschafft Kapital für Unternehmen, die keinen Zugang zu den öffentlichen Aktienmärkten haben – z.B. neu gegründete Unternehmen mit hohem Wachstumspotenzial, die noch keine etablierte Erfolgsgeschichte vorzuweisen haben, aber auch mittelgroße Firmen, die Kapital benötigen, um finanzielle Schwierigkeiten zu überwinden, ihre Kapitalstruktur zu verändern oder eine Übernahme zu finanzieren. Der zweite Typ ist auf Übernahmen börsennotierter Unternehmen mit nachfolgendem Delisting spezialisiert. Diese Übernahmen werden in der Regel teilweise fremdfinanziert, sodass der Verschuldungsgrad der übernommenen Firma erheblich steigt. Der finanzielle Nutzen wird mittelfristig mit Dividenden und schließlich durch den Verkauf des Unternehmens entweder am privaten Markt oder in Form eines Börsengangs erzielt.

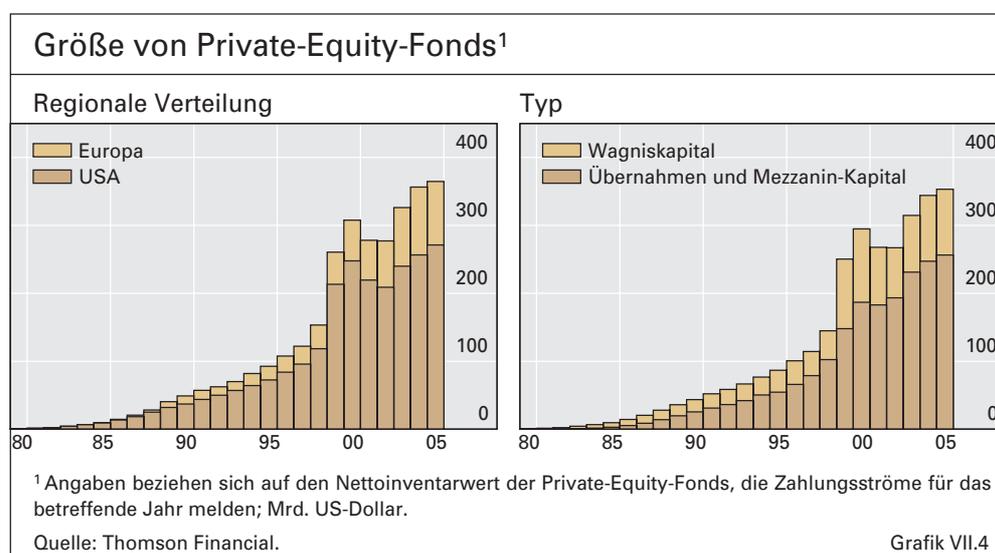
Private-Equity-Fonds sind ähnlich wie Kommanditgesellschaften organisiert, und die Anreizstrukturen der Teilhaber ähneln denen anderer aggressiver Anlagevehikel, z.B. Hedge-Fonds. Die Transaktionen, an denen sich die Fonds beteiligen, erfordern in hohem Maße finanzielles Gespür, Managerfähigkeiten und unternehmerisches Denken, da die Teilhaber sich aktiv in die Führung der Unternehmen einschalten, in die die Fonds investieren. Die Teilhaber werden durch großzügige Vergütungsstrukturen und leistungsbezogene Bezahlung belohnt; darüber hinaus teilen sie sich mit den externen Anlegern die interne Rendite des investierten Kapitals, für die ein ehrgeiziges Ziel gesteckt wird. Die Fonds beschaffen die Mittel von vermögenden Privatanlegern, verschiedenen institutionellen Anlegern wie Pensionsfonds und Stiftungen sowie von anderen Finanzinstituten oder Nichtfinanzunternehmen.

Seit den späten 1990er Jahren ist die Private-Equity-Branche ganz beträchtlich gewachsen. Auf eine Periode rasanter Zunahme der von Fonds aller

Private-Equity-Fondsstrukturen ...

... belohnen die Übernahme von Risiken

Jüngster Boom des Gesamtgeschäfts ...



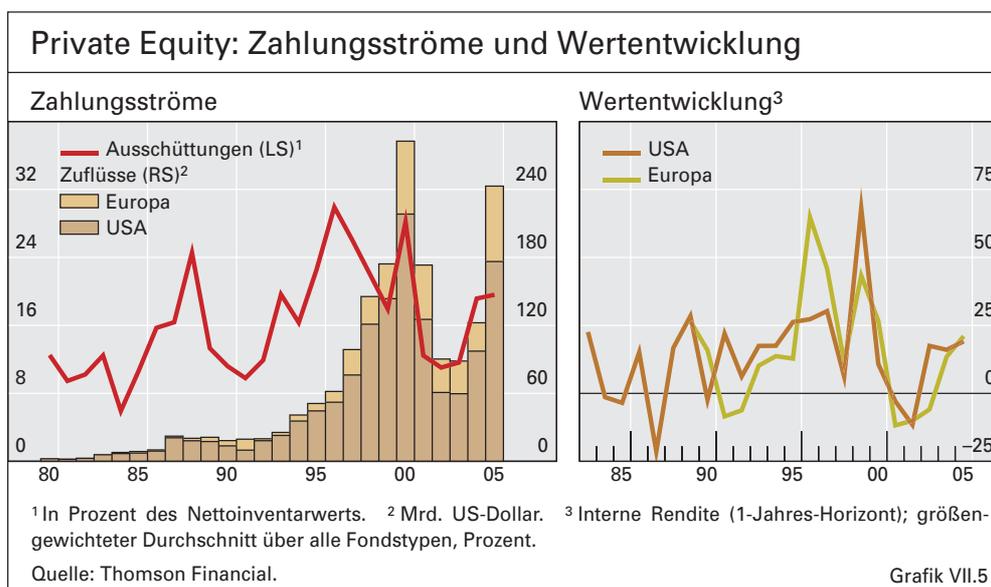
Kategorien verwalteten Mittel während des Booms der Technologiewerte folgte eine moderate und vorübergehende Abschwächung, aber in den letzten beiden Jahren zog das Wachstum wieder an (Grafik VII.4). Zwar operiert die Mehrheit der Fonds in den USA, doch seit Kurzem verzeichnen europäische Fonds ein stärkeres Wachstum. Historisch entfällt der größte Teil der Vermögenswerte in der Private-Equity-Branche auf Übernahmefonds. Ein leichter Abwärtstrend ihres Gesamtanteils um den Höhepunkt der Internetblase kehrte sich in jüngster Zeit infolge einer neuen Welle von Fusionen und Übernahmen um (Kapitel VI).

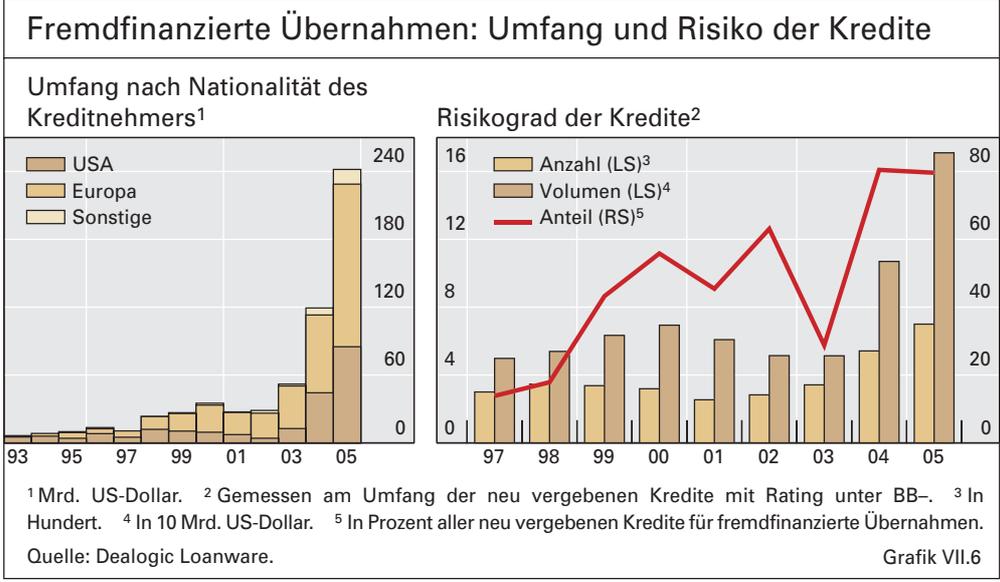
... der Mittelbeschaffung ...

