



Universität Zürich

Masterthesis
zur Erlangung des
Master of Advanced Studies in Real Estate

***Mortgage Backed Securities -
Eine Abschätzung des Entwicklungspotenzials in der Schweiz***

Name: Arnaud de Montmollin
Adresse: Goldbrunnenstrasse 91, 8055 Zürich
Eingereicht bei: Herr Oliver Diener
Herr Prof. Dr. Thorsten Hens
Abgabedatum: Zürich, den 13.08.2010

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis	III
-----------------------------	-----

Abkürzungsverzeichnis	IV
-----------------------------	----

1	Einleitung	1
1.1	Ausgangslage	1
1.2	Zielsetzung	1
1.3	Aufbau und Methode	2
1.4	Inhaltliche Abgrenzung	3
2	Grundlagen.....	4
2.1	Das Hypothekargeschäft und der Refinanzierungsmarkt	4
2.2	Prinzip der Verbriefung	5
2.3	Mortgage Backed Securities	6
2.3.1	Anfang, Entwicklung und Finanzkrise	6
2.3.2	Der Begriff der MBS	8
2.3.3	Gründe für die Emission von MBS	9
2.3.4	Grundstruktur	10
2.3.5	Prozessteilnehmer	10
2.3.6	True-Sale-Transaktion	14
2.3.7	Strukturierungsvarianten von MBS	16
2.4	Der Pfandbrief	17
2.4.1	Begriff des Pfandbriefes	17
2.4.2	Entstehung	18
2.4.3	Pfandbriefsystem	19
2.5	Weitere Refinanzierungsinstrumente	20
2.6	Zusammenfassende Gegenüberstellung von MBS und Pfandbrief	23
3	Aktuelle Situation in der Schweiz	25
3.1	Der Schweizer Hypothekarmarkt	25
3.2	Die Refinanzierung des Hypothekargeschäfts.....	27
3.3	Der Schweizer Pfandbrief.....	30
3.3.1	Der Pfandbriefmarkt	30
3.3.2	Das Schweizer Pfandbriefsystem	32
3.4	MBS in der Schweiz	34

4	Analyse des Entwicklungspotenzials von MBS in der Schweiz.....	37
4.1	Rechtliche Rahmenbedingungen	37
4.2	Wirtschaftliche Rahmenbedingungen.....	39
5	Schlussbetrachtung.....	41
	Literaturverzeichnis.....	45
	Verzeichnis der Interviewpartner	47

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Grundstruktur einer MBS	10
Abbildung 2: Das einstufige und zweistufige Pfandbriefsystem	19
Abbildung 3: Marktanteile am Hypothekengeschäft per 31.12.2008	25
Abbildung 4: Bedeutung des Hypothekengeschäfts gemessen an der Bilanzsumme der Schweizer Banken	26
Abbildung 5: Entwicklung des Hypothekarvolumens der Banken sowie des Hypothekarzinsatzes	27
Abbildung 6: Refinanzierungsmix der Schweizer Banken in Mrd. CHF	28
Abbildung 7: Entwicklung des Refinanzierungsgrades verschiedener Bankengruppen (Einlagen in Prozent der Ausleihungen des Inlandgeschäfts).....	29
Abbildung 8: Entwicklung des Refinanzierungsgrades verschiedener Bankengruppen (Einlagen in Prozent der Ausleihungen des Inland- und Auslandgeschäfts)	30
Abbildung 9: Entwicklung des Pfandbriefvolumens verschiedener Bankengruppen	31
Abbildung 10: Finanzierungsbeitrag des Pfandbriefes	31
Abbildung 11: Das zweistufige Schweizer Pfandbriefsystem	33

Abkürzungsverzeichnis

ABS	Asset Backed Securities
CMBS	Commercial Mortgage-Backed Securities
CMO	Collateralized Mortgage Obligation
ECBC	European Covered Bond Council
EZB	Europäische Zentralbank
FINMA	Finanzmarktaufsicht
GSE	Government-Sponsored Enterprise
MBS	Mortgage Backed Securities
MCB	Mortgage Covered Bonds
OGAW	Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren
PfG	Pfandbriefgesetz
PfV	Pfandbriefverordnung
RMBS	Residential Mortgage-Backed Securities
SNB	Schweizerische Nationalbank
SPV	Special Purpose Vehicle

1 Einleitung

1.1 Ausgangslage

In der Schweiz können zum heutigen Zeitpunkt Hypothekarkredite zu einem grossen Teil mit Kundengeldern und Pfandbriefen refinanziert werden. Im Zuge der Finanzkrise und der Skepsis der Anleger gegenüber Anlagen, konnten die Banken einen hohen Zuwachs an Kundengeldern registrieren und sich damit zu günstigen Konditionen refinanzieren. Nach dem Abklingen der Finanzkrise dürfte allerdings der seit mehreren Jahren beobachtbare Trend der Umschichtung von Kundengeldern zu Anlagen wieder einsetzen. Entsprechend sind die aktuellen Refinanzierungsquellen neu zu überdenken.

Der Pfandbrief, der auf dem Pfandbriefgesetz von 1930 beruht und eigens für die Refinanzierung von Hypothekarkrediten geschaffen wurde, hat sich am Markt als komplementäres Refinanzierungsinstrument durchsetzen können. Allerdings ist das Refinanzierungsvolumen vor allem auf die Bedürfnisse der Klein- und Kantonalbanken zugeschnitten. Die Grossbanken sind gezwungen sich über zusätzliche Instrumente zu refinanzieren. Aufgrund dieser Ausgangslage sehen sich die Banken grundsätzlich mit der Frage nach alternativen Refinanzierungsmöglichkeiten konfrontiert.

Eine alternative Refinanzierungsform ist in den Mortgage Backed Securities (MBS) zu finden, die in den USA wesentlicher Bestandteil des staatlich geförderten Finanzierungssystems sind. Nach beispielhaftem Wachstum ist der Markt für diese mit Vermögenswerten besicherten Anleihen in den letzten drei Jahren allerdings zusammengefallen und waren der Auslöser für eine weltweite Finanzkrise. Die Ursachen, die zu diesem Crash geführt haben, sind grösstenteils bekannt und werden in Zukunft entsprechend beseitigt werden müssen.

