

# Abgabe und Verbriefung von Aktiva

(September 1992)

Dieser Bericht<sup>1</sup> legt einige Aspekte der Abgabe und Verbriefung von Aktiva aus der Warte der Aufsichtsbehörden dar; der Schwerpunkt liegt dabei beim abgebenden Institut bzw. beim Emittenten eines forderungsunterlegten Wertpapiers, während dem Käufer oder Anleger weniger Beachtung geschenkt wird. Der Bericht beschreibt den Mechanismus der Verbriefung sowie deren Vorteile und Risiken und analysiert einige der Faktoren, die die Haltung der Aufsichtsbehörden beeinflussen.

## 1. Einleitung

Seit einigen Jahren treten Banken immer häufiger Kredite oder andere Aktiva ganz oder teilweise ab, und in jüngster Zeit wirken sie vermehrt an der Emission von Wertpapieren mit, die mit diesen Aktiva unterlegt sind. Die Abgabe von Krediten oder Beteiligungen an Krediten ist nun in den meisten G10-Ländern durchaus üblich. Die Verbriefung ist ein komplexerer Vorgang; sie ist daher weniger stark verbreitet, und in einigen Ländern stehen ihr gesetzliche Hindernisse im Weg.

Am beliebtesten ist die Verbriefung von Aktiva - vor allem von Hypothekarkrediten - in den USA; rund 40 % der ausstehenden Wohnbauhypotheken sind verbrieft. Diese Entwicklung wurde zweifellos durch die Unterstützung der Bundesbehörden gefördert, die den Anlegern eine Verbesserung der Kreditqualität bieten. Das Verfahren wird jetzt jedoch auch für andere Kreditarten verwendet, z.B. Kreditkartenforderungen und sonstige Verbraucherkredite, und das Marktvolumen hat sich beträchtlich vergrößert. Ausserhalb der USA sind noch in Kanada und im Vereinigten Königreich in nennenswertem Umfang mit Hypothekarkrediten unterlegte Wertpapiere begeben worden. Aber auch bei den Banken und Finanzinstituten anderer Länder wächst das Interesse am Verbriefungsgeschäft.

In ihrer Grundform läuft die Verbriefung so ab, dass eine Gruppe homogener Kredite in einem Pool zusammengefasst und an eine Zweck- oder Treuhandgesellschaft verkauft wird; diese Gesellschaft gibt dann handelbare Wertpapiere aus, die mit den Forderungen des Pools unterlegt sind. Die Zins- und Tilgungszahlungen für die Wertpapiere hängen direkt von den Geldeingängen bei den zugrundeliegenden Forderungen ab. Forderungsunterlegte Wertpapiere sind für die Anleger attraktiv, denn ihre Rendite ist im Verhältnis zum Kreditrisiko meist hoch, und in der Regel wird eine Besicherung für einen Teil- oder den Gesamtbetrag der Emission bereitgestellt. Ausserdem können Stückelung und Zahlungen so gestaltet werden, dass sie dem Liquiditätsbedarf und anderen Bedürfnissen bestimmter Anlegerkategorien entsprechen.

Die Verfahren für die Verbriefung von Forderungen sind jedoch nicht statisch. Viele Verbriefungstechniken sind erst vor relativ kurzer Zeit entwickelt worden, und es scheint, dass sich die Innovation eher noch beschleunigt. Einige der neuen Modelle beruhen nicht nur auf komplexen und hochentwickelten Strukturen, sondern es sollen damit auch neue Kreditkategorien für die Zusammenfassung in einem Pool und die Verbriefung erschlossen werden. Die Kreditausfälle waren zwar bisher vernachlässigbar gering, aber einige der neuen Techniken sind noch nicht in angespannten Situationen oder in Krisen an den Wertpapiermärkten erprobt worden.

Den Banken bietet die Verbriefung eine Reihe von Vorteilen bei den Anforderungen der Aufsicht, der Steuerung von Aktiva und Passiva sowie für ihre Gewinnlage, so dass sie an einem Einstieg in dieses Geschäft interessiert sind. Auch Finanzinstitute ohne Bankstatus beteiligen sich immer häufiger an Verbriefungen, da bei diesem Verfahren Aufgaben abgetrennt werden, die normalerweise von einer kreditgebenden Bank wahrgenommen werden; diese Finanzinstitute erhalten so leichteren Zugang zum Kreditgeschäft.

---

<sup>1</sup> Diese Analyse einer Arbeitsgruppe des Ausschusses wurde zwar nicht formell vom Basler Ausschuss gebilligt, doch wurde sie anderen Aufsichtsbehörden zur Information zur Verfügung gestellt.