Im Laufe der letzten beiden Jahre ist das weltweit von diesen Fonds beschaffte Mittelvolumen steil angestiegen: Im Jahr 2005 erreichte es mit \$ 240 Mrd. einen Wert, der nur im Jahr 2000, auf dem Gipfel des Technologiebooms, übertroffen wurde (Grafik VII.5). Einem ähnlichen Muster folgten die Auszahlungen an Anleger, die allerdings eine ausgeprägtere Volatilität zeigten. Es gibt jedoch Anzeichen dafür, dass einzelne Fonds derzeit Ausschüttungen an Anleger und Teilhaber vermehrt vorziehen, statt sie erst nach Veräußerung ihrer Beteiligungen vorzunehmen. Die hohen durchschnittlichen Renditen der Private-Equity-Fonds erklären, warum sie trotz ihrer Volatilität und relativen Illiquidität für externe Anleger von Interesse sind (Grafik VII.5 rechts).

... und fremdfinanzierter Übernahmen

Die Geschäftszyklen der Private-Equity-Fonds sind mit der Verfügbarkeit und den Kosten von Kapital sowie den allgemeinen Trends der Unternehmensbilanzen verbunden. Fremdfinanzierte Übernahmen (Leveraged Buy-Outs, LBO) werden durch niedrige Zinssätze begünstigt und betreffen gewöhnlich Unternehmen, deren konservative Kapitalstruktur sich negativ auf ihren Aktienkurs auswirkt. Zu vermehrten fremdfinanzierten Übernahmen kam es in der Vergangenheit bei Marktinnovationen (z.B. dem Boom der Junk-Bonds Ende der 1980er und dem der Wagnisfinanzierungen von Internetfirmen in den späten 1990er Jahren). Für den gegenwärtigen Geschäftszyklus scheinen auch niedrige Finanzierungskosten sowie eine größere Toleranz gegenüber Risiken und hohen Verschuldungsgraden von Bedeutung zu sein. Internationale





Konsortialkredite, die für solche Übernahmen arrangiert werden, verzeichneten in jüngster Zeit einen beachtlichen Anstieg; im Jahr 2005 beliefen sie sich insgesamt auf über \$ 240 Mrd. und wurden mehrheitlich für Schuldner in Europa bereitgestellt (Grafik VII.6). Gleichermäßen auffällig war die Verschlechterung der Kreditqualität dieser Fazilitäten. Rund 80% aller Kredite für fremdfinanzierte Übernahmen werden als hochrentierend klassifiziert – gut das Sechsfache des Anteils hochrentierender Kredite am gesamten Markt für Konsortialkredite.

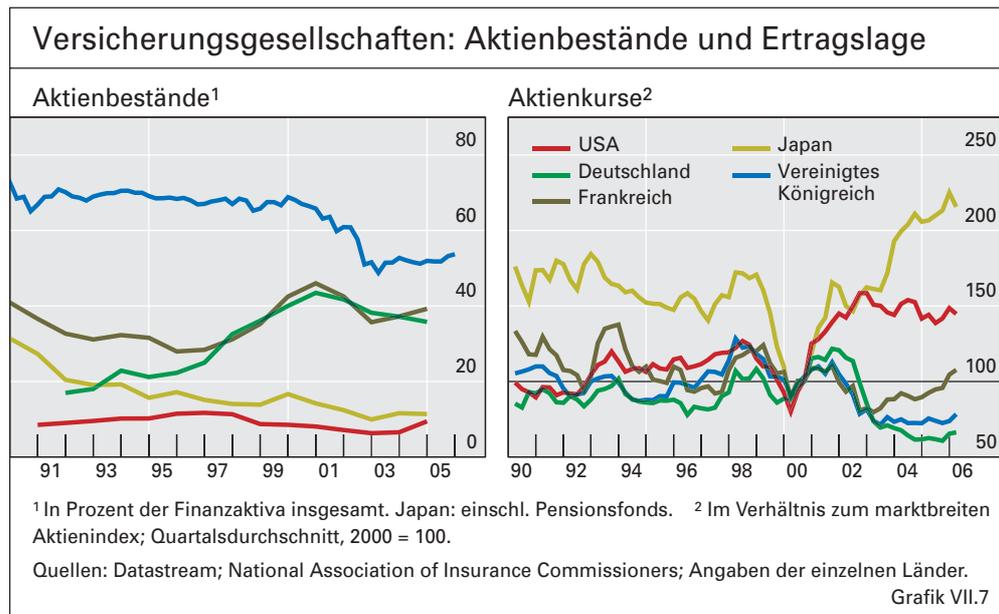
*Versicherungsgesellschaften*

Die Ertragslage der Lebensversicherungsgesellschaften profitierte 2005 von den günstigen Finanzmarktbedingungen. Für Nichtlebensversicherer und Rückversicherer hingegen war das Jahr 2005 das kostspieligste ihrer Geschichte, vor allem infolge hoher Leistungsansprüche nach Naturkatastrophen.

Die Finanzkraft der Lebensversicherer verbesserte sich weiter. Die positive Entwicklung der Aktienmärkte führte zu besseren Anlageergebnissen und höheren Eigenkapitalpolstern (Grafik VII.7). Die japanischen Lebensversicherer erhöhten ihre Solvabilitätsspanne, da die Prämieinnahmen stiegen, die Zahl der Policenkündigungen zurückging und die Belebung des Aktienmarktes unrealisierte Kapitalgewinne einbrachte. Angesichts günstigerer Aussichten an den Aktienmärkten wuchs im Vereinigten Königreich und in Frankreich die Beliebtheit fondsgebundener Versicherungsprodukte mit Kapitalbildungscharakter. Einige europäische Lebensversicherer wurden jedoch noch durch hohe garantierte Verzinsungen – bei niedrigen langfristigen Zinssätzen – belastet, sodass der Druck auf ihre Solvabilität nicht ganz verschwand.

Starker Wettbewerb, verbesserte Kapitalisierung und das Streben nach höherer operativer Effizienz förderten die Konsolidierung der Lebensversicherungsbranche. In Europa äußerte sich dieser Trend in den letzten beiden Jahren hauptsächlich in Fusionen und Übernahmen kleinerer Gesellschaften. Dagegen gliederten in den USA große Finanz- und Nichtfinanzkonzerne ihr Lebensversicherungsgeschäft aus oder verkauften es an andere Versicherer.

Lebensversicherer stärker



Ein potenzielles Risiko für Lebensversicherer ergibt sich daraus, dass veranschlagte Erhöhungen des Langlebigerisikos nur allmählich in die Bilanzbewertungen einbezogen werden. Auch sind die Transfermechanismen für diesen Risikotyp nach wie vor nicht ausgereift. Die Nachfrage nach sogenannten Longevity-Bonds ist vorerst ebenso begrenzt wie die Fähigkeit der Rückversicherungsbranche, dieses Risiko zu übernehmen.

Rekordansprüche  
an Nichtlebens-  
versicherer ...

Die Nichtlebensversicherer sahen sich 2005 mit Rekordansprüchen konfrontiert, die etwa doppelt so hoch gewesen sein dürften wie 2004. Den größten Teil der weltweiten Versicherungsschäden verursachten drei karibische Wirbelstürme. Durch sie erlitten die Gebäude- und Schadenversicherer in den USA ihre gemessen an der Größe der Branche höchsten Katastrophenverluste seit dem Erdbeben von San Francisco im Jahr 1906. Trotz der daraus folgenden Verschlechterung des Underwriting-Ergebnisses erwiesen sich die US-Nichtlebensversicherer als widerstandsfähig, nicht zuletzt dank gestiegener Anlageerträge und des Risikotransfers zu Rückversicherern.