1.2 Zielsetzung

Der Kern vorliegender Arbeit dreht sich um die Frage nach den Entwicklungsmöglichkeiten von MBS in der Schweiz. Dabei soll auf theoretischer Basis zunächst das Prinzip der Verbriefung mit ihren spezifischen Ausprägungen näher gebracht werden sowie die MBS im Vergleich zu anderen Refinanzierungsinstrumenten, insbesondere des Pfand-

briefes, analysiert werden. Ein möglicher Erfolg von MBS in der Schweiz hängt jedoch nicht nur von den Instrumenteigenschaften ab, sondern auch vom rechtlichen und wirtschaftlichen Umfeld, das zu diesem Zweck in wesentlichen Punkten analysiert werden soll. Abschliessend soll auf Grundlage dieser Erkenntnisse eine Einschätzung der Entwicklungsmöglichkeit der MBS in der Schweiz abgegeben werden.

1.3 Aufbau und Methode

Die vorliegende Arbeit ist in fünf Kapitel gegliedert. Nach den einleitenden Erläuterungen zur Thematik der Arbeit folgt im zweiten Kapitel zunächst eine Einschätzung der Bedeutung des Hypothekarmarktes in Europa und den USA. Dabei wird die Verbindung vom Hypothekarmarkt zum Refinanzierungsmarkt hergestellt. Nach einem kurzen historischen Abriss zur Entwicklungsgeschichte der MBS in den USA, folgt eine Darlegung des Prinzips der Verbriefung unter Berücksichtigung wesentlicher Strukturierungs- und Transaktionsgesichtspunkten. Abschliessend wird die MBS dem Pfandbrief zum Vergleich gegenübergestellt. Im dritten Kapitel wird die Bedeutung des Schweizer Hypothekarmarktes und seinen Auswirkungen auf den Refinanzierungsmarkt untersucht. Nebst der Analyse des Schweizer Pfandbriefs, welcher von allen Refinanzierungsinstrumenten der MBS am nächsten kommt, werden in der Vergangenheit abgeschlossene MBS-Transaktionen kurz umschrieben. Auf dieser Basis wird im vierten Kapitel der Frage nachgegangen, weshalb es in der Schweiz seit den Tell- und Swissact-Transaktionen zu keinen weiteren MBS-Deals gekommen ist. Dafür werden sowohl das rechtliche Umfeld als auch die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen untersucht, die letztendlich die relative Attraktivität der MBS gegenüber anderen Refinanzierungsinstrumenten bestimmen. Zwar hat der Absturz des Verbriefungsmarktes in den USA das Vertrauen der Anleger in diese Anlagekategorie stark erschüttert, dennoch wird sich dieser Markt erholen müssen. Die Schweizer Banken refinanzieren sich über traditionelle Quellen wie Kundengelder, Interbankenkredite, Pfandbrief oder über den Kapitalmarkt. Sollte sich der Verbriefungsmarkt wieder stabilisiert haben, werden MBS in der Schweiz wieder an Aktualität gewinnen? Dieser Frage wird im fünften Kapitel auf der Grundlage der gewonnenen Erkenntnisse und Eindrücke nachgegangen und ein Ausblick bezüglich der weiteren Entwicklung von MBS in der Schweiz vorgenommen.

Im Rahmen vorliegender Arbeit wurden Interviews durchgeführt, um qualitative Eindrücke und Meinungen von Branchenexperten zu erhalten. Dabei wurde insbesondere

darauf geachtet, dass die Interessensgruppen Refinanzierer, Begleiter im Verbriefungsprozess, Investoren und Aufsichtsbehörde vertreten sind. Damit wird eine Abdeckung relevanter Aspekte und Sichtweisen gewährleistet.

1.4 Inhaltliche Abgrenzung

Der Zusammenbruch der Verbriefungsmärkte infolge der Subprime-Krise in den USA zeigte deutlich, dass das aktuelle Refinanzierungssystem mangelhaft und zu verbessern ist. Im Rahmen vorliegender Arbeit wird auf einzelne dieser Systemmängel hingewiesen, ohne aber das Thema in der Tiefe zu behandeln.

Die Zahl an existierenden Refinanzierungsinstrumenten ist gross und mit unterschiedlichsten Ausprägungen. Die vorliegende Arbeit behandelt deshalb nur diejenigen Instrumente, die sich spezifisch für die Refinanzierung von Hypothekendarlehen anbieten, also der Pfandbrief und die MBS. Die übrigen Instrumente werden nur im Kontext und der Vollständigkeit halber erwähnt. Infolge der gesetzlichen, regulatorischen und wirtschaftlichen Dimensionen der Instrumente, können diese nicht einem vernünftigen Umfang vertieft behandelt werden. Entsprechend werden jeweils die massgeblichen Aspekte berücksichtigt, die dennoch eine aussagekräftige Gegenüberstellung ermöglichen.

In der Schweiz sind die Teilnehmer am Hypothekarmarkt Banken, Versicherungen, Pensionskasse und öffentlich-rechtliche Institutionen. Der Anteil von knapp 90% der Banken an diesem Markt überwiegt jedoch in hohem Masse, sodass der Fokus auf die Banken gelegt wird.