Im Zusammenhang mit der Verbriefung von Forderungen sind mehrere Bedenken geäußert worden, insbesondere dass der Bank das Kreditrisiko verbleiben könnte, falls nicht ein unanfechtbarer Verkauf stattfindet, und dass die Verbriefung die Qualität der Aktiva einer Bank mindern könnte, wenn gerade die besten Aktiva der Bank verbrieft werden. Ausserdem kann bei bestimmten Strukturen der Kredit direkt vom Endanleger zum Endkreditnehmer gehen, wodurch sich die Rolle der Banken bei der Kreditgewährung ändert und möglicherweise an Bedeutung verliert.

Die Auswirkungen der Verbriefung von Aktiva auf das gesamte Risikoprofil einer Bank müssen daher von der Aufsichtsbehörde genau beobachtet werden, damit sichergestellt ist, dass die Banken solche Geschäfte in umsichtiger Weise durchführen. Es bleibt auch nicht ohne Folgen für die Banken, wenn an diesen Geschäften Nichtbanken beteiligt sind, die dieselben Risiken eingehen können, die aber nicht derselben angemessenen Aufsicht unterliegen.

## **2. Die Mechanik einer Verbriefung von Aktiva**

### **a) Bündelung, Verkauf und Verwaltung**

Am Anfang des Verbriefungsverfahrens wird ein Pool homogener Forderungen, z.B. Hypothekarkredite, Kreditkartenforderungen oder Automobilkredite, geschaffen. Die Forderungen müssen homogen sein, damit eine kostenwirksame Analyse des Kreditrisikos der im Pool zusammengefassten Forderungen vorgenommen werden kann und ein einheitliches Zahlungsmuster erzielt wird. Die Verbriefung kann von einer Bank oder einem anderen Finanzinstitut eingeleitet werden. Handelt es sich um eine Bank, kann sie die Forderungen ihrem eigenen Kreditportfolio entnehmen, aber auch die Verbriefung von Forderungen, die von einer Drittbank erworben werden oder bei denen es sich nicht um Bankkredite handelt (z.B. Debitoren von Unternehmen), setzt sich immer stärker durch.

Der nächste Schritt ist der Verkauf des Pools an eine Zweckgesellschaft, die den Kauf finanziert, indem sie Wertpapiere ausgibt, die mit dem Forderungspool - dem einzigen Aktivum der Zweckgesellschaft - unterlegt sind. In diesem Stadium sind oft noch weitere Parteien sowie eine Rating-Agentur beteiligt, die die Bank beraten, die Kreditqualität des Portfolios analysieren und das Geschäft strukturieren. Wirkt ein Emissionsinstitut mit, so werden die Wertpapiere möglicherweise zuerst bei ihm platziert, bevor sie an Anleger verkauft werden.

Um das Verbriefungsverfahren zu erleichtern, sind überdies in der Regel eine „Servicestelle“ und ein Treuhänder beteiligt. Die Servicestelle - oft die Bank, die die Verbriefung eingeleitet hat - ist für das Inkasso von Zinsen und Tilgungszahlungen für die Forderungen des Pools und die Überweisung an den Treuhänder zuständig. Für diese Dienstleistungen erhält die Servicestelle eine Provision; ferner kann sie von der kurzfristigen Anlage der einkassierten Mittel bis zur periodisch erfolgenden Weiterüberweisung profitieren. Ihre Kapazität und Kompetenz werden von den Rating-Agenturen überprüft. Die Bonitätseinstufung der Bank/Servicestelle sowie die Beurteilung der Qualität der Aktiva und der Struktur der Emission durch die Rating-Agentur beeinflussen den Umfang der zusätzlichen Besicherung, die eventuell bereitgestellt werden muss, vor allem wenn die Aktiva niedriger bewertet werden, als die potentiellen Anleger dies wünschen.

Der Treuhänder vertritt die Interessen der Anleger. Er muss daher einen vorrangigen Anspruch auf die der Wertpapieremission zugrundeliegenden Forderungen haben, er muss in der Lage sein, die Leistung der übrigen beteiligten Parteien einschliesslich der Servicestelle zu überwachen, er muss regelmässige Informationen über den Status des Pools auswerten, die Ausschüttung der eingehenden Mittel an die Anleger überwachen sowie nötigenfalls die Anleihe in Zahlungsverzug erklären und die rechtlichen Schritte ergreifen, die für die Wahrung der Interessen der Anleger erforderlich sind.