... gut verkraftet

Hohe Anlageerträge und eine ausreichende Diversifizierung ermöglichten es den meisten Rückversicherern, die umfangreichen Ansprüche nach den Katastrophen des letzten Jahres zu verkraften. Bei einigen spezialisierten Rückversicherern mit Sitz auf den Bermudas verschlechterte sich jedoch die Eigenkapitalsituation, und ihr Rating wurde herabgestuft. Ein Aufwärtstrend der Versicherungsschäden, verursacht durch die zunehmende Heftigkeit der Stürme, die höhere Bevölkerungsdichte und steil ansteigende Immobilienwerte in den Küstenregionen, stellt die Branche vor eine anhaltende Herausforderung.

Regulatorische  
Herausforderungen  
in Europa

Die europäische Versicherungsbranche sieht sich etlichen Änderungen der institutionellen Rahmenbedingungen gegenüber. Das Projekt Solvabilität II schritt im Berichtszeitraum weiter voran, und es fanden zahlreiche Gespräche zwischen Behörden und der Branche statt. Dabei dürfte das Risikomanagement im Versicherungswesen noch größeres Gewicht erhalten. In der Umsetzung wird es zu Wechselwirkungen zwischen dem neuen Regelwerk über

Solvabilitätsanforderungen für europäische Versicherungsgesellschaften und den beabsichtigten Änderungen der Rechnungslegungsgrundsätze kommen. 2005 begann die Einführung der IASB-Standards in Europa, und ihre Auswirkungen sind noch unklar. Im aktuellen Stadium der Umsetzung kann es zu Schwankungen der ausgewiesenen Erträge der Versicherungsgesellschaften kommen, da der Ausdehnung der Fair-Value-Bilanzierung auf weitere Aktiva keine entsprechenden Bewertungsgrundsätze bei den Passiva gegenüberstehen. In Erwartung der möglichen vollen Umsetzung der Fair-Value-Methode auch bei den Passiva sind die Versicherungsgesellschaften nun bestrebt, Aktiva und Passiva aufeinander abzustimmen, indem sie verstärkt in langfristigen Anleihen anlegen und ihr Aktienengagement verringern (Kapitel VI).

### *Pensionsfonds*

Betriebliche Pensionsfonds waren in den letzten Jahren von mehreren Entwicklungen betroffen, die Analysten und Aufsichtsinstanzen aufmerken ließen. Durch das renditeschwache Anlageumfeld zu Beginn dieses Jahrzehnts verschlechterte sich der Deckungsgrad. Die Erträge der Aktiva in den Portfolios waren gering, und infolge niedriger Abzinsungsfaktoren erhöhte sich der Wert der Verbindlichkeiten. Erschwerend kam hinzu, dass viele Trägerunternehmen das sehr günstige Anlageumfeld der zweiten Hälfte der 1990er Jahre genutzt hatten, um – auf der Basis optimistischer Extrapolationen außerordentlich hoher Erträge – die Beiträge zu senken.

Deckungslücken bei Pensionsfonds

Einige bedeutende Änderungen des institutionellen Rahmens von betrieblichen Rentensystemen dürften deren Profil und Anlageverhalten auf Dauer beeinflussen. In mehreren Ländern werden neue Vorschriften eingeführt, wonach die Träger von Pensionsfonds bereits bei einer geringeren Unterdeckung als zuvor die Beiträge erhöhen müssen. Zudem geht in neuen Rechnungslegungsstandards die Tendenz dahin, Aktiva und Passiva von Vorsorgeeinrichtungen vermehrt zum aktuellen Marktwert zu bewerten. Dies schränkt den Ermessensspielraum der Trägerunternehmen ein, bei den Aktiva prognostizierte Erträge zu verwenden und bei den Passiva die Abzinsungssätze über einen gewissen Zeitraum zu glätten.

Änderung der regulatorischen Rahmenbedingungen ...

Die unmittelbare Folge dieser Änderungen ist, dass die Tragweite der Probleme im Zusammenhang mit unterdeckten Leistungsverpflichtungen stärker ins Bewusstsein der Unternehmen und ihrer externen Anspruchsgruppen gerückt ist. Die neuen Standards betonen die Bedeutung eines soliden Risikomanagements für diese Verpflichtungen und dürften die Zusammenhänge zwischen den Erträgen der Unternehmen und der Entwicklung ihrer Pensionsfonds transparenter machen. Offenbar haben sie auch die Anlageentscheidungen dieser Fonds beeinflusst. Die vermehrten Käufe längerfristiger festverzinslicher Wertpapiere sind wohl ein Versuch der Pensionsfonds, sich gegen Schwankungen des Wertes ihrer Verbindlichkeiten infolge von Zinsänderungen abzusichern (Kapitel VI).

... mit möglichem Einfluss auf Anlageentscheidungen ...

Die Umorientierung der Rentensysteme vom Leistungsprimat zum Beitragsprimat, die in vielen Ländern seit einiger Zeit zu beobachten ist, dürfte durch diese strukturellen Veränderungen beschleunigt werden. Offen ist, wie sie sich auf die Nachfrage nach verschiedenen Anlagekategorien und auf die

... und Fondsstruktur

Marktdynamik auswirken wird. Allgemeiner gesehen stellt sich die Frage, ob diese Umorientierung weiterreichende Folgen für die Finanzierungsmuster in der Wirtschaft und die von den Märkten bevorzugten Anlageinstrumente haben wird.

## Schwachstellen

Mögliche künftige Schwachstellen hängen vor allem davon ab, wie schnell sich das gegenwärtige Umfeld reichlich vorhandener Liquidität verändert. Sollte ein Liquiditätsabbau abrupte Veränderungen der Vermögenspreise mit sich bringen, so könnte dies Auswirkungen auf die Tragfähigkeit der Vermögenspositionen von privaten Haushalten und Unternehmen haben, mit entsprechenden Folgen für die Verfassung der Finanzinstitute.

### *Mögliche Belastungsfaktoren für die Rentabilität der Banken*

Zinsmargen  
tendenziell  
rückläufig

Wie nachhaltig ist das hohe Rentabilitätsniveau der Banken, das in den letzten Jahren bei günstigen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen bestanden hat? Diese Frage ist insbesondere angesichts eines möglichen Zinsanstiegs oder einer Verschlechterung der Bedingungen am Kapitalmarkt wichtig. Entwicklungen, die sich auf Zinsmargen und Kreditrisiken auswirken, dürften in den nächsten Jahren zu erhöhter Unsicherheit bezüglich der zukünftigen Ertragslage der Banken führen. In vielen Ländern sind die Nettozinsmargen seit den 1990er Jahren tendenziell zurückgegangen, was teilweise höherem Wettbewerbsdruck zuzuschreiben ist. Gleichzeitig haben die Gebühreneinnahmen aus dem wachsenden Retailgeschäft zu einem Aufwärtstrend bei den zinsunabhängigen Erträgen beigetragen. Abgesehen von diesen längerfristigen Entwicklungen schwanken die einzelnen Komponenten der Bankgewinne auch in Abhängigkeit von zyklischen Veränderungen im Ertrags-, Kredit- und Zinsumfeld.

Sensitivität der Erträge von Banken auf das konjunkturelle Umfeld <sup>1, 2</sup>							
	Nettozinsspanne			Zinsunabhängige Erträge <sup>3</sup>	Risikovorsorge für Kreditausfälle <sup>3</sup>		
	Renditen-differenz <sup>4</sup>	1-Monats-Zins	BIP-Wachstum	Aktienmarktumsatz im Verhältnis zum BIP	1-Monats-Zins <sup>5</sup>	BIP-Wachstum <sup>5</sup>	Aktienrendite
USA (12)	19,4**	11,7*	-5,4	0,3**	3,9**	-2,6	-0,9**
Kanada (5)	15,8**	7,0**	-5,7**	1,1**	5,3**	-3,5**	-0,6**
Vereinigtes Königreich (9)	8,6**	10,0**	4,3	-0,1**	6,0**	-7,1**	-0,3**
Deutschland (9)	22,2**	23,3**	-4,0*	0,1	0,8	-1,7*	-0,2**
Frankreich (8)	26,7**	27,6**	-4,5	0,8**	4,3**	-0,5	0,2**

Anmerkung: Die Koeffizienten geben die jeweilige Veränderung in Basispunkten als Reaktion auf eine Veränderung der erklärenden Variable um einen Prozentpunkt an; \* und \*\* zeigen statistische Signifikanz auf einem 10%- bzw. 5%-Niveau an.