2 Grundlagen

2.1 Das Hypothekengeschäft und der Refinanzierungsmarkt

Der europäische Markt für Wohnhypotheken verzeichnete im Jahr 2008 ausstehende Kredite in Höhe von EUR 6,088 Milliarden. Vor dem Ausbruch der weltweiten Finanzkrise wuchs dieser Markt im Jahr 2006 um +11.6% und 2007 um +7.9%. Als Gründe für diese Entwicklung angeführt werden sowohl die sinkenden Kreditkosten, bedingt durch die europäische Zinskonvergenz und den zunehmenden Wettbewerb unter den Kreditgebern, als auch die noch vor der Krise aussergewöhnlich dynamischen nationalen Immobilienmärkte. Das Vereinigte Königreich verzeichnete 2008 ausstehende Kredite in Höhe von EUR 1,458 Milliarden. Deutschland ist mit einem Kreditvolumen von EUR 1,147 Milliarden der zweitgrösste Markt in der Eurozone.¹ Der US-amerikanische Hypothekarmarkt ist mit rund USD 14,639 Milliarden allerdings bedeutend grösser als der europäische Markt. Von 2004 bis zur Finanzmarktkrise 2007 verzeichnete dieser im Durchschnitt noch ein Wachstum von rund +10.7% jährlich.² Die Tatsache, dass die Kreditvolumen zwischen den USA und Europa sich derart unterschiedlich entwickelt haben, ist nicht zuletzt auf die Auffassung bezüglich des Eigenheimerwerbs zurückzuführen. In den USA und Grossbritannien nimmt das Eigenheim als soziale Absicherung eine viel bedeutendere Stellung ein als in Kontinentaleuropa. So wurden in den USA Gesetze wie der „fair housing act“ als Teil des Civil Rights Act von 1968 erlassen, um allen einen Zugang zum Eigenheim zu ermöglichen.

Mit dem imposanten Wachstum der letzten Jahre auf dem Hypothekarmarkt ist auch der Wettbewerb härter geworden und die Zinsmargen haben sich verringert. Entsprechend besteht die grösste Herausforderung heutzutage in einer optimalen Refinanzierung der ausgegebenen Kredite. Umfang und Konditionen, zu welchen die Hypothekarkredite schliesslich durch die Finanzinstitute auf dem Markt angeboten werden können, hängen in hohem Mass von ihren Refinanzierungsmöglichkeiten ab. Zu diesem Zweck sind verschiedene Formen der Mittelbeschaffung für das Aktivgeschäft durch die Kreditinstitute denkbar wie eine Ausweitung der Kundengelder, kurzfristige Geldmarkt- und In-

¹ www.hypo.org, Key figures 2008 und Hess, et al., 2008 S. 2ff

² www.federalreserve.gov, Mortgage Debt Outstanding, Zugriff: März 2009

terbankenkredite oder Syndizierung von Krediten. Ferner besteht für Finanzinstitute mit guter Bonität oftmals die Möglichkeit sich kostengünstig über die Ausgabe von ungedeckten Obligationenanleihen am Kapitalmarkt zu refinanzieren. Aufgrund des hohen Anteils der Hypothekarkreditforderungen am Bilanzgeschäft der Finanzinstitute sind die genannten Instrumente in der Praxis häufig nicht mehr ausreichend. Deshalb greifen die Finanzinstitute auf zwei weitere Formen der Refinanzierung zurück, die im Folgenden vertieft analysiert werden sollen: Der Pfandbrief als klassisches, kontinentaleuropäisches Passivgeschäft sowie die Verbriefung (securitization).³ Beide staatlich geförderten Refinanzierungssysteme sind historisch aus einem Bedarf an Finanzmittel gewachsen und heute jeweils nicht mehr wegzudenken.

2.2 Prinzip der Verbriefung

Die Verbriefung von Aktiven (Asset-Securitization) ist eine Finanzierungstechnik, mit welcher Strukturelemente der traditionellen Kreditvergabe, der herkömmlichen Wertpapieremission und einen Zahlungsstrom generierende Aktiven neuartig miteinander kombiniert werden. Ziel ist es a priori illiquiden Aktiven wie Kreditkarten- oder Leasingforderungen aus der Bilanz des Unternehmens herauszulösen und über eine Zweckgesellschaft in handelsfähige Wertpapiere, sogenannten Asset Backed Securities (ABS), umzuwandeln. ABS charakterisieren sich insbesondere dadurch, dass Rückzahlungen und Zinsendienst direkt aus dem Zahlungsstrom der Wertpapiere besichernden Aktiven erfolgt.⁴ Damit kommt es faktisch zu einer Trennung der Qualität der Aktiven und der Bonität des Unternehmens.

Grundsätzlich kann nahezu jeder Vermögenswert verbrieft werden, wobei für eine praktische Umsetzung dennoch gewisse Anforderungen erfüllt sein müssen. Zu nennen sind insbesondere einen regelmässigen, gut prognostizierbaren und stabilen Zahlungsstrom sowie eine technische Separierbarkeit und rechtliche Abtretbarkeit der Forderungen. Der zu veräußernde Forderungspool „sollte zudem eine Minimalgrösse erreichen, aus vielen kleinen, weitgehend gleichartigen, standardisierten, bewert- und verwertbaren Einzelforderungen gegenüber einer demografisch und geografisch breit gestreuten Schuldner-

³ Rehkugler, 2004

⁴ Hug, 2000 S. 13

schaft bestehen und sich in der Vergangenheit durch eine möglichst geringe Ausfallquote und ein entsprechend niedriges Bonitätsrisiko ausgezeichnet haben“.⁵

Trotz gleichem Prinzip findet in der angelsächsischen Literatur eine Abgrenzung zwischen den Asset Backed Securities (ABS) einerseits, und den Mortgage Backed Securities (MBS) andererseits statt. Diese Abgrenzung ist primär historisch gewachsen, denn die mit Hypotheken besicherten MBS wurden in den USA bereits in den frühen siebziger Jahren unter Mitwirkung staatlicher Agenturen ausgegeben. Erst später im Jahr 1983 wurden erstmals Verbriefungen von Forderungen aus Kreditkarten-, Auto-, Leasing- und Handelsfinanzierung durchgeführt, die sodann unter dem Begriff der ABS zusammengefasst wurden. Man spricht in diesem Fall auch von Non Mortgage Backed Securities.⁶ Definitionsgemäss sind MBS aber eine Unterkategorie der ABS. Im Weiteren wird der Fokus auf die MBS gelegt.

2.3 Mortgage Backed Securities

In diesem Kapitel sollen zunächst in einem kurzen Rückblick die Entstehungsgründe, die Entwicklung und der Crash des Verbriefungsmarktes in den USA erklärt werden. Danach wird in einer theoretischen Abhandlung auf die MBS als Refinanzierungsinstrument eingegangen. Nebst den Bestimmungsgründen werden der Transaktionsprozess, die Prozessteilnehmer sowie Strukturierungsvarianten solcher Transaktionen aufgezeigt.