### **b) Verbesserung der Kreditqualität und Liquiditätsbeistand**

Da die Anleger in der Regel nicht bereit sind, sämtliche mit einem Kreditpool verbundenen Kreditrisiken zu übernehmen, wird die Kreditqualität von forderungsunterlegten Wertpapieren oft verbessert, meist durch eine Drittbank oder durch eine Versicherungsgesellschaft, manchmal auch durch den ursprünglichen Kreditgeber. Oft können verschiedene zusätzliche Besicherungen miteinander kombiniert werden. Die einfachste Form der Kreditverbesserung wäre ein Rückgriffsrecht, d.h. der Käufer der Forderungen wäre berechtigt, Zahlung von der Partei zu fordern, die die Sicherheit bereitstellt, wenn der Schuldner bei Fälligkeit nicht zahlt. Bei einer solchen Vorkehrung würde sich jedoch das Kreditrisiko vollständig auf die Partei verlagern, die das Rückgriffsrecht gewährt; diese Möglichkeit wird daher nur selten benutzt.

Um zu bestimmen, welche Kreditverbesserung angemessen ist, werden das geschätzte Kreditrisiko des Pools sowie die in der Vergangenheit verzeichneten Verluste analysiert. In der Regel führt dies zu einer Verbesserung, die ein Vielfaches der früher beobachteten Ausfallquoten der Forderungen deckt. Die häufigsten Formen der Kreditverbesserung sind: unwiderrufliche Akkreditive, Haftpflichtversicherung, Zinsdifferenzkonten, Barsicherungskonten, Übersicherung sowie Über- und Unterordnungsstrukturen.

Ein unwiderrufliches *Akkreditiv* wird von einer Drittbank ausgestellt und deckt den Teil der Aktiva, der normalerweise dem geschätzten Verlustprofil entspricht; das Akkreditiv steht im Rang oft hinter den anderen Besicherungen.

Im Vereinigten Königreich sind Versicherungsgesellschaften sehr aktiv in der Bereitstellung von *Haftpflichtversicherungen* für den ersten Teil des Ausfallrisikos.

Ein *Zinsdifferenzkonto* ist eine Einlage, die in der Regel mit der Differenz zwischen den für die Forderungen des Pools gezahlten Zinsen und den niedrigeren Zinsen für die begebenen Wertpapiere gespeist wird. Die Servicestelle überweist diese Differenz nicht zurück an den ursprünglichen Kreditgeber, sondern leitet alle einkassierten Mittel an den Treuhänder weiter, wo die Zinsdifferenz kumuliert wird, bis sie die für die Kreditverbesserung nötige Höhe erreicht hat. Danach können die weiteren Zinsdifferenzerträge wieder dem ursprünglichen Kreditgeber überwiesen werden. Als Sicherung gegen frühzeitig eintretende Verluste muss der ursprüngliche Kreditgeber meist im voraus Mittel auf das Zinsdifferenzkonto einzahlen. Das Konto dient dazu, jegliche Verluste bei den Forderungen des Pools zu decken; verbleibt nach der Tilgung der Wertpapiere auf dem Konto ein Guthaben, geht dieses an den ursprünglichen Kreditgeber zurück.

Ein *Barsicherungskonto* ist eine Einlage, deren Höhe der erforderlichen Kreditverbesserung entspricht. Sie wird zu Gunsten der Inhaber der Wertpapiere gehalten. Das Konto wird in Anspruch genommen, wenn Verluste eintreten. Vom ursprünglichen Kreditgeber oder einem Drittkreditgeber werden Barvorschüsse auf dieses Konto einbezahlt.

Eine „*Übersicherung*“ bedeutet, dass der Wert der Aktiva im Pool höher ist als der Betrag der begebenen Wertpapiere. Die überschüssige Besicherung muss dabei immer auf einer Höhe gehalten werden, die dem notwendigen Betrag der Kreditverbesserung entspricht. Sinkt der Wert unter diesen Betrag, muss die für die Kreditverbesserung zuständige Partei die Lücke mit neuen Sicherheiten schliessen.

Bei einer Kreditverbesserung mittels *über-/untergeordneter Struktur* werden mindestens zwei Klassen von Wertpapieren ausgegeben. Die übergeordnete Tranche hat einen vorrangigen Anspruch auf die Zahlungseingänge für die zugrundeliegenden Forderungen, so dass sämtliche Verluste zunächst zu Lasten der untergeordneten Tranche gehen, und zwar bis zum Betrag der betreffenden Tranche. Besteht eine Emission z.B. zu 90 % aus übergeordneten und zu 10 % aus untergeordneten Wertpapieren, dann müssen die Inhaber der nachrangigen Papiere sämtliche Verluste bis zu 10 % der gesamten Forderungen, die der Emission zugrunde liegen, übernehmen.