<sup>1</sup> Anzahl der einbezogenen Großbanken in Klammern. <sup>2</sup> „Fixed-effects“-Panel-Regression auf ein konstantes bankspezifisches Verhältnis Kredite/Aktiva sowie die makroökonomischen Variablen. Zeitraum: 1990/91–2004/05, Jahreswerte. Makroökonomische Variable: Jahresdurchschnitt. <sup>3</sup> Normalisiert mit der Bilanzsumme. <sup>4</sup> 10-Jahres-Benchmarkrendite abzüglich 1-Monats-Rendite. <sup>5</sup> Um ein Jahr verzögert.

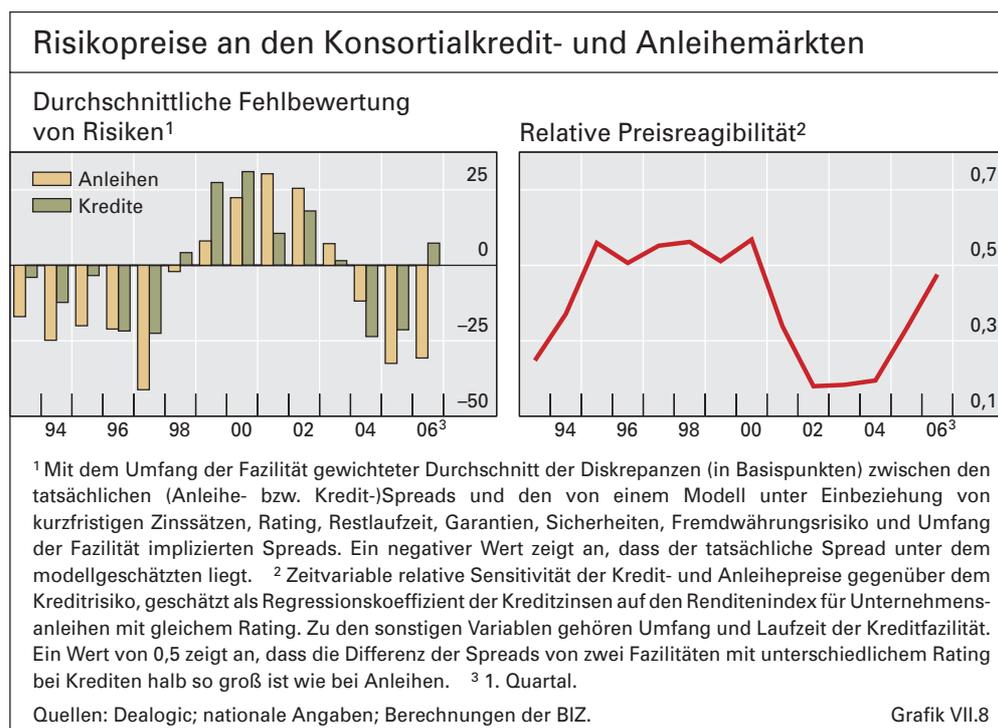
Quellen: Fitch Ratings; Angaben der einzelnen Länder; Berechnungen der BIZ. Tabelle VII.2

Die traditionellen Zusammenhänge zwischen Komponenten der Bankenrentabilität und allgemeinen makroökonomischen Indikatoren liefern einige Anhaltspunkte dafür, inwieweit die zukünftigen wirtschaftlichen Entwicklungen potenzielle Risiken für die Gewinne der Banken bergen (Tabelle VII.2). Gewöhnlich reagieren die Zinserträge positiv auf höhere Zinssätze und eine steilere Renditenstrukturkurve, da die Banken die Zinsen für Ausleihungen schneller anpassen als die Zinsen auf ihre Verbindlichkeiten (Tabelle VII.2 links). Die Margen der Banken in Nordamerika und im Vereinigten Königreich reagieren offenbar weniger stark auf Schwankungen der Renditenstrukturkurve als die der Banken in Kontinentaleuropa. Dies ist wahrscheinlich darauf zurückzuführen, dass in Nordamerika bei traditionellen Bankprodukten ein stärkerer Wettbewerb herrscht und im Vereinigten Königreich die Kreditvergabe zu variablen Zinsen dominiert. Höhere Zinssätze und eine konjunkturelle Abschwächung sind – in der Regel mit einer gewissen Verzögerung – mit höheren Kreditkosten verbunden (Tabelle VII.2 rechts).

Höhere Zinssätze  
stützen Margen ...

Anhand dieser historischen Beziehungen lässt sich der potenzielle Einfluss der wahrscheinlichen makroökonomischen Entwicklungen in den kommenden Jahren auf die Bankgewinne skizzieren. Höhere Zinssätze werden voraussichtlich, insbesondere in den kontinentaleuropäischen Ländern, den Nettozinssmargen Auftrieb verleihen, während eine Abflachung der Renditenstrukturkurve die umgekehrte Wirkung haben wird. Steigende Zinssätze dürften jedoch gleichzeitig auch eine höhere Risikovorsorge für Kreditausfälle erforderlich machen, was einen Teil der möglichen zusätzlichen Zinseinnahmen aufzehren würde. Der Aufwand für die Risikovorsorge nimmt während eines Konjunkturabschwungs normalerweise zu, was in allen Geschäftsbereichen Probleme mit sich bringen könnte.

... erhöhen aber  
auch Aufwand für  
Risikovorsorge



Des Weiteren dürften nach einer Phase großzügiger Preisgestaltung bei Krediten die in den Kreditbeständen der Banken enthaltenen Zinsaufschläge den höheren Aufwand für die Risikovorsorge bei einer Verschlechterung der Kreditqualität nicht vollständig decken. Die jüngsten Entwicklungen am Konsortialkreditmarkt lassen darauf schließen, dass die Preisgestaltung bei Krediten nunmehr risikoorientierter ist und sich wieder auf das Durchschnittsniveau des Kreditzyklus zubewegt (Grafik VII.8). Da aber die Bestände der im Zeitraum 2002–04 vergebenen Kredite nun die Phase ihres Lebenszyklus erreichen, in der häufig höhere Ausfallquoten zu beobachten sind, könnten ihre sehr niedrigen Zinsaufschläge die Ertragslage der Banken belasten. Diese Überlegungen lassen bei der Projektion der gegenwärtigen Entwicklung in die nähere Zukunft Vorsicht angezeigt erscheinen.

### *Engagement an den Immobilienmärkten*

Das immobilienbezogene Geschäft stellt zum aktuellen Zeitpunkt einen schnell wachsenden Bestandteil des Geschäftsvolumens und der Gewinne der Banken dar. In vielen Ländern wächst die immobilienbezogene Kreditvergabe schneller als die Vergabe von Unternehmens- und Verbraucherkrediten. Hierdurch steigt das Risiko, dass entweder wegen einer Überhitzung des Marktes für Gewerbeimmobilien oder wegen einer Abkühlung des Marktes für Wohnimmobilien Probleme entstehen. Tatsächlich sind am Wohnimmobilienmarkt nach vielen Jahren außergewöhnlichen Wachstums Anzeichen einer Verlangsamung zu erkennen.

Engagement in  
Gewerbeimmobilien  
höher ...

Der Markt für Gewerbeimmobilien hat sich in den meisten Ländern von schwachen Fundamentaldaten erholt. So sind insbesondere die Leerstände gesunken, und die Immobilienpreise sind im Vergleich zu 2004 wieder gestiegen (Tabelle VII.3). Gleichzeitig hat das Engagement in Gewerbeimmobilien in vielen Ländern in Relation zu Eigenkapital und Aktiva deutlich zugenommen. In den USA beispielsweise hat sich die Vergabe von Gewerbeimmobilienkrediten während der letzten fünf Jahre um 80% erhöht; ihr Anteil liegt jetzt bei 13,5% der Gesamtaktiva der Geschäftsbanken, was dem Niveau von 1988, am Höhepunkt des letzten Zyklus, entspricht. Im Vereinigten Königreich fließen nahezu 40% der Bankkredite für Nichtfinanzunternehmen an Immobiliengesellschaften; vor fünf Jahren waren es nur rund 20%. Selbst die japanischen Banken verzeichneten im dritten Quartal 2005 einen außerordentlich kräftigen Anstieg der neuen Kredite an Immobiliengesellschaften um 44% auf ¥ 2,7 Bio., eine Wachstumsrate, die an den Boom in der zweiten Hälfte der 1980er Jahre erinnert.