2.3.1 Anfang, Entwicklung und Finanzkrise⁷

Die wohl wichtigsten Voraussetzungen für die Entwicklung der Verbriefung in den USA waren die US-amerikanische Wohnbaufinanzierung gepaart mit Ineffizienzen infolge gesetzlicher Regulierungsvorgaben. So schrieb der Glass-Steagall Act von 1933 ein Trennbankensystem vor, dass die Separierung der Geschäftstätigkeit zwischen Geschäfts- und Investmentbanken zur Folge hatte. Entsprechend betrieben die Investmentbanken das Wertpapiergeschäft, während sich die Geschäftsbanken und die Sparkassen auf das Einlagen- und Kreditgeschäft beschränken mussten. Zusätzlich waren die Ge-

⁵ Hug, 2000 S. 13

⁶ Bär, 2000 S. 46ff

⁷ Bär, 2000 S. 363ff

schäftsbanken und die Sparkassen als Träger des Kredit- und Hypothekengeschäfts aufgrund der McFadden Act von 1927 in ihrer Geschäftstätigkeit auf jenen Bundesstaat beschränkt, in welchem sie ihren Hauptsitz hatten. Diese Ausgangslage hatte zur Folge, dass durch die unterschiedlichen regionalen Wirtschaftsentwicklungen und den starken Migrationsströmen von Ost nach West, ein enormes Ungleichgewicht im Finanzmittelkreislauf entstand. Es musste also eine Lösung gefunden werden, um das Kapital von Regionen mit Finanzmittelüberschüssen an Regionen mit Kapitalbedarf zu transferieren.

Als weiterer Treiber für die Entwicklung der Verbriefung sind das Wachstum und die zunehmende Bedeutung des amerikanischen Wohnungs- und Häusermarkt zu nennen. Bereits in den dreissiger Jahren wurden durch zahlreiche Massnahmen der Regierung Anreize zum Wohneigentumserwerb geschaffen.⁸ Als Folge wuchs der Hypothekenmarkt zwischen 1950 und dem Anfang der neunziger Jahren von USD 73 Mrd. auf USD 3,850 Mrd. an. Damit avancierte der US-Hypothekenmarkt in nur vier Jahrzehnten zum grössten Kapitalmarkt der Welt. Als Folge dieser Entwicklung liefen die Finanzinstitute nun aber Gefahr, dass die zur Deckung der Hypothekendarlehen notwendigen Einlagen gesamthaft nicht mehr ausreichen würden, zumal sich der US-Bürger für seinen Lebensstil auch noch zusätzlich verschuldete. Deshalb wurde nach alternativen Refinanzierungsquellen gesucht, um mit der anhaltend hohen Nachfrage nach Hypothekarkrediten Schritt halten zu können.

Hinzu kam, dass durch die sich ändernde wirtschaftliche Lage, die Zinsen und Laufzeiten der Aktiven und Passiven der Geschäftsbanken und Sparkassen infolge gesetzlicher Vorgaben stark inkongruent wurden. Die Finanzinstitute sahen sich Ende sechziger Jahre schliesslich damit konfrontiert, niedrig verzinsliche Festhypotheken mit hochverzinslichen Spareinlagen zu refinanzieren. Die sich anbahnende Finanzierungslücke wurde durch den Zusammenbruch zahlreicher Institute während der "Savings & Loan Crisis" zusätzlich verschärft.⁹

Um den oben beschriebenen geographischen Finanzausgleich zu realisieren, um die Übertragung von Bonitäts- und Zinsänderungsrisiken von Savings&Loan-Instituten auf risikofähige Investoren zu ermöglichen, sowie um die Finanzierung von Eigenheimen durch die Entwicklung eines standardisierten Sekundärmarktes für Hypotheken sicher-

⁸ Das sind insbesondere die fiskalische Abzugsfähigkeit der Hypothekarzinsen sowie die Gründung von staatlichen Agenturen, welche die Wohnbaufinanzierung durch das Angebot von Versicherungsleistungen zusätzlich fördern sollen.

⁹ Für genauere Ausführungen sei auf entsprechende Fachliteratur verwiesen.

zustellen, gründete und förderte die Regierung die staatlichen Agenturen (GSE oder Government-Sponsored Enterprises) Federal National Mortgage Association (FNMA oder Fannie Mae), Government National Mortgage Association (GNMA oder Ginnie Mae) und Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC oder Freddie Mac). Das Refinanzierungssystem war ein grosser Erfolg und so nahm das Marktvolumen von USD 110 Mrd. im Jahr 1980 auf USD 4,076 Mrd. im Jahr 2007 zu.¹⁰

Getrieben vom Traum des Eigenheims, den tiefen Zinsen, steigenden Immobilienpreisen einerseits, sowie dem grossem Anlagedruck und einer laxen Kreditvergabepraxis andererseits, ist in den USA das Segment der Hypothekarschuldner mit schlechter Bonität (Subprime Mortgage) zwischen 2001 und 2006 enorm gewachsen. Während die jährlichen Zuwachsraten bei den neu vergebenen Subprime-Krediten in den Jahren 2001 und 2002 noch bei 26% und 23% lagen, wurden in den Jahren 2003 und 2004 bereits Zuwächse in Höhe von 56% und 60% verzeichnet. Im Jahr 2007 machten Subprime-Kredite bereits 13% aller ausstehenden Hypotheken für Eigenheime aus. Mit den Verbriefungsmechanismen konnten die kreditgewährenden Banken entweder die Kredite selbst oder wenigstens die mit der Kreditvergabe verbundenen Ausfallrisiken ganz oder teilweise an den Kapitalmarkt weiterreichen und damit ihre Bilanz entlasten. Die an sich stark bereits riskanten MBS wurden strukturiert mit zusätzlichen Garantien versehen, um den Anlegern einen Teil des Ausfallrisikos abzunehmen. Durch die Tranchierung¹¹ konnten aus MBS mit schlechter Bonität neue Collateralized Mortgage Obligations (CMO) mit gutem Rating entstehen. Die sich ändernde Wirtschaftslage und Zinsumfeld führte dazu, dass die Schuldner ihre Zahlungen bald nicht mehr leisten konnten und somit brach das riskante CMO-Konstrukt wie ein Kartenhaus in sich zusammen und riss ebenfalls den MBS-Markt in den Abgrund.¹²

2.3.2 Der Begriff der MBS

Wie bereits erwähnt sind Mortgage Backed Securities (MBS) handelbare Wertpapiere, die mit einem diversifizierten und rechtlich selbstständigen Hypothekenpool besichert sind. In der Regel handelt es sich bei den Wertschriften um Obligationen, die im Rahmen einer Anleihe – also ein in Teilbeträge aufgeteiltes Grossdarlehen auf einheitlicher

¹⁰ <http://www.sifma.net> letzter Zugriff 11.08.2010

¹¹ Mehr dazu in Kapitel 2.3.7

¹² Koffner, 2009

Rechtsgrundlage – ausgegeben werden. Die Anleihenbedingungen sind in Bezug auf Zinssatz, Ausgabepreis, Laufzeit, Zeichnungsfrist und Liberierungsdatum einheitlich.¹³ MBS-Transaktionen basieren auf einem vertraglichen Regelwerk, das die Möglichkeit bietet, die Bedürfnisse von Emittent und Investoren aufeinander abzustimmen. Entsprechend können die Art des Grundpfandes oder der Fremdfinanzierungsgrad der zu verbriefenden Hypotheken frei gewählt werden. Um dies bereits vorwegzunehmen: Der wichtigste Unterschied zu Covered Bonds und Pfandbriefen liegt in der Tatsache, dass der Hypothekenpool nicht in der Bilanz des Finanzinstituts verbleibt, die die Hypothekendarlehen vergeben hat, sondern an eine Zweckgesellschaft transferiert wird.

2.3.3 Gründe für die Emission von MBS

Hinter der Verbriefung von Forderungen stehen für das Finanzinstitut drei verschiedene Motive im Vordergrund. Die klassische Motivation liegt, wie bereits erwähnt, in der Liquiditätsbeschaffung und damit der Refinanzierung der ausgegebenen Kredite. Durch die Entfernung der Hypothekarposition aus der Bilanz des Finanzinstituts wird eine Off-Balance-Finanzierung erreicht.

Zusammen mit dem Forderungspool wird auch das Ausfallrisiko auf die Zweckgesellschaft und damit in einem weiteren Schritt auf die Investoren transferiert. In diesem Kontext steht die Verbriefung als Instrument des Risikomanagements in direkter Konkurrenz zu anderen Risikotransfermethoden wie Derivate, Garantien oder Versicherungen.

Die dritte Kategorie setzt sich aus diversen Überlegungen zusammen, welche Finanzinstitute zu einer Verbriefungstransaktion motivieren können. Diese umfassen beispielsweise die Verbesserung der einschlägigen Finanzkennzahlen durch ein Window-Dressing, die Diversifikation der Finanzierungsquellen, Kapitalkostenmanagement, Redimensionierung und regulatorische Arbitrage. Die Effizienz des Instrumentes lässt sich dabei nicht mehr quantifizieren und berechnen.¹⁴

¹³ Kaufmann, 2006 S. 11

¹⁴ Bürgi, et al., 2002 S. 252 und Hug, 2000 S. 16f

2.3.4 Grundstruktur

Die Durchführung einer Verbriefungstransaktion ist ein vergleichsweise sehr komplexer und interdisziplinärer Prozess, der ein koordiniertes Struktur- und Prozessmanagement zwischen den verschiedenen Funktionsträgern erfordert. Zur Veranschaulichung zeigt die Abbildung 1 schematisch eine MBS-Struktur, die sich in die zeitlich differenzierten Phasen des Transaktionsprozesses und der nachgelagerten Zins- und Tilgungsströme zur Bedienung der Investoren unterteilen lässt.

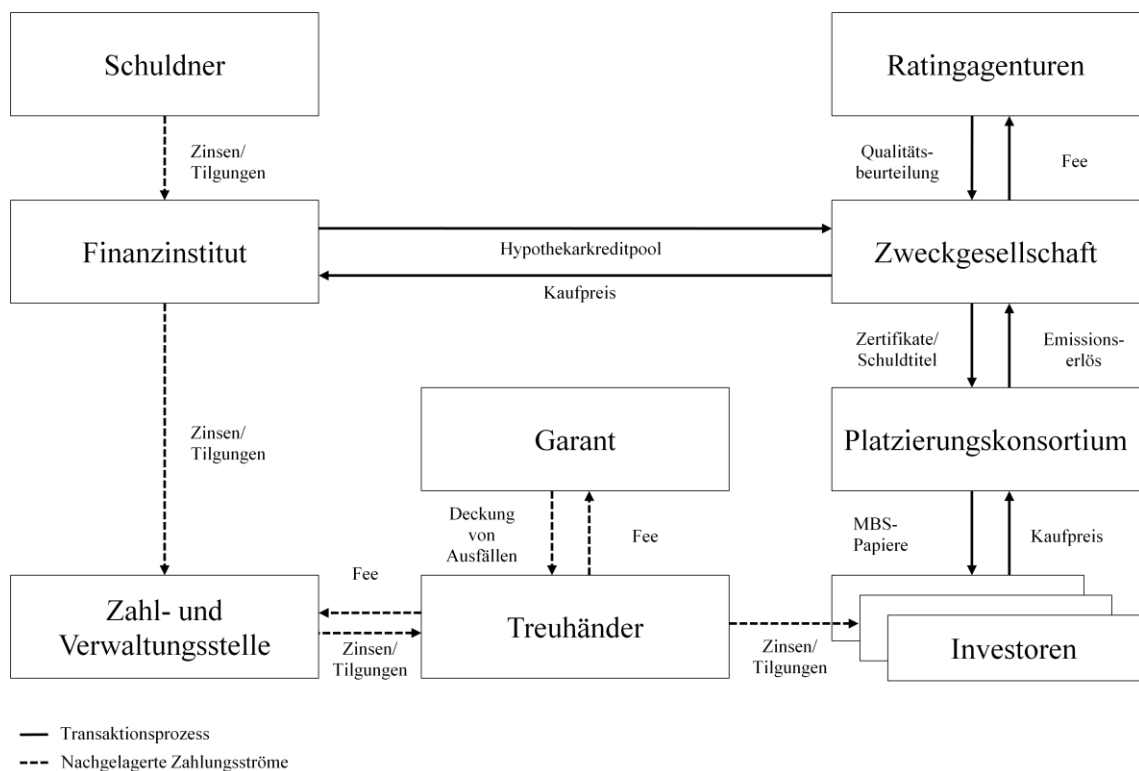


Abbildung 1: Grundstruktur einer MBS

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an (Hug, 2000 S. 22)

Im Folgenden werden die teilnehmenden Parteien sowie deren Rolle in der MBS-Transaktionsstruktur erläutert.

2.3.5 Prozessteilnehmer¹⁵

Finanzinstitut

Das Finanzinstitut ist der Originator oder der Begründer der Hypothekarforderung durch die Gewährung eines Kredits an einen Kunden. Der Originator selektioniert nach be-

¹⁵ Hug, 2000 S. 26f und Bär, 2000 S. 86ff

stimmten Kriterien, die zu verbriefenden Hypotheken, welche er an eine eigens für die Refinanzierungstransaktion geschaffene Zweckgesellschaft verkauft. Die Forderungsposition wird entsprechend aus der Bilanz des Finanzinstitutes entfernt. Damit, und das ist ein wesentlicher Aspekt der Verbriefung, findet eine Trennung des Unternehmerrisikos des Originators und der Qualität seiner verkauften Aktiven statt. Nach der Transaktion übernimmt der Originator aus wirtschaftlichen Überlegungen heraus häufig auch gleich die Funktion der Zahl- und Verwaltungsstelle.

Dieses Originate-to-Sell-Modell birgt die Gefahr, dass der Originator der Aktivenqualität keine besondere Beachtung schenkt, da er den Forderungspool zusammen mit dem Ausfallsrisiko auf die Zweckgesellschaft auslagert.

Zweckgesellschaft

Die Zweckgesellschaft, im angelsächsischen Raum auch Special Purpose Vehicle oder kurz SPV genannt, kauft gegen Barzahlung den Hypothekenpool des Originators. Mehr Aktiva als den erworbenen Forderungspool besitzt die Zweckgesellschaft in der Regel nicht. Den Kauf des Forderungspools refinanziert die Zweckgesellschaft wiederum durch die Ausgabe von MBS am Kapitalmarkt, die zuvor durch Ratingagenturen bewertet wurden. Üblicherweise werden die Wertschriften über ein Platzierungskonsortium zu den Investoren gebracht. Mit der Übernahme wirtschaftlicher Aufgaben durch andere Parteien, können die Kosten der Zweckgesellschaft tief gehalten und das Geschäfts- und Managementrisiko reduziert werden. Dies wirkt sich wiederum positiv auf das Rating der emittierten Wertpapiere aus. Aufgrund steuerlicher Erwägungen sind die Zweckgesellschaften oftmals in Niedrigsteuerdomizilen angesiedelt.

Treuhänder

Der Treuhänder übernimmt eine vermittelnde Position zwischen der Zahlstelle und den Investoren ein. Die gesamte Transaktion wird durch einen Treuhänder überwacht, der in der Regel über ein prioritäres Zugriffsrecht auf den Hypothekarkreditpool der Zweckgesellschaft verfügt. Der Treuhänder ist ferner als Hauptzahlstelle für die Weiterleitung der von der Zahl- und Verwaltungsstelle eingegangenen Zahlungsströme an die Investoren verantwortlich. Die abschliessenden Zahlungsströme an die Investoren können durch den Treuhänder mittels eines Zahlungsstrommanagements zur Bildung derivativer

Instrumente wie beispielsweise CMO verändert werden.¹⁶ Im Falle eines Konkurses des Schuldners ist der Treuhänder verpflichtet das Grundpfand im besten Interesse der Investoren zu verwerten. Abschliessend obliegt ihm die Prüfung der Rechenschaftsberichte der Zahl und Verwaltungsstelle.

Investoren

Der Investor ist derjenige, der am Ende des Transaktionsprozesses die emittierten Wertpapiere zeichnet. Durch die hohe Komplexität der Transaktionsstruktur und der oftmals sehr grossen Verbriefungsvolumina kommen als Investoren oftmals nur professionelle Anleger wie Anlagefonds, Versicherungen, Pensionskassen, Industrieunternehmen und Banken in Frage.¹⁷

Aufgrund der komplexen Strukturzusammenhänge kommt der Due Diligence der MBS im Vorgang der Investitionen eine bedeutende Rolle zu. Dabei werden nebst der Transaktionsstrukturierung auch fundamentalen Faktoren wie beispielsweise der Verfassung des Immobilienmarktes, der Bewertungspraxis oder dem Beleihungswert grosse Aufmerksamkeit geschenkt. Ob die Risiken erkannt und in entsprechender Höhe eingepreist werden, ist, wie die Vergangenheit gezeigt hat, eine andere Frage.

Platzierungskonsortium/Investmentbank

Die Funktion des Platzierungskonsortiums und der Investmentbank wird in den meisten Fällen von der gleichen Institution ausgeübt. Damit ist es die Aufgabe der Investmentbank sowohl der Transaktion zu koordinieren als auch die Wertpapiere am Kapitalmarkt zu platzieren. Der Investmentbank steht es frei gegenüber der Zweckgesellschaft eine Platzierungsgarantie abzugeben. Als Konsequenz muss die Investmentbank bei mangelnder Nachfrage selbst als Nachfrager auftreten und die Anleihe in die eigene Bilanz aufnehmen.

Garant

Um das Rating der Wertpapiere zu verbessern, ihre Platzierbarkeit sicherzustellen und die Investoren vor Ausfällen und Verlusten zu schützen, können zusätzliche Siche-

¹⁶ Vergleich dafür Kapitel 2.3.7

¹⁷ Bär, 2000 S. 95

rungsmassnahmen im Sinne eines Credit Enhancements beigezogen werden. Die normalen und zu erwartenden Ausfallrisiken werden üblicherweise vom Originator beispielsweise durch eine Überbesicherung oder mit Hilfe von Reserve- und Ausgleichskonten getragen. Betragen die Risiken ein Mehrfaches der historischen Ausfallrate, werden diese gegen Zahlung einer Prämie durch einen externen Garanten besichert. Diese können Versicherungsgesellschaften mit einer Garantieverpflichtung oder Drittbanken mit der Formulierung eines unwiderruflichen Zahlungsverprechens sein. Auch kann der Staat Garantien in Bezug auf den Kreditausfall oder der termingerechten Ausführung der Tilgungs- und Zinszahlungen die Funktion als Garantiegeber einnehmen. Den letzten Endes notwendigen Sicherungsumfang wird durch das benötigte Emissionsrating bestimmt. Der Originator und die externen Garanten verpflichten sich im Falle von Zahlungsverzögerungen und –ausfällen in vordefiniertem Umfang an die Stelle der Schuldner zu treten.¹⁸

Ratingagenturen

Wie bereits erwähnt ist eine MBS-Transaktion ein äusserst komplexer Prozess, bei welchem der Investor schnell die Übersicht verlieren kann. Häufig sind Investoren deshalb auf die Einschätzung und das Rating der Wertschriften durch Agenturen angewiesen. Die Ratingagenturen werden bereits bei der Planung einer MBS-Transaktion beigezogen, um die bonitätsmässigen Auswirkungen alternativer Gestaltungsvarianten zu ermitteln. Das Beurteilungsfeld der Agenturen umfasst sämtliche Konstruktionselemente der MBS-Transaktion wie den vorgesehenen Forderungsbestand, die getroffenen Besicherungsmassnahmen, das Risikomanagement und die Kreditvergabepolitik des Originators. Der Grossteil der Bonitätsmerkmale der MBS-Transaktionen lässt sich in direkter Weise beeinflussen. Als Resultat einer sorgfältigen Transaktionsstrukturierung sowie der Integration von zusätzlichen Versicherungen und Garantien, können die meisten MBS-Transaktionen mit einem erstklassigen Rating versehen werden. Nach Bekanntgabe des Ratings ist die Ratingagentur verpflichtet, die gesamte Transaktion permanent zu kontrollieren, allfällige Bonitätsveränderungen festzuhalten und das Rating gegebenenfalls an diese Veränderungen anzupassen.

¹⁸ Bär, 2000 S. 207ff

Zahl- und Verwaltungsstelle

Die Zahl- und Verwaltungsstelle übernimmt nach Abschluss der Verbriefungstransaktion die Aufgaben im Bereich der Debitorenbuchhaltung und des Mahnwesens und leitet die eingehenden, regelmässigen Zahlungen zu vereinbarten Terminen an den Treuhänder weiter. Ferner hat sie dem Treuhänder in regelmässigen Abständen über ihre mit der Emission im Zusammenhang stehenden Aktivitäten zu berichten. Die Zahl- und Verwaltungsstelle übernimmt durch die Sicherstellung der für die Bedienung der MBS notwendigen Zahlungsströme eine gewichtige Position ein. In der Regel werden diese aus wirtschaftlichen Gründen direkt durch den Originator übernommen. Dies bringt für den Originator der Forderungen den nicht zu unterschätzenden Vorteil trotz Veräusserung seiner Hypothekarforderungen weiterhin den Kundenkontakt aufrechterhalten zu können. Ansonsten könnte sich der Kunden hintergangen fühlen und als Reaktion auf das verlorene Vertrauen sämtliche Dienstleistungen bei seiner Bank kündigen.

2.3.6 True-Sale-Transaktion

Im Rahmen von Verbriefungsprozessen ist die Unterscheidung zwischen einer True-Sale-Transaktion und einer unvollständigen Transaktion besonders hervorzuheben. Durch eine True-Sale-Transaktion werden die gesamten Aktiva samt Kreditrisiko auf die Zweckgesellschaft überführt. Dabei ist es von entscheidender Bedeutung, dass der Forderungspool vollumfänglich und unumkehrbar aus der Bilanz des Finanzinstituts herausgelöst wird. Dazu gilt es zunächst die Voraussetzung zu erfüllen, dass Investoren keine Rückgriffmöglichkeit auf den Originator haben und im Falle eines Konkurses des Finanzinstituts keine Möglichkeit besteht, die Transaktion rückgängig zu machen. Dies führt dazu, dass die formal juristische Übertragung der Forderungen (Zession) unter keinen Umständen im Nachhinein in Frage gestellt werden darf. Zusätzlich muss die Zession der Forderungen an die Zweckgesellschaft auch aus buchhalterischer und aufsichtsrechtlicher Sicht als Verkauf gewertet werden. Die Zweckgesellschaft darf deshalb nicht in den Konsolidierungskreis des Veräusserers einfließen und ein Konkurs der Zweckgesellschaft darf folglich keinen Einfluss auf die vertragsgerechte Erfüllung der Transaktion haben.¹⁹

¹⁹ Kaufmann, 2006 S. 150

Folgende Konstellationen zeigen eine unvollständige Transaktion trotz formaljuristischer Erfüllung: Rückübertragungsmöglichkeiten in Form von Put-Optionen des Erwerbers, Ausfallgarantien des Veräusserers, Beteiligungen des Veräusserers am Eigenkapital der Zweckgesellschaft, ein Total-Return-Swap zwischen Veräusserer und Zweckgesellschaft, die Übernahme von Teilen der Emission durch den Veräusserer oder die Vereinbarung eines vorläufigen Kaufpreises, der in Abhängigkeit von Forderungsausfällen angepasst wird.

Die Vorteile einer True-Sale-Transaktion liegen insbesondere in der Ausscheidung des Ausfallrisikos auf dem Forderungsbestand, in der Reduktion der Eigenmittelunterlegungspflicht und in der Trennung der Bonität der emittierten Wertpapiere von jenem des Finanzinstituts. Letzteres ist insbesondere im Hinblick auf Finanzinstitute mit schlechtem oder ohne Rating interessant.²⁰

Von einer True-Sale-Verbriefung ist die synthetische Verbriefung zu unterscheiden, die lediglich eine Übertragung der Risikokomponente anstrebt und somit nicht eine Refinanzierung im eigentlichen Sinne darstellt. Mit einer synthetischen Verbriefung gelingt es das Kreditausfallrisiko an den Kapitalmarkt zu transferieren, während die Forderungen aber weiterhin beim Veräusserer verbleiben. In der Regel wird das Risiko durch den Einsatz von Kreditgarantien (Credit Default Swaps) abgesichert, bei denen das Finanzinstitut das Recht erwirbt von der Zweckgesellschaft eine Entschädigung zu erhalten, wenn gewisse Kreditverluste eintreten. Die Zweckgesellschaft wiederum emittiert eine Anleihe und legt den Erlös an, um damit Erträge zu erwirtschaften. Sollten Zahlungen an die Bank fällig werden, so erfolgt dies über eine Reduktion des Nennwerts der Anleihe. Das Kreditrisiko wird auf diese Weise auf die Investoren übertragen.²¹ Da die synthetische Verbriefung keine Refinanzierung darstellt, sondern vielmehr als Instrument für den Bereich des Risikomanagements zu sehen ist, wird im Weiteren nicht tiefer darauf eingegangen.²²

²⁰ Bär, 2000 S. 101 ff und Kaufmann, 2006 S. 150

²¹ Kaufmann, 2006 S. 139 ff und Rehkugler, 2004

²² Rehkugler, 2004

2.3.7 Strukturierungsvarianten von MBS²³

Die Gemeinsamkeit bei den Strukturierungsvarianten liegt in den Zahlungsströmen der Wertpapiere, welche durch die zugrundeliegenden Hypotheken bestimmt werden. Die Ausgestaltungen der Wertschriften können sich aber hinsichtlich der Zuteilung der Zahlungsströme und der Risikoallokation differieren. In diesem Zusammenhang werden die Strukturierungsprinzipien der Pass-Through und der Pay-Through Struktur unterschieden.

Die Pass-Through Struktur ist eine einfache und auch die ursprüngliche Zahlungsstruktur. Das Hauptmerkmal ist dabei, dass die eingegangenen Zahlungen aus dem Hypothekenpool über den Treuhänder direkt und unmodifiziert an die Investoren durchgereicht werden. Die Investoren halten über die Wertpapiere indirekt einen Anteil am unterliegenden Forderungspool, der einen anteiligen Anspruch auf die eingehenden Zahlungen begründet. Durch die direkte Weiterleitung der Zahlungen sind die Investoren einem möglichen Risiko der vorzeitigen Rückzahlung der Hypothek ausgesetzt. Die Zahlungsströme von Pass-Through MBS lassen sich entsprechend nur bedingt voraussagen.

Pay-Through Strukturen wurden erstmals 1983 durch FHLMC angewendet und waren eine Antwort auf die Bedürfnisse der Investorengemeinschaft. Dem Treuhänder wird es ermöglicht durch die Strukturierung der Zahlungen auf Basis eines gleichen Hypothekenpools mehrere Anlageklassen zu kreieren, die sich bezüglich Laufzeit, Zinssatz und Risiko unterscheiden. Diese sogenannten Collateralized Mortgage Obligations²⁴ (CMO) bestehen üblicherweise aus einer Seniortranche mit gutem Rating, zwei mittleren Tranchen und einer Equity-Tranche. Letztere wird so genannt, da sie als erste Tranche allfällige Verluste abzufangen hat und ihr damit faktisch Eigenkapitalcharakter zukommt. Jede dieser Tranchen erhält in periodischen Abständen ihren vertraglich geregelten und risikoabhängigen Couponzins ausbezahlt. Mit den erhaltenen Tilgungszahlungen werden die Tranchen in Abhängigkeit ihres Ranges zurückbezahlt. Sollte es zu einem Kreditausfall kommen, werden die Tranchen ebenfalls nach ihrem Rang bedient. Diese konsequente Bedienung nach Rangigkeit führt letztlich dazu, dass die Tranchen über unterschiedliche Rendite-Risiko-Profile verfügen und damit unterschiedliche Investoren angesprochen werden können.

²³ Bär, 2000 S. 127ff

²⁴ Collateralized Debt Obligations CDO entsprechen in ihrer Strukturierung weitgehend dem CMO, nur dass sie sich auf ABS-Transaktionen beziehen.

Dieses Instrument verzeichnete am amerikanischen Markt einen grossen Erfolg, da es nun möglich wurde aus Subprime-Krediten dennoch Wertpapiere mit vermeintlich gutem Rating zu generieren. Dass die Risiken schliesslich nicht mehr richtig eingeschätzt wurden, konnte im Zug der Finanzkrise festgestellt werden.

2.4 Der Pfandbrief

In über 20 europäischen Ländern findet der Pfandbrief als Refinanzierungsinstrument Anwendung. Obwohl er den besicherten Anleihen bzw. den Covered Bonds im weiteren Sinne zuzuordnen ist, wird im weiteren Verlauf dieser Arbeit bewusst am Begriff des Pfandbriefes festgehalten, um eine Verwechslung zu vermeiden. Denn während der Pfandbrief auf einem gesetzlichen Regelwerk beruht, basieren die Covered Bonds im engeren Sinne weitgehend auf einem Vertragswerk und sind somit in ihrer Gestaltung im Rahmen der gesetzlichen Grenzen frei. Im Folgenden wird der Fokus auf den Pfandbrief gesetzt.²⁵

2.4.1 Begriff des Pfandbriefes

Pfandbriefe sind mit Hypothekarkrediten besicherte Obligationenanleihen, die fest verzinst werden. Die pfandrechtliche Sicherung der Rückzahlungs- und Zinsverpflichtungen des Schuldners erfolgt unmittelbar durch ein Forderungspfand und mittelbar durch ein Grundpfandrecht.²⁶

Gemeinsam haben alle Pfandbriefe in Europa, dass sie im Gegensatz zu den Covered Bonds im engeren Sinne durch ein Gesetzeswerk geregelt und einer Aufsichtsbehörde unterstellt sind. Dank der Erfüllung der OGAW-Richtlinien²⁷ sind die europäischen Pfandbriefe in ihrer Grundstruktur vergleichbar. Dennoch können sich die Pfandbriefe in Bezug zum unterliegenden Pfandbriefsystem und seiner nationalