

Verbriefungen: Überlegungen zum Baseler Konsultationspapier

In der ZfgK-Ausgabe vom 15. April dieses Jahres werden die Vorschläge des Baseler Ausschusses für Bankenaufsicht (BCBS) ausführlich, sachlich und unter einstweiliger Hintanstellung von Kritik dargestellt.¹⁾ Per Anfang Mai sind auf der Website der BIZ inzwischen auch Kommentare zu dem Konsultativpapier einsehbar.²⁾

Einhellige Kritik

Diese stammen von Banken weltweit, von nationalen und internationalen Bankenverbänden, von den drei führenden Ratingagenturen und einigen wesentlichen Verbriefungsverbänden. Die Kritik ist einhellig: Die vorgeschlagenen Eigenkapitalanforderungen würden verbrieftes Risiko deutlich stärker als identisches Risiko in unverbriefter Form belasten. Dies erfolge in einseitiger Orientierung an der in der Krise von 2008 am schlechtesten performenden Assetkategorie (US residential subprime mortgages) und ohne Differenzierung nach robusteren, auch in der Verbriefungskrise wesentlich besser performenden Assets (etwa europäische Hypothekenverbriefungen oder Autokaufkreditverbriefungen).

Um eine in der Vergangenheit zu starke Abhängigkeit von Risikobewertungen durch die Ratingagenturen zu überwinden, würden diverse aufsichtsrechtliche Formelansätze vorgestellt, die ebenso willkürlich wie realitätsfern seien und die perverse Konsequenz hätten, Verbriefungsstrukturen mit hohem Leverage mit niedrigeren Eigenkapitalanforderungen zu belasten als bei niedrigerem Leverage. Das Ganze sei mathematisch übermäßig komplex und damit in der praktischen Handhabung für die Aufsichtsbehörden wie für die Compliance der betroffenen Institute ein Alptraum. Bei den Kommentaren, die sich untereinander in ihrem kritischen Grundton stark ähneln, sind zwei Aspekte besonders bemerkens-

wert. Erstens fehlen jegliche Kommentare von großen institutionellen Investoren wie Versicherungsgesellschaften, Pensionskassen oder Sovereign Wealth Funds. Und zweitens bewegt sich die Argumentation weiterhin innerhalb der bisherigen Denkgewohnheiten, wonach zukünftiges Risiko nach Ausfallwahrscheinlichkeiten berechenbar sei.

Eine erfrischende Ausnahme gibt es, den „Return-Allocated Capital-Equivalence“ Ansatz des „Gordian Knot“, also eines Anonymus, hinter dem sich vielleicht ein Hedgefond verbergen könnte.³⁾ Dieser Vorschlag ist scheinbar ein Befreiungsschlag, als er – gänzlich ohne Ratings und modelltheoretische Formelansätze – eine Risikogewichtung der Verbriefungstranchen einfach nach ihren jeweiligen Spreads über dem risikofreien Satz zum Emissionszeitpunkt

vorschlägt. Das ist also rein marktbasiert und gänzlich verbiefungsneutral, da bei einem unverbrieften Forderungsportfolio mit bestimmtem Risiko nach Verbriefung für die gewichtete Summe aller Tranchen wieder dasselbe Risiko resultiert. Und so sollte es doch eigentlich auch sein?!

Der Baseler Ausschuss ist offenbar anderer Ansicht. Ihm erscheint ein unverbrieftes Forderungsportfolio weniger riskant als dasselbe Forderungsportfolio in verbrieft Form. Als Begründung kann er auf die „US subprime mortgage“-Verbriefungen verweisen, deren Kollaps Ende 2008 beinahe das gesamte Weltfinanzsystem mit sich in den Abgrund gerissen hätte. Der Renditehunger in einem Niedrigzinsumfeld hatte damals zu einer Blase im US-Wohnimmobilienmarkt geführt, die schließlich platzte. Die Blase hätte es zwar auch ohne Subprime-Papiere gegeben. Die damals relativ neuartige Verbriefungstechnik hat aber dazu beigetragen, dass die Risiken der Blase unterschätzt wurden, indem sie unter Instrumentalisierung der Verbriefungstechnik wegtranchiert und verschleiert wurden. In der damaligen Marktphase irrationaler Risikobereitschaft wurden so total intransparente Verbriefungsverbriefungen zum Sprengsatz.