... und stärker  
konzentriert

In den USA ist die Vergabe von Gewerbeimmobilienkrediten stark auf bestimmte Bankengruppen konzentriert. Bei kleinen und mittleren Banken fiel der Anstieg besonders kräftig aus; hier hat die Vergabe von Gewerbeimmobilienkrediten inzwischen etwa 30% der Gesamtaktiva erreicht. Im Gegensatz dazu ist das Engagement großer Banken mit einem durchschnittlichen Anteil von 8,6% eher gering.

Das hohe Engagement am Markt für Gewerbeimmobilien könnte insbesondere angesichts seiner starken Konzentration eine potenzielle Bedrohung für die Finanzstabilität darstellen. Das niedrige Zinsniveau der letzten Jahre hat

Preise gewerblicher Immobilien <sup>1</sup>							
	Nominale Veränderung <sup>2</sup>			Niveau <sup>6</sup>	<i>Nachrichtlich: Büroleerstände<sup>7</sup></i>		
	1996–2004	2004	2005	2005	2003	2004	2005
USA	2,5	4,0	12,0	38,6	16,7	16,0	14,5
Japan	-9,0	-9,6	-7,0	29,0	8,5	7,2	3,9
Deutschland	-1,2	-4,1	-5,0	38,6	9,8	11,4	11,6
Vereinigtes Königreich	3,0	7,6	13,4	37,8	11,3	9,8	7,3
Frankreich	2,6	1,5	5,8	63,0	6,0	6,6	6,5
Kanada	3,8	2,3	9,3	78,5	15,6	14,4	12,1
Spanien	1,8 <sup>3</sup>	5,1	8,0	98,6	7,7	8,4	6,1
Niederlande	2,9	-1,7	0,1	78,4	9,7	12,0	13,6
Australien	3,7	1,0	10,9	54,4	10,3	11,5	7,2
Schweiz	0,7	0,4	2,1	61,5	10,8	9,0	11,5
Schweden	2,6	-1,7	5,6	45,0	18,3	17,6	16,8
Norwegen	0,8 <sup>4</sup>	1,7	6,3	96,8	11,0	11,0	9,0
Dänemark	1,3 <sup>4</sup>	-1,5	5,8	97,5	9,0	10,3	7,9
Finnland	1,1 <sup>5</sup>	-2,2	0,1	90,4	7,0	9,5	9,0
Irland	12,1	1,3	16,7	93,9	17,5	16,7	15,2

<sup>1</sup> Australien: erstklassige Lage in den größten Städten; Japan: Grundstückspreise. <sup>2</sup> Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent. <sup>3</sup> 2000–04. <sup>4</sup> 1999–2004. <sup>5</sup> 1997–2004. <sup>6</sup> Hochphase der realen Preise gewerblicher Immobilien = 100. <sup>7</sup> Sofort verfügbarer Büroraum (einschl. Untervermietung) in sämtlichen fertiggestellten Gebäuden an einem Markt in Prozent des Gesamtbestands. Schweiz und USA: landesweit; Australien, Deutschland, Frankreich, Niederlande, Spanien: Durchschnitt der größten Städte; übrige Länder: Hauptstadt.

Quellen: CB Richard Ellis; Investment Property Databank Ltd.; Japan Real Estate Institute; Jones Lang LaSalle *Asia Pacific Property Digest*; National Council of Real Estate Investment Fiduciaries; Wüest & Partner; Angaben der einzelnen Länder.

Tabelle VII.3

die Ratenzahlungen der Schuldner verringert und den Cashflow erhöht, was zu dem Rekordtief bei den Ausfallquoten von Gewerbeimmobilienkrediten beitrug. Sollten die Zinsen ansteigen, könnte dies durchaus eine Verschlechterung der Kreditqualität verursachen. Tatsächlich haben die Aufsichtsinstanzen in den USA und Japan bereits Bedenken hinsichtlich der Kreditvergabestandards einiger Banken bei Gewerbeimmobilien geäußert.

Obwohl die jetzige Situation in mancher Beziehung derjenigen von Anfang der 1990er Jahre ähnelt, ist es unwahrscheinlich, dass sie auch zu ähnlichen Anspannungen führen wird. Erstens hatte der Markt für Gewerbeimmobilien damals den Höhepunkt seines Zyklus erreicht, während er heute gerade erst einen zyklischen Tiefstand durchschritten hat. Das Risiko verbreiteter Ausfälle unter den Schuldnern im Falle eines Preisrückgangs dürfte somit gering sein. Zweitens kann dank dem stetig wachsenden Handel mit Immobilienwertpapieren ein Teil des entsprechenden Kreditrisikos stärker unter den Anlegern gestreut werden. Dieser zunehmende Handel hat sich wohl auch mäßigend auf die Zyklen am Markt für Gewerbeimmobilien ausgewirkt.

Bei den Wohnimmobilien hat sich die Nachfrage nach Finanzierungen von Wohneigentum in einigen Ländern abgeschwächt, in anderen ist sie aber immer noch lebhaft, was sich auch in der uneinheitlichen Entwicklung der Preise von Wohneigentum widerspiegelt (Tabelle VII.4). Im Vereinigten Königreich und in

Mögliche Abschwächung an Wohnimmobilienmärkten ...

Wohnimmobilienpreise und Hypothekenverschuldung					
	Wohnimmobilienpreise <sup>1</sup>				Veränderung der Hypothekenverschuldung 2005 <sup>2</sup>
	Jährliche Veränderung		Veränderung gegenüber Höchststand 2005	Zeitpunkt des Höchststands	
	1996–2004	2005			
USA	7,1	13,0	0,0	2005 Q4	4,6
Japan	-3,9	-4,7	-40,0	1991 H1	-0,0
Deutschland	-0,9	-2,1	-9,7	1995	0,4
Vereinigtes Königreich	12,3	2,2	-0,5	2005 Q3	4,7
Frankreich	9,2	9,0	0,0	2005 H2	3,1
Italien	6,4	7,2	0,0	2005 H2	2,0
Kanada	5,5	10,5	0,0	2005 Q4	1,7
Spanien	11,1	12,9	0,0	2005 Q4	9,4
Niederlande	9,0	6,4	-0,6	2005 Q3	6,0
Australien	10,1	2,3	0,0	2005 Q4	3,9
Schweiz	1,6	1,5	-10,0	1989 Q4	2,8
Schweden	8,6	10,5	0,0	2005 Q4	4,0
Norwegen	7,9	7,5	-0,7	2005 Q2	1,6
Dänemark	6,7	21,3	0,0	2005 Q4	7,2
Finnland	7,2	9,0	0,0	2005 Q4	3,4
Irland	14,0	9,4	0,0	2005 Q4	9,6

<sup>1</sup> Am Periodenende; nominale Veränderung in Prozent; Japan: Grundstückspreise. <sup>2</sup> In Prozentpunkten des BIP.  
Quellen: OECD; verschiedene Immobilienfirmen; Angaben der einzelnen Länder; Schätzungen der BIZ. Tabelle VII.4

Australien sind die Preise für Wohneigentum 2005 leicht angestiegen, während sie in Deutschland und Japan – wo noch keine Erholung vom vorherigen Zyklus zu beobachten ist – erneut rückläufig waren (Kapitel II). Im Gegensatz dazu blieben die Märkte für Wohnimmobilien in den meisten anderen Ländern Europas lebhaft. Dies galt über weite Strecken des Jahres auch für den Markt in den USA, wenngleich seit Ende 2005 Hinweise auf eine bevorstehende Abschwächung erkennbar sind, wie z.B. weniger Anträge auf Hypothekenkredite und sinkende Verkäufe von bestehenden Wohnimmobilien.

Die Wohnimmobilienfinanzierung hat sich in jüngster Zeit in einer Reihe von Ländern gewandelt. So haben die wettbewerbsbedingte Lockerung der Kreditvergabestandards und der vermehrte Einsatz von Verbriefungen zu einem erheblichen Anstieg der Kreditvergabe an risikoreichere private Haushalte beigetragen. In den USA wurde 2005 ein siebenmal so hohes Hypothekenkreditvolumen an nicht erstklassige („subprime“) Schuldner vergeben wie im Jahr 2000. Auch im Vereinigten Königreich nahm die Vergabe von Hypothekenkrediten an Schuldner mit einer schlechten Kredithistorie erheblich zu. Außerdem hat sich das Volumen von Hypothekenprodukten mit flexiblen Tilgungsmöglichkeiten vervielfacht. Bei etwa einem Drittel der 2005 in den USA neu vergebenen Hypothekenkredite bestand für die Schuldner die Option der Tilgungsfreiheit, gegenüber 1,5% im Jahr 2001.

In den Ländern, in denen die Wohnimmobilien stärker überbewertet erscheinen, werden die Auswirkungen der erwarteten Anpassung voraussichtlich

... mit indirekten Folgen für Banken

davon abhängen, wie rasch sich die Preise für Wohneigentum und die Zinssätze ändern. Die Kreditgeber scheinen über genügend Polster zu verfügen, um die direkten Auswirkungen höherer Ausfallquoten aufzufangen, die sich ergeben könnten, wenn der Ablauf der tilgungsfreien Zeit bei älteren Hypotheken mit flexibler Tilgung auf der einen mit Zinsanstiegen auf der anderen Seite zusammenträfe. Die indirekten Auswirkungen einer möglichen Konjunkturabschwächung infolge rückläufiger privater Konsumausgaben und geringerer Bautätigkeit dürften für die Banken allerdings größer, wenn auch schwerer abzuschätzen sein (Kapitel II). Besonders ausgeprägt ist dieses Risiko in Volkswirtschaften, in denen eine hohe Verschuldung in Hypothekenkrediten besteht.

## Finanzausweise und Risikomanagement von Finanzinstituten

Mehrere Entwicklungen im Berichtszeitraum haben die Aufmerksamkeit auf den Einfluss von Rechnungslegungsstandards auf die Entscheidungsfindung von Finanzinstituten und Anlegern gelenkt. Marktbeobachter diskutierten, wie sich die internationalen Rechnungslegungsstandards im ersten Jahr nach ihrer Einführung wohl auf die Ertragsvolatilität und die Bewertung der Aktien börsennotierter Institute in der EU auswirken werden. Ähnliche Diskussionen gab es bei der Einführung einer Reihe neuer Standards in den USA. Ferner galt es als wahrscheinlich, dass die Einführung neuer Rechnungslegungsvorschriften für Pensionsfonds in mehreren Ländern erhebliche Auswirkungen auf die Anlageentscheidungen und das Risikoprofil der betrieblichen Rentensysteme haben würde (s. weiter oben).

Neue  
Rechnungslegungs-  
vorschriften ...

Insgesamt haben diese Entwicklungen dazu geführt, dass sich die Bewertungen in Bilanzen sowie Gewinn- und Verlustrechnungen nun weniger auf Einstandswerte und mehr auf Marktbewertungen stützen. Im Mittelpunkt der Diskussionen zwischen den Normierungsgremien und den Anwendern von Rechnungslegungsstandards standen die möglichen Auswirkungen auf das Risikomanagement der Institute. Bezüglich der Finanzstabilität ging es in der Debatte um die gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen neuer Standards auf die Verfügbarkeit und Verwendung von Risikokapital sowie auf die Dynamik der Vermögenspreise.

... lösen  
Diskussionen aus

Diese Fragen beziehen sich auf die beiden wichtigsten ökonomischen Funktionen von Finanzausweisen, nämlich über die Entwicklung der eingesetzten Ressourcen zu informieren und ihre Kontrolle und Steuerung zu erleichtern. Das Management von Ressourcen ist auf eine korrekte und zuverlässige Messung von Input-Faktoren und Endergebnissen angewiesen. Außenstehende Interessengruppen, wie etwa Anleger und Aufsichtsinstanzen, müssen sich für eine unabhängige Beurteilung der jeweiligen Verfassung und der Zukunftsaussichten eines Finanzinstituts sowie seiner Entwicklung im Vergleich zu ähnlichen oder konkurrierenden Instituten auf korrekte und repräsentative Finanzausweise stützen können. Des Weiteren basieren die formellen Interventionsbestimmungen für eine Übertragung der Ressourcenkontrolle normalerweise auf Informationen aus der Rechnungslegung. Ein Beispiel hierfür sind die jeweiligen Kontrollrechte der Aktionäre und Gläubiger

Wechselwirkung  
zwischen Finanz-  
ausweisen ...

im Falle der Zahlungsunfähigkeit. Im Hinblick auf die aufsichtsrechtlichen Interventionsvorschriften sind ebenfalls die Bilanzbewertung von Aktiva und Passiva eines Instituts und die entsprechenden Risikomessgrößen maßgeblich.

... Verhalten ...

Zwischen Rechnungslegungsvorschriften und Verhalten besteht eine Wechselwirkung. Wenn Außenstehende, darunter auch die Aufsichtsinstanzen, die Entwicklung eines Instituts beurteilen wollen, richten sie ihr Augenmerk auf die Finanzausweise. Zwangsläufig beeinflussen diese somit die Entscheidungen der Geschäftsleitung. Umgekehrt wirken sich die miteinander verknüpften Anreize, die das Verhalten der Geschäftsleitung mitbestimmen, auch auf deren Risikoneigung aus. Die gebündelte Wirkung von Veränderungen und Verhalten kann wiederum Marktpreise und Bewertungen beeinflussen. Dies trifft insbesondere auf diejenigen Posten im Finanzausweis zu, bei denen eher zukunftsorientierte Aspekte und Risikobeurteilungen einbezogen werden.

... und Risiko-  
messung ...

Bewerten ist keine exakte Wissenschaft, da oftmals subjektive Einschätzungen zukünftiger Entwicklungen und Beurteilungen des Risiko-Ertrags-Verhältnisses der jeweiligen Positionen eine Rolle spielen. Dennoch können die Bewertungen in Finanzausweisen die verfügbaren Informationen heutzutage besser wiedergeben, und zwar dank einander ergänzender Entwicklungen in den letzten 30 Jahren: dem Wachstum der Märkte für Risikotransferinstrumente und Fortschritten bei den Risikomessverfahren.

... über  
Marktpreise ...

Die Märkte zur Übertragung von Risiken haben sowohl an Tiefe als auch an Umfang gewonnen, und das Spektrum der verfügbaren Instrumente, mit denen finanzielle Risiken auf die spezifischen Bedürfnisse und Umstände einzelner Marktteilnehmer zugeschnitten werden können, hat sich enorm vergrößert. Die Derivatmärkte haben expandiert und sind zuletzt um Instrumente für die Übertragung von Kreditrisiken erweitert worden. Mithilfe von Verbriefungsstrukturen werden Finanzrisiken zunehmend neu gebündelt und aufgeteilt (Kapitel VI). Hinsichtlich der Rechnungslegung ist von Bedeutung, dass diese Innovationen gut verfügbare Marktpreise für einen immer feineren Raster von Risikoklassen hervorgebracht haben. Dies hat die Preisfindung von Instrumenten, die zuvor nur schwer zu bewerten waren, spürbar verbessert.

So hilfreich Marktpreise für zukunftsgerichtete Bewertungen sein mögen, sie haben doch ein gewichtiges Manko, nämlich ihre relativ intransparenten Bestimmungsfaktoren. Die beobachteten Preise enthalten Risikoprämien, die unmittelbar mit der Einschätzung der Marktteilnehmer hinsichtlich der Risiken für die zukünftigen Zahlungsströme sowie mit deren Risikobereitschaft im Zusammenhang stehen. Den jeweiligen Einfluss dieser beiden Bestimmungsfaktoren der Prämien abzugrenzen erfordert viel Urteilsvermögen, nicht zuletzt, weil sich beide im Zeitablauf verändern (Kapitel VI). Im Falle neuer Informationen werden Risikobewertungen korrigiert. Die effektive Risikobereitschaft der Anleger kann durch die Marktbedingungen, durch Verfügbarkeit und Kosten externer Finanzierungen und durch die jüngste Wertentwicklung beeinflusst werden. Deshalb spiegeln die Veränderungen der Marktpreise möglicherweise zumindest zum Teil eine vorübergehende Veränderung der Risikobereitschaft und nicht unbedingt eine fundamentale Veränderung der Erwartungen bezüglich der künftigen Zahlungsströme wider. Vor allem aber können

Veränderungen der Marktpreise wiederum die effektive Risikobereitschaft der Anleger beeinflussen und länger anhaltende Auswirkungen auf die Bewertungen haben.