Auf den ersten Blick mag es scheinen, dass alle diese Formen der Kreditverbesserung nur einen Teil des Gesamtportfolios decken, in Wirklichkeit aber bestehen sie aus hochkonzentriertem Kreditrisiko. Im Normalfall decken diese Kreditverbesserungen, die oft kombiniert eingesetzt werden, sogar ein Mehrfaches der erwarteten Verluste des Gesamtportfolios, und der Anbieter ist somit in derselben Lage, wie wenn er Eigentümer der gesamten Aktiva wäre. Bestehen mehrere Kreditverbesserungen, werden die Verluste in einer im voraus festgelegten Reihenfolge auf sie verteilt. Diese Faktoren sind zu berücksichtigen, wenn Eigenkapitalanforderungen für die Anbieter der Kreditverbesserung selbst festgelegt werden (s. Abschnitt 5.c).

Eine weitere mögliche Technik für die Verbesserung der Kreditqualität einer forderungsunterlegten Anleihe ist der *Liquiditätsbeistand*. Sie ist vor allem bei Emissionen von forderungsunterlegtem Commercial Paper üblich. Bei diesen Emissionen besteht der zugrundeliegende Forderungspool aus Forderungen verschiedener Art. Die Fälligkeit dieser Forderungen entspricht jedoch in der Regel nicht der Fälligkeit des Commercial Paper, das daher verlängert oder durch eine neue Emission abgelöst werden muss.

Zur Deckung des Risikos, dass der Emittent die Papiere bei Fälligkeit nicht erneuern kann, sagt der Anbieter des Liquiditätsbeistands zu, die erforderlichen Mittel bereitzustellen. Obwohl der Liquiditätsanbieter formell die Wertpapiere nicht garantiert, sondern dem Emittenten eine kurzfristige Kreditfazilität eröffnet, übernimmt er tatsächlich das Restrisiko, das verbleibt, nachdem die Kreditqualität der zugrundeliegenden Forderungen (die die einzigen Aktiva der Zweckgesellschaft sind, welche die Wertpapiere begibt) verbessert worden ist. Ob der Liquiditätsbeistand als reine Liquiditätsbereit-

stellung anzusehen ist, hängt daher davon ab, ob eine der Kreditverbesserungen im Falle einer Liquidation im Rang hinter ihm steht.

### **3. Vorteile der Verbriefung von Aktiva**

Für eine Bank liegt der Hauptvorteil der Verbriefung von Aktiva darin, dass sie die Kreditrisiken an andere weitergeben kann; dadurch werden Eigenmittel für die Unterlegung neuer Kredite frei, die andernfalls die Kapazität der Bank übersteigen würden. Die Refinanzierungs- und Liquiditätsvorteile des Verbriefungsverfahrens ergeben sich aus der Umwandlung illiquider Forderungen in liquide Mittel, die für zusätzliche Kreditvergabe zur Verfügung stehen. Wegen der Kreditverbesserungen ist die Bonitätseinstufung der forderungsunterlegten Wertpapiere oft höher als die des ursprünglichen Kreditgebers, der damit Refinanzierungsquellen in Anspruch nehmen kann, die ihm normalerweise nicht zugänglich sind.

Die Verbriefung von Aktiva erleichtert den Banken auch die Steuerung ihrer Aktiva und Passiva. Das Zinsänderungsrisiko kann verringert werden, indem es auf die Anleger überwältigt wird. Wenn eine Bank ihr Kreditvolumen erhöhen will, aber nicht über Mittel mit der passenden Fälligkeit verfügt, kann sie die Fälligkeitsinkongruenz durch Verbriefung der neuen Kredite vermeiden. Ist eine Bank stark in einer bestimmten Region oder in einem bestimmten Wirtschaftssektor engagiert, kann sie mittels Verbriefung einen Teil ihres Kreditportfolios abgeben und mit dem Erlös andere Arten von forderungsunterlegten Wertpapieren erwerben, so dass ihr Kreditportfolio stärker diversifiziert ist.