Extremer Renditehunger

Für solche Phasen sind die starren und willkürlich gesetzten aufsichtsrechtlichen Formelansätze des Baseler Konsultationspapiers blind. Möglicherweise ist sich der Baseler Ausschuss dieser eigenen Blindheit zumindest halbwegs bewusst und wählt gerade deswegen die ökonomisch prohibitiv hohe Risikogewichtung von 1250 Prozent. Aber das ist angesichts des mathematischen Aufwandes denn doch zu grob. Man könnte sich den pseudowissenschaftlichen Aufwand ehrlicherweise ganz schenken und pauschale Verbote verhängen.

Michael Altenburg, Luzern

Dass zur künftigen Refinanzierung der Wirtschaft eine Überarbeitung der Rahmenbedingungen für die Verbriefungsmärkte sinnvoll sein könnte, ist wiederholt von der Politik (etwa im Grünbuch der EU-Kommission zur langfristigen Finanzierung) von den Banken und auch von den Regulatoren vorgetragen worden. In der im Dezember 2012 mit dem Verbriefungsrahmenwerk des Baseler Ausschusses für Bankenaufsicht angestoßenen Konsultationsrunde hat der Autor zwar einen unkonventionellen Vorschlag entdeckt, der ihm rein marktbasiert und verbiefungsneutral erscheint, den er aber in der derzeitigen Niedrigzinsphase nicht für geeignet hält, Preisblasen zu vermeiden. Als Möglichkeit für eine wünschenswerte KMU-Verbriefung in Richtung Kapitalsammelstellen, schlägt er die Schaffung einer Clearingstelle vor, die er sich bei der KfW oder gleich bei der EIB vorstellen könnte. (Red.)

Auch gegenwärtig herrscht wieder eine Niedrigzinsphase mit extremem Renditehunger bei den institutionellen Anlegern mit langfristigen Verbindlichkeiten, deren Zins über dem liegt, was für sichere Anlagen zu erzielen ist. Und das treibt wieder die Preise auf den Immobilien-, Aktien- und High-Yield-Bondmärkten in die nächsten Blasen. Die Verfasser des rein markt-basierten Kommentars „Gordian Knot“ sind für derartige Preisblasen allerdings ebenfalls blind, wenn sie sich in rationalistisch liberaler Manier darauf verlassen, dass der beim Pricing erzielte Spread einer bestimmten Verbriefungsbranche deren Risiko effizient, korrekt, jedenfalls auch aufsichts-behördlich akzeptabel abbildet. Ein so voll-zogenes Durchschlagen des gordischen Knoten führt somit auch nicht weiter. Wie kommt man dann aber aus diesem Patt einer immer irrwitziger auswuchernden Regulierungsmanie wieder heraus in einer die Finanzmarktstabilität und vielleicht sogar das Wachstum fördernden Weise?

Idee der Clearingstelle

Beim Risikotransfer zwischen Originator und Endinvestor besteht wie bei jedem Tauschgeschäft oder Kauf der nicht aus der Welt zu schaffende Gegensatz des wirtschaftlichen Interesses von jeweils Verkäufer und Käufer, zu dessen Entschärfung der Regulator nur durch Insistieren auf möglichst vollständiger Transparenz und straffer Standardisierung der zulässigen Geschäftsstrukturen beitragen kann. Die unzureichenden, aus der ökonomischen Neoklassik abgeleiteten Risikogewichte haben bislang lediglich prozyklische Auswirkungen gezeitigt und sollten daher zugunsten einer generell deutlich höher anzusetzenden Eigenkapitalausstattung der Banken vollkommen aufgegeben werden. Nicht nur Ökonomen können nun einmal nicht zukünftige Marktverläufe vorhersagen. Das im Wirtschaftsleben unverzichtbare Eingehen von Risiken darf nicht pönalisiert werden, sondern muss sich innerhalb von Strukturen vollziehen, die zureichendes Haftungsvermögen bei Fehleinschätzungen sicherstellen.

Ein Schritt in die richtige Richtung könnte im Konzept der um die Jahreswende etablierten European Datawarehouse GmbH⁴⁾ liegen, einer zentralen Clearingstelle für Verbriefungsstrukturen zwischen Anbietern und Anlegern auf Basis einer privatwirtschaftlichen Initiative und beanspruchbar gegen Nutzungsentgelt. Jedenfalls für

einfachere, homogenere Asset Kategorien wie Hypotheken- oder Autokaufverbriefungen sollte das sehr nützen und vielleicht auch reichen.

Bei der langfristigen Kreditfinanzierung von Unternehmen, die wegen zu geringer Größe keinen Zugang zu den Kapitalmärkten haben, wäre allerdings neben den noch immer unter Deleveragingdruck stehenden Banken, die sich über Verbriefungsrepos eine neue Refinanzierungsquelle erschlossen haben, ein gebündelter, dauerhafter Transfer an langfristig orientierte institutionelle Anleger sehr zu wünschen. (Diese Überlegung findet sich auch im Ende Mai 2013 veröffentlichten Grünbuch „Langfristige Finanzierung der Europäischen Wirtschaft“ der EU-Kommission – Red.) Angesichts der Komplexität und Heterogenität von Unternehmensrisiken käme eine KMU-Verbriefung in Richtung Kapitalsammelstellen aber nur in Gang, wenn die Integrität des Risikotransfers über eine entsprechende Clearingstelle als „collective good“ inklusive des Warehousing von KMU-Deal-Flow bis in kapitalmarktfähige Größenordnungen hinein anerkannt, entsprechend alimentiert, konsequent aufgebaut und dann abrufbar vorgehalten würde.

Das wäre sozusagen ein vom öffentlichen Sektor finanzierter und mit privatwirtschaftlicher Expertise gefütterter Glaskasten mit Dealflow, in dem Risikoeinschätzung kontinuierlich, dialogisch ermittelt und angeboten wird, nicht verbindlich, sondern jeweils vorläufig, damit die Haftungsverantwortung der Entscheider nicht mehr wie zuvor durch das Diktum des Regulators aufgehoben wird. Als Träger käme in Deutschland die KfW in Betracht. Aber bei einer Ausrichtung am internationalen Kapitalmarkt und angesichts der inzwischen eingetretenen Fragmentierung der Konditionen für Unternehmensfinanzierungen in den EU-Peripherieländern sollte man eher gleich eine Andockung bei EIB oder EIF ins Visier nehmen.

Fußnoten

- ¹⁾ Wolfgang Greiner, Marian Pollmann, Normann Steinhof: Neue Eigenkapitalanforderungen an Verbriefungen – die Vorschläge des Basler Konsultationspapiers, a.a.O., S. 404 bis 409; das Konsultativdokument vom 19. Dezember 2012 und zwei Working Papers vom Januar 2013 mit weiteren Erläuterungen sind online einsehbar unter www.bis.org/publ/bcbs236.htm, www.bis.org/publ/bcbs_wp22.htm sowie www.bis.org/publ/bcbs_wp23.htm
- ²⁾ www.bis.org/publ/bcbs236/comments.htm
- ³⁾ www.bis.org/publ/bcbs236/gordian.pdf
- ⁴⁾ Siehe Website www.eurodw.eu

Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen



Verlag und Redaktion:

Verlag Fritz Knapp GmbH
Aschaffener Str. 19, 60599 Frankfurt,
Postfach 11 11 51, 60046 Frankfurt.
Telefon: (0 69) 97 08 33 - 0, Telefax: (0 69) 7 07 84 00
E-Mail: red.zfgk@kreditwesen.de
Internet: www.kreditwesen.de

Herausgeber:

Klaus-Friedrich Otto
Chefredaktion: Dr. Berthold Morschhäuser,
Philipp Otto

Redaktion: Swantje Benkelberg, Dr. Kai Disselbeck,
Lars Haugwitz, Barbara Hummel, Frankfurt am Main

Redaktionssekretariat und Layout:

Anja Oehrl
Die mit Namen versehenen Beiträge geben nicht immer die Meinung der Redaktion wieder. Bei unverlangt eingesandten Manuskripten ist anzugeben, ob dieser oder ein ähnlicher Beitrag bereits einer anderen Zeitschrift angeboten worden ist. Beiträge werden nur zur Alleinveröffentlichung angenommen.

Die Zeitschrift und alle in ihr enthaltenen einzelnen Beiträge und Abbildungen sind urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig.

Manuskripte: Mit der Annahme eines Manuskripts zur Veröffentlichung erwirbt der Verlag vom Autor das ausschließliche Verlagsrecht sowie das Recht zur Einspeicherung in eine Datenbank und zur weiteren Vervielfältigung zu gewerblichen Zwecken in jedem technisch möglichen Verfahren. Die vollständige Fassung der Redaktionsrichtlinien finden Sie unter www.kreditwesen.de.

Verlags- und Anzeigenleitung:

Uwe Cappel
Anzeigenverkauf: Hans-Peter Schmitt,
Tel. (0 69) 97 08 33-43

Anzeigendisposition:

Anne Guckes, Tel. (0 69) 97 08 33-26,
sämtl. Frankfurt am Main, Aschaffener Str. 19.

Zurzeit ist die Anzeigenpreisliste Nr. 55 vom 1.1.2013 gültig.

Zitierweise:

KREDITWESEN

Erscheinungsweise:

am 1. und 15. jeden Monats.

Bezugsbedingungen: Abonnementspreise incl. MwSt. und Versandkosten: jährlich € 505,50, bei Abonnements-Teilzahlung: 1/2-jährlich € 259,70, 1/4-jährlich € 132,40. Ausland: jährlich € 527,82. Preis des Einzelheftes € 20,00 (zuzügl. Versandkosten).

Bestandteil des Abonnements ist eine 4-mal jährlich erscheinende Ergänzungsausgabe (Supplement) „Technik – IT für Finanzdienstleister“.

Verbundabonnement mit der Zeitschrift »bank und markt«: € 767,85, bei Abonnements-Teilzahlung: 1/2-jährlich € 403,40, 1/4-jährlich € 211,30. Ausland: jährlich € 795,21.

Studenten: 50% Ermäßigung (auf Grundpreis).

Der Bezugszeitraum gilt jeweils für ein Jahr. Er verlängert sich automatisch um ein weiteres Jahr, wenn nicht einen Monat vor Ablauf dieses Zeitraumes eine schriftliche Abbestellung vorliegt. Bestellungen direkt an den Verlag oder an den Buchhandel.

Probeheftanforderungen bitte unter
Tel.: (0 69) 97 08 33-25.

Bei Nichterscheinen ohne Verschulden des Verlags oder infolge höherer Gewalt entfallen alle Ansprüche.

Bankverbindung: Landesbank Hessen-Thüringen – Girozentrale – 10 555 001 (BLZ 500 500 00), Frankfurt am Main.

Druck: Druckerei Hassmüller Graphische Betriebe GmbH & Co. KG, Königsberger Str. 4, 60487 Frankfurt am Main.

ISSN 0341-4019