Ergänzend zu der zunehmenden Tiefe des Marktes für Risikotransfers haben auch Fortschritte bei den Risikomesstechniken die Genauigkeit der Bewertungen komplexer und illiquider Bilanzposten erhöht (Ausweis zum Modellwert, „marking to model“). Innovationen bei der Preisbildung für Derivate sind erfolgreich auf andere Gebiete, wie etwa die Bewertung von Kreditrisiken und von in Finanzkontrakten enthaltenen Optionen, übertragen worden. Neue Modelltechniken liefern wertvolle Methoden für die Risikomessung und das Risikomanagement auf Institutsebene. Anlage- und Absicherungsentscheidungen werden zunehmend durch Analysen von Aktiva und Passiva unterstützt, die auf zukunftsorientierten Wert- und Risikomodellen basieren. Die Modelle sind mit beobachteten Preisen kalibriert, werden jedoch oft extrapoliert, um eine umfassendere Palette von Instrumenten abzudecken. Die Zuverlässigkeit dieser Modelle hängt ungeachtet ihrer technischen Perfektion von der Richtigkeit der Annahmen ab, auf denen sie beruhen. Darüber hinaus sind die von den Modellen implizierten Bewertungen nicht immun gegenüber dem Einfluss derselben zeitvariablen Faktoren, die bei den Marktpreisen eine Rolle spielen, da sie auf historischen Korrelationen zwischen beobachteten Preisen aufbauen und gewöhnlich so kalibriert sind, dass sie die jüngsten Bewegungen dieser Preise widerspiegeln. Trotz dieser Unzulänglichkeiten bieten Risikomodelle jedoch die Aussicht auf ein besseres Verständnis der Bestimmungsfaktoren von Risiken, da sie sich leichter für die Identifizierung und Analyse von Risikoprämien heranziehen lassen.

Unterschiedliche Bewertungsgrundsätze beruhen je nachdem auf Einstandswerten, Marktpreisen, Modellen und internen Wertbeurteilungen. Da ihnen unterschiedliche Sichtweisen zugrunde liegen, werden die wünschenswerten Aspekte von Finanzausweisen – Genauigkeit, Überprüfbarkeit, Verlässlichkeit und Vergleichbarkeit – bei ihrer Verwendung implizit jeweils unterschiedlich gewichtet. Beispielsweise liefert eine Bilanzierung zu Einstandswerten sehr berechenbare Werteinschätzungen im Zeitverlauf, die eng mit leicht auszumachenden Ereignissen der Vergangenheit verknüpft sind. Hingegen dürften Bewertungsgrundsätze, die sich auf zukunftsgerichtete Wertbeurteilungen stützen, stärker auf aktuelle Entwicklungen reagieren, was zu größeren Wertschwankungen im Zeitverlauf führen kann. Am deutlichsten ist dieser Gegensatz bei Wertpapieren, bei denen tägliche Schwankungen der Marktpreise zeitweilig zu erheblichen unrealisierten Gewinnen oder Verlusten führen können, wenn das Portfolio zu Einstandswerten ausgewiesen wird. Während überdies manche Grundsätze die Bewertung bestimmter Aktiv- oder Passivposten anhand institutsinterner Faktoren zulassen (z.B. eigene Einschätzung der künftigen Gewinne, auf Portfolioeigenschaften beruhende Abzinsungssätze, Synergien mit anderen Aktiva), streben andere – z.B. Bilanzierung zum Fair Value oder zu Einstandswerten – Werte an, die unabhängig vom Kontext stets gleich ausfallen. Werte, die anhand institutsinterner Faktoren berechnet werden, mögen für die interne Entscheidungsfindung von größerer Relevanz sein, doch der Preis dafür ist eine größere Abhängigkeit von

... und Risiko-  
modelle

Bewertungs-  
grundsätze mit  
Auswirkungen  
auf ...

internen Modellen, die auf potenziell intransparenten Annahmen aufbauen. Die Debatte über die Bilanzierung von Sichteinlageverbindlichkeiten von Banken verdeutlicht diese Problematik.

Rechnungslegungsstandards sollen einen Bilanzierungsrahmen schaffen, der in Bezug auf wirtschaftliche Entscheidungen neutral ist. Wie weiter oben erwähnt, hat die Wahl der Bewertungsgrundsätze jedoch erhebliche Auswirkungen auf das Verhalten sowohl auf Einzelinstituts- als auch auf Systemebene, insbesondere im Hinblick auf die Behandlung von Risikoinformationen.

... Kontrolle von Ressourcen ...

Die Behandlung von Risikoinformationen in Rechnungslegungsstandards hat beträchtlichen Einfluss auf die Kontrolle und Steuerung der wirtschaftlichen Ressourcen. Die Wirksamkeit der Bestimmungen zur Übertragung der Ressourcenkontrolle, die in Gesetzen oder bilateralen Verträgen enthalten sind, hängt u.a. davon ab, inwieweit zukunftsorientierte Wert- und Risiko-beurteilungen in die Bewertungen einfließen. Ein naheliegendes Beispiel ist die paradoxe Situation, die entstehen kann, wenn der Marktwert der Verbindlichkeiten eines Finanzinstituts benutzt wird, um über seinen Konkurs zu entscheiden. In diesem Fall erhöht die Verschlechterung der Kreditwürdigkeit im Allgemeinen den Unternehmenswert, da sie den Wert der Verbindlichkeiten vermindert. Ein weiteres Beispiel sind die unterschiedlichen Auswirkungen der Risikovorsorge für Kredite, je nachdem, ob diese sich auf nachweisliche Probleme einzelner Kredite oder auf Einschätzungen des erwarteten Verlusts eines ganzen Kreditportfolios stützt. Der erstgenannte Ansatz beruht auf tatsächlich eingetretenen Risikofällen der Vergangenheit, der zweite auf zukunftsgerichteten Beurteilungen des Risikos anhand der Analyse bisheriger Erfahrungen. Die Art des gewählten Verfahrens wird sowohl die ausgewiesenen Erträge und das ausgewiesene Eigenkapital des Instituts im Verlauf des Konjunkturzyklus beeinflussen als auch die Beurteilung seiner Solidität durch die Aufsichtsinstanzen.

... und Finanzstabilität

Eine Untersuchung aus der Perspektive des gesamten Finanzsystems, bei der der endogene Charakter des Risikos klarer wird, lässt die Bedeutung dieser Einflussfaktoren weiter steigen. Ein Verhalten, das aus Sicht eines einzelnen Instituts rational ist, weil das Institut davon ausgeht, dass seine Handlungen keinen Einfluss auf die Marktpreise haben, kann zu Ineffizienz führen, wenn die Gesamtwirkung der Handlungen der einzelnen Institute auf die Marktbedingungen durchschlägt. Ein Beispiel hierfür ist der jüngste Zinsrückgang am längeren Ende der Renditenstrukturkurve britischer Staatspapiere; dieser war der gestiegenen Nachfrage von Pensionsfonds zuzuschreiben, die sich gegen das Risiko absichern wollten, dass niedrige Abzinsungssätze den Marktwert ihrer Verbindlichkeiten erhöhten (s. weiter oben und Kapitel VI). Ebenso kann die prozyklische Anpassung einer auf zeitpunktbezogenen Kreditrisikobeurteilungen basierenden Risikovorsorge ein Kreditvergabeverhalten hervorrufen, das die Schwankungsbreite des Konjunkturzyklus und damit die Anfälligkeit des Finanzsystems erhöht.

Bewertungen nicht eindeutig ...

Alles in allem liefert die Analyse der Wechselwirkung zwischen Rechnungslegung einerseits und Risikomessung und -management andererseits drei wichtige Ergebnisse. Erstens sind Bewertungen nicht eindeutig. Der Wert hängt oftmals davon ab, aus welcher Perspektive er gemessen wird. Der Wertbeitrag

ein und desselben Postens kann je nach Kontext unterschiedlich ausfallen. Überdies schwanken Bewertungen selbst dann, wenn sie aus derselben Perspektive erstellt werden, denn die Risikoprämien verändern sich im Zeitverlauf, bedingt durch wechselnde Risikoeinstellungen der Anleger, die möglicherweise nur indirekt mit veränderten Erwartungen hinsichtlich der künftigen Zahlungsströme zusammenhängen. Dies gilt umso mehr bei komplexen Instrumenten, für die keine tiefen und liquiden Märkte existieren. Genau dann kommt der Rechnungslegung die größte Bedeutung zu.

Zweitens spielen die Risikobeurteilungen eine Schlüsselrolle. Die Verbindung zwischen Risikomessung und Bewertungen besteht explizit, wenn Werte mithilfe von Modellen ermittelt werden; sie besteht implizit, wenn Marktpreise direkt herangezogen werden. Des Weiteren wirken sich die Praktiken der Risikomessung und des Risikomanagements über das Verhalten und die Vermögenspreise indirekt auf die ausgewiesenen Werte aus. Insofern als Rechnungslegungsstandards das Verhalten gegenüber Risiken beeinflussen, haben sie auch Konsequenzen für die Bewertungen.

Drittens kann ein Bewertungsansatz, der für den einen Zweck am besten geeignet ist, für einen anderen Komplikationen mit sich bringen. Angesichts der Vielfalt der externen Verwendungen von Finanzausweisen können sich hieraus Konflikte ergeben, darunter auch zwischen Entscheidungsträgern mit unterschiedlichen Zielsetzungen. Diese werden im Folgenden erörtert.

#### *Rechnungslegung und Finanzaufsicht*

Die bisherige Diskussion zeigt eine Reihe von Fragen im Zusammenhang mit den Rechnungslegungsstandards auf, die aus der Perspektive der Finanzaufsicht von Bedeutung sind. Sie beziehen sich sowohl auf den Informationsgehalt der Finanzausweise als auch auf die Aufsichtsvorschriften für Finanzinstitute.

Als Erstes ist anzumerken, dass der Informationsgehalt der Finanzausweise durch die systematischere Einbeziehung von Informationen über Risiken und Unsicherheiten erhöht werden könnte. Bestehende Standards stellen unabhängig davon, inwieweit sie zukunftsorientierte Informationen berücksichtigen, hauptsächlich auf die Angabe von Punktschätzungen des jeweiligen Wertes und Ertrags ab. Dies könnte durch zwei zusätzliche Informationskategorien ergänzt werden. Die erste könnte auf Schätzungen der Bandbreite möglicher zukünftiger Schwankungen von Wert und Ertrag verweisen („Risikoinformation“). Beispiele solcher summarischer statistischer Messgrößen sind der Value-at-Risk, aber auch die Ergebnisse von Stresstests und anderen Sensitivitätsanalysen. Die zweite Kategorie von Informationen könnte sich auf Maße für die Unsicherheit beziehen, die in den Annahmen der Bewertungsmethodik enthalten ist („Messfehlerinformation“). Natürlich hängt die Bedeutung dieser zweiten Informationsart direkt davon ab, in welchem Ausmaß bei der Beurteilung der Punktschätzungen Annahmen und Modelle verwendet werden. Mit diesen Verbesserungen würden Finanzausweise den Benutzern die Möglichkeit bieten, sich ein vollständigeres Bild von der Verfassung und den Aussichten eines Finanzinstituts zu machen, und ein falscher Eindruck von Genauigkeit würde vermieden. Darüber hinaus würden Ver-

... und beeinflusst von Risiko-management ...

... und unterschiedlichen Perspektiven

Bessere Risiko-information in Finanzausweisen ...

gleiche zwischen verschiedenen Instituten erleichtert, z.B. für Anleger, die ihr Portfolio optimieren wollen, oder für Aufsichtsinstanzen im Zusammenhang mit Fragen der Finanzstabilität.

... größere  
Kohärenz mit  
Entscheidungs-  
findung ...

Als Zweites ist aus aufsichtlicher Optik von Bedeutung, dass zwischen der Behandlung von Bilanzbewertungen und den Grundsätzen eines soliden Risikomanagements eine möglichst große Kohärenz herrschen sollte. Ein Beispiel für die Konflikte, die hier entstehen können, ist die unterschiedliche Behandlung von Sichteinlagen in den Finanzausweisen einerseits und im Liquiditäts- und Risikomanagement von Banken andererseits. Gemäß Rechnungslegungsvorschriften müssen Einlageverbindlichkeiten nach ihrer vertraglichen Laufzeit klassifiziert werden. Aus der Sicht der Treasury-Abteilung einer Bank dagegen werden sie im Rahmen der Liquiditätssteuerung und der damit verbundenen Absicherungsstrategie so behandelt, als hätten sie eine effektiv längere Laufzeit, was dem bisher beobachteten Verhalten der Einleger eher entspricht.

... und Entkopplung  
von Zielen der  
Rechnungslegung  
und der Aufsicht

Ein dritter und allgemeinerer Aspekt ist, dass die jeweiligen Zielsetzungen der Aufsichtsinstanzen und der Normierungsgremien der Rechnungslegung besser in Einklang gebracht werden könnten, wenn die unterschiedlichen Sichtweisen klarer verstanden würden. Unter diesem Blickwinkel ginge es bei den Rechnungslegungsstandards in erster Linie darum, ein objektives Bild der jeweiligen Finanzlage eines Instituts und des damit verbundenen Risikoprofils zu vermitteln, während aufsichtsrechtliche Instrumente auf Basis dieses Bildes vor allem ein umsichtiges Verhalten fördern sollten. Eine derartige Entkopplung würde in der Praxis dazu führen, dass Finanzausweise ohne Zweckkonservatismus erstellt und um eine Betrachtung durch den „aufsichtlichen Filter“ ergänzt würden, der für eine Berücksichtigung des Risikos sorgen würde. Kapital- und Liquiditätsanforderungen wie auch Auslöser für eine Intervention der Aufsichtsinstanzen im Falle offensichtlicher Schwierigkeiten würden auf dieser Basis neu formuliert.

Fortschritte ...

In den letzten Jahren hat es auf allen drei Gebieten Fortschritte gegeben. Die Offenlegung quantitativer Finanzrisiken, z.B. in Form von Messgrößen für den Value-at-Risk von Wertpapierportfolios, ist bereits Teil der aufsichtsrechtlichen Meldepflichten derjenigen Finanzinstitute geworden, für die diese Art des Risikos eine größere Bedeutung hat. Auch Normierungsgremien für die Rechnungslegung schenken der Offenlegung von Risiken vermehrte Aufmerksamkeit; ihr Ansatz ist mit demjenigen der Finanzaufsicht kompatibel, aber wohl weniger ehrgeizig. Die Vorschriften von IFRS 7 mögen zur Veranschaulichung dienen. Ein Beispiel für die Fortschritte bei der Bereitstellung von Messfehlerinformationen ist der Ansatz, dass auf Fair-Value-Basis bewertete Posten entsprechend dem jeweiligen Zuverlässigkeitsgrad der Bewertung klassifiziert werden und grobe Schätzungen der Reagibilität der Messgrößen auf die zugrundeliegenden Annahmen angegeben werden. Die enge Zusammenarbeit zwischen den Normierungsgremien für die Rechnungslegung und den Aufsichtsinstanzen bei der Entwicklung von Wertberichtigungsstandards, die Fair-Value-Option und die Messung von Versicherungsverbindlichkeiten sind drei neuere Beispiele für den Qualitätsgewinn, der bei stärkerer Fokussierung auf das Risikomanagement entsteht.

Ungeachtet der bisherigen erheblichen Fortschritte muss der weitere Weg auf einer längerfristigen Strategie beruhen, die die Notwendigkeit zur Zusammenarbeit auf allen Ebenen anerkennt. Angesichts der Komplexität der Materie und der Vielfalt der Beteiligten in diesem Prozess ist die Entkopplung von Zielsetzungen und die Neukalibrierung der Aufsichtsinstrumente zwangsläufig ein langfristiges Ziel. Auf mittlere Sicht können Fortschritte ganz bewusst nur stufenweise erfolgen, und stets sollten angemessene Sicherheitsvorkehrungen vorhanden sein, damit nicht unabsichtlich das grundlegende Ziel der Finanzstabilität gefährdet wird. Der anhaltende Dialog zwischen Normierungsgremien im Rechnungslegungsbereich und Aufsichtsinstanzen ist für die Zukunft vielversprechend.

... aber auch  
anhaltende Herausforderungen