Banken, die im Rahmen einer Verbriefung mehrere Rollen übernehmen - z.B. Kreditgeber, Servicestelle, Treuhänder oder Anbieter einer Kreditverbesserung -, können ihre Kommissions- und Zinserträge steigern und diversifizieren. Durch die Abgabe von Aktiva können die Banken ihr bestehendes Kreditgeschäft weiterführen oder den Verkaufserlös in andere Geschäftszweige investieren und damit die Konzentration auf eine einzige Art von Kreditrisiko vermeiden.

Auch für die Kreditnehmer kann die Verbriefung sehr vorteilhaft sein. Weil dadurch in der Regel die Liquidität der Kreditmärkte verbessert wird, steht den Kreditnehmern unter Umständen mehr Kredit zur Verfügung, und sie können Kredite zu niedrigeren Kosten erhalten.

### **4. Konsequenzen der Verbriefung**

#### **a) Risiken für die Banken**

Wenn das Verbriefungsverfahren nicht mit der nötigen Umsicht durchgeführt wird, verbleiben der ursprünglich kreditgebenden Bank unter Umständen Risiken, ohne dass sie im Gegenzug über zusätzliche Eigenmittel verfügt. Zwar ist jede Art von Bankgeschäft mit Betriebs- und Rechtsrisiken verbunden, doch dürften die Risiken um so höher sein, je komplexer das Geschäft. Das Hauptrisiko für eine Bank in einem Verbriefungsgeschäft ergibt sich jedoch dann, wenn kein tatsächlicher Verkauf der Forderungen zustande gekommen und die Bank gezwungen ist, etwaige Verluste aus später notleidend werdenden Krediten ganz oder teilweise anzuerkennen. Zu Refinanzierungsrisiken und Liquiditätsengpässen kann es ferner kommen, wenn für Aktiva ein Verbriefungsverfahren eingeleitet wurde, die Wertpapiere dann aber wegen Marktstörungen nicht plaziert werden können. Darüber hinaus besteht zumindest potentiell ein Interessenkonflikt, wenn eine Bank bei ein und derselben Wertpapieremission die ursprüngliche Kreditgeberin, die Verkäuferin, die Servicestelle und die Emissionsstelle ist.

Selbst wenn eine Bank Aktiva rechtmässig zwecks Verbriefung verkauft hat, kann sie unter moralischem Druck stehen, die Wertpapiere zurückzukaufen, wenn die Aktiva notleidend werden. Die Komplexität der Verbriefungsmechanismen kann zu solchem Druck beitragen. Auch nach Abschluss des Verbriefungsverfahrens ist der Verkäufer in der Regel nicht weg, sondern er übt andere Aufgaben aus. Diese Aufgaben sowie die Tatsache, dass den Anlegern genau bekannt ist, woher die den Wertpapieren zugrundeliegenden Forderungen ursprünglich kamen, können zwischen dem Verkäufer und den Anlegern ein Verhältnis entstehen lassen, durch das der Verkäufer unter - zumindest moralischen - Druck geraten kann, seinen Ruf zu wahren und die Verbriefung zu stützen.

Bei den Risiken für die Banken, die als Servicestelle fungieren, handelt es sich vor allem um Betriebsrisiken; sie sind denjenigen einer Konsortialbank bei einem Konsortialkredit vergleichbar. Da sich ein Portfolio jedoch aus zahlreichen Krediten zusammensetzt und da am Verbriefungsverfahren mehrere Parteien beteiligt sind, erhöht sich das Störungsrisiko, für das die Servicestelle unter Umständen

haftbar gemacht wird. Die Servicestellen müssen daher über hochqualifiziertes Personal sowie modernste Ausrüstung und Technologie verfügen, um diese Transaktionen zu verarbeiten und das Betriebsrisiko zu minimieren.

Manchmal wird behauptet, die Banken würden, da sie eine gute Aufnahme ihrer verbrieften Aktiva am Markt anstreben, ihre besten Aktiva verkaufen und damit das durchschnittliche Risiko in ihrem verbleibenden Portfolio erhöhen. Da die Anleger und die Rating-Agenturen Aktiva von hoher Qualität fordern, könne dies zu einem Verkauf der besseren Aktiva eines Instituts führen. Darüber hinaus sei für ein laufendes Verbriefungsprogramm ein wachsendes Kreditportfolio erforderlich, und dies könnte eine Bank zwingen, ihre Bonitätsanforderungen zu senken, um das nötige Kreditvolumen zu erzielen. Letztlich könne sich eine Eigenkapitalanforderung, die von einem gut diversifizierten Kreditportfolio einer bestimmten Qualität ausgeht, als zu niedrig erweisen, wenn sich die Durchschnittsqualität der Forderungen verschlechtert habe.

Diese Argumentation lässt sich jedoch empirisch kaum erhärten. Bei Banken, die in grossem Umfang Forderungen verbrieft haben, sind keine Anzeichen einer Verschlechterung der Qualität ihrer Aktiva festzustellen. Zu beachten ist auch, dass Banken, die laufend Aktiva verbrieften, zwangsläufig ein Interesse an der Wahrung der Qualität ihres Kreditportfolios haben. Eine Verschlechterung der Qualität würde ihrem Ruf schaden, ihre Bonitätseinstufung beeinträchtigen und sogar die Eigenkapitalanforderungen ihrer Aufsichtsbehörde beeinflussen.

Die Verbriefung von ständig erneuerbaren Krediten wie z.B. Kreditkartenforderungen ist besonders komplex, denn es müssen Wertpapiere in einer bestimmten Betragshöhe und mit einer festen Laufzeit begeben werden, die mit Forderungen in schwankender Höhe und mit unbestimmter Laufzeit unterlegt sind. Ein Portfolio von Kreditkartenforderungen verändert sich täglich, wenn der Stand der einzelnen Konten zu- oder abnimmt, und auch infolge des unterschiedlichen Zahlungsverhaltens der Kreditkarteninhaber (d.h. der raschen und der langsamen Zahler). Wahrscheinlich werden die Inhaber der Wertpapiere bei Fälligkeit aus einem festen Teil der Bruttozahlungsströme auf den Konten im Pool bezahlt werden, so dass die Tilgung hauptsächlich mit Hilfe der schnellen Zahler unter den Schuldner erfolgt. Für ein solches Verbriefungsprogramm ist eine geeignete Struktur erforderlich, die die Kontrolle des Tilgungsprozesses und eine angemessene Verteilung der Risiken auf die Wertpapierinhaber während der Tilgungszeit sicherstellt.

#### **b) Konsequenzen für das Finanzsystem**

Die Folgen der Verbriefung für das gesamte Finanzsystem können von Land zu Land unterschiedlich sein, sei es wegen struktureller Unterschiede oder wegen unterschiedlicher geldpolitischer Praxis. Ausserdem hängen die Auswirkungen auch vom Entwicklungsstadium der Verbriefung in einem bestimmten Land ab. Per saldo können die Konsequenzen positiv oder negativ sein; im folgenden werden jedoch einige negative Aspekte beschrieben, die unter bestimmten Umständen überwiegen können. Bei mehreren dieser Negativpunkte geht es nicht in erster Linie um aufsichtsrechtliche Aspekte; sie werden hier jedoch aufgeführt, weil sie die Haltung der Währungsbehörden gegenüber der Entwicklung der Verbriefungsmärkte beeinflussen können.

Die Abgabe und Verbriefung von Aktiva kann zwar die Effizienz des Finanzsystems verbessern und das verfügbare Kreditvolumen vergrössern, indem die Kreditnehmer direkten Zugang zu Endanlegern erhalten. Andererseits können aber durch diese Entwicklung die Banken bei der Finanzintermediation an Bedeutung verlieren. Soweit die Verbriefung den Anteil der von Banken gehaltenen Finanzaktiva und -passiva verringert, könnte dies in den Ländern, in denen die Zentralbank mit veränderlichen Mindestreserven arbeitet, die Umsetzung der Geldpolitik erschweren. Darüber hinaus könnte eine abnehmende Bedeutung der Banken auch das Verhältnis zwischen Kreditgebern und Kreditnehmern schwächen, vor allem in den Ländern, in denen die Banken in der Wirtschaft eine dominierende Stellung einnehmen.

Einer der Vorteile der Verbriefung, nämlich die Umwandlung illiquider Kredite in liquide Wertpapiere, kann unter Umständen die Volatilität der Preise von Vermögenswerten steigern, wobei dieser Effekt allerdings durch Kreditverbesserungen gedämpft werden kann. Die Volatilität könnte ausserdem durch Ereignisse verstärkt werden, die nichts mit einer veränderten Bonität des Schuldners zu tun haben. Ein Überwiegen von Aktiva mit leicht feststellbarem Marktwert könnte sogar unter bestimmten Umständen bei der Bewertung von Banken einen Liquidationsansatz anstelle des Ansatzes der Fortführung des Unternehmens („going concern“) fördern.

Ferner könnte die Verbriefung einen gewissen Druck auf die Gewinnmargen der Banken bewirken, falls nämlich Finanzinstitute ohne Bankstatus, die keinen Eigenkapitalanforderungen unterliegen, bei der Anlage in verbrieft Aktiva einen Wettbewerbsvorsprung erzielen.

Obwohl die Verbriefung den Vorteil hat, unter Umständen eine Kreditvergabe über den Rahmen der vorgeschriebenen Eigenkapitalausstattung des Bankensystems hinaus zu ermöglichen, kann sie auch zu einem Rückgang des gesamten im Bankensystem eingesetzten Kapitals führen, so dass sich die Labilität des Finanzsystems auf nationaler und auf internationaler Ebene erhöht. Verfügt ein Bankensystem über eine beträchtliche Eigenkapitalbasis, kann es Kreditverluste absorbieren. Je kleiner jedoch die Eigenkapitalbasis, desto mehr müssen sich auch andere an den Verlusten beteiligen. Dieser Vorbehalt gilt nicht unbedingt für alle Länder, aber sicher für diejenigen, in denen die Banken seit jeher die dominierenden Finanzmittler sind.

## 5. Aufsichtsrechtliche Erwägungen

Die Aufsichtsbehörden der einzelnen Institute müssen sorgfältig prüfen, ob das mit einem bestimmten Verbriefungsprogramm verbundene Risiko tatsächlich ganz oder teilweise auf die Anleger oder den Anbieter einer Kreditverbesserung übertragen worden ist, und sie müssen sich überzeugen, dass das Programm umsichtig durchgeführt wird, so dass sich die Betriebsrisiken in annehmbarem Rahmen

### a) *Der Begriff des „tatsächlichen Verkaufs“ („true sale“)*

Als erstes muss die Aufsichtsbehörde prüfen, ob die Aktiva tatsächlich verkauft worden sind, wobei sowohl die rechtlichen als auch - soweit möglich - die moralischen Aspekte zu berücksichtigen sind. Ist kein tatsächlicher Verkauf erfolgt, besteht natürlich weiterhin eine Eigenkapitalanforderung.

Wenn eine Bank Aktiva zum Zweck der Verbriefung verkauft oder selbst eine Verbriefung einleitet, indem sie eigene oder von einem Dritten erworbene Aktiva in einem Pool zusammenfasst, kann bei Vorhandensein einer der folgenden Verpflichtungen bezweifelt werden, dass tatsächlich ein Verkauf stattgefunden hat:

- Aktiva aus dem Pool zurückzukaufen oder auszutauschen;
- Rückgriffsmöglichkeiten, durch die Verluste im Zusammenhang mit den verkauften Aktiva wieder bei der verkaufenden Bank geltend gemacht werden können;
- Haftung gegenüber irgendeiner Partei für die Zins- oder Tilgungszahlungen auf den verkauften Aktiva (abgesehen von der Haftung im Rahmen der Tätigkeit als Servicestelle).

In jedem dieser drei Fälle sind die Aktiva in der Regel weiterhin als Forderung gegen das Eigenkapital der Bank anzusehen.

Ob tatsächlich ein Verkauf der Aktiva stattgefunden hat, kann auch dann bezweifelt werden, wenn die Zweckgesellschaft, welche die Aktiva des Pools hält und die Wertpapiere emittiert, im Eigentum der verkaufenden Bank steht oder diese eine Mehrheitsbeteiligung am Kapital hält oder die Geschäftsleitung kontrolliert, ebenso wenn die Bank die Zweckgesellschaft in ihrer Jahresrechnung als Tochtergesellschaft konsolidieren muss. Ein weiterer Hinweis auf eine enge Verbindung zwischen der verkaufenden Bank und dem Verbriefungsprogramm ist der Einschluss des Namens der Bank im Namen der Zweckgesellschaft.

Darüber hinaus kann eine von der verkaufenden Bank bereitgestellte Kreditverbesserung (und möglicherweise auch bestimmte Arten von Liquiditätsbeistand) ein Hinweis darauf sein, dass die Bank eine Rückgriffsverpflichtung akzeptiert hat und dass somit kein tatsächlicher Verkauf stattgefunden hat. Hierzu gehört auch das Behalten einer untergeordneten Kategorie der verbrieften Aktiva.

Es sind jedoch auch Ausnahmen denkbar. In einigen Ländern gilt ein Zinsdifferenzkonto als vom Programm selbst, nicht als vom ursprünglichen Kreditgeber gestellt. Oder die erste Einzahlung durch die kreditgebende Bank auf ein solches Konto gilt als zulässig, wenn sie von den Eigenmitteln abgezogen wird. Ein von der verkaufenden Bank bereitgestellter Liquiditätsbeistand kann, wenn daneben eine bedeutende Kreditverbesserung durch eine Drittpartei bereitgestellt wird, die dem Verkäufer untergeordnet ist, als Kreditlinie angesehen werden. In diesen Fällen könnte trotz der Kreditverbesserung von einem tatsächlichen Verkauf ausgegangen werden. Das Kreditrisiko müsste somit nicht mit Eigenmitteln unterlegt werden; diese Unterlegung wäre jedoch dort weiterhin erforderlich, wo das Risiko bei der Bank bleibt.

### **b) *Verwaltung der Verbriefungsprogramme***

Selbst wenn eine Bank nur als Servicestelle oder Treuhänder an der Verwaltung eines Verbriefungsprogramms beteiligt ist, kann sie doch unter Umständen unter moralischen Druck kommen, Hilfe anzubieten. Diese Art von „moral hazard“ dürfte noch ausgeprägter sein, wenn die Servicestelle gleichzeitig der ursprüngliche Kreditgeber ist. Wenn die Bank daher vermeiden will, aufgrund ihrer administrativen Pflichten Eigenkapital bereitzustellen, muss sie in der Regel darauf achten, dass z.B. im Emissionsprospekt deutlich sichtbar und unmissverständlich festgehalten wird, dass sie nicht für die Emission oder die Zweckgesellschaft bürgt und keine etwaigen Verluste aus dem Portfolio übernehmen wird. Für ihre Arbeit als Servicestelle darf die Bank selbstverständlich einen Ertrag aus der Transaktion erzielen, aber es muss völlig klar sein, dass es sich dabei um ein Honorar für erbrachte Dienstleistungen und nicht um die Abgeltung einer Risikoübernahme handelt.

Eine Bank kann mit dem Forderungspool eng verbunden und infolge ihrer administrativen Aufgaben dem Kreditrisiko ausgesetzt sein. Hinweise auf das Bestehen einer solchen Verpflichtung sind, wie schon erwähnt, wenn die Bank die Zweckgesellschaft konsolidieren muss oder wenn ihr Name im Namen der Zweckgesellschaft enthalten ist.

Weitere Anzeichen einer möglichen Kreditbeihilfe sind:

- eine Verpflichtung, die Zweckgesellschaft oder das Programm zu stützen, z.B. durch die Deckung von Verlusten der Emission;
- eine Verpflichtung, dem Käufer Mittel zu überweisen, bevor diese Mittel vom Schuldner eingegangen sind, oder Geldlücken zu schliessen, die sich aus verspäteten oder ausbleibenden Zahlungen der verwalteten Aktiva ergeben, ausser es handelt sich dabei um ein reines Instrument zur Erleichterung der zeitlichen Planung der Zahlungen.

In allen diesen Fällen ist davon auszugehen, dass die Bank einem Kreditrisiko in irgendeiner Form ausgesetzt ist, und dieses Risiko ist angemessen mit Eigenmitteln zu unterlegen.

### **c) *Kreditverbesserung oder Liquiditätsbeistand durch eine Drittbank***

Die von einer Drittbank gewährte Kreditverbesserung für eine Verbriefung ist mit einem ausserbilanziellen Engagement zu vergleichen und wird meist als direktes Kreditsubstitut behandelt. Die Aufsichtsbehörde kann daher beispielsweise anordnen, dass der gesamte Betrag des Forderungspools zu berücksichtigen und mit einer Risikogewichtung zu versehen ist, insbesondere wenn die Bank mit ihrer Kreditverbesserung für die ersten auftretenden Verluste aufkommt oder wenn der gedeckte Verlustbetrag im Verhältnis zu langjährigen Erfahrungswerten erheblich ist. Eine andere Möglichkeit wäre, die Kreditverbesserung vom Eigenkapital der Bank, die sie gewährt, abzuziehen.

Wird ein Liquiditätsbeistand gewährt, ohne dass eine erhebliche Kreditverbesserung einer Drittpartei besteht, so dass der Liquiditätsbeistand praktisch der Kreditverbesserung entspricht, so ist er als Garantie für die Wertpapiere anzusehen und ähnlich zu behandeln wie die von einer Drittbank bereitgestellte Kreditverbesserung. Ein reiner Liquiditätsbeistand, der neben gesonderten Vereinbarungen über eine erhebliche Kreditverbesserung bereitgestellt wird, kann in der Regel als reine Liquiditätsfazilität und für die Zwecke der Eigenkapitalberechnung als Zusage betrachtet werden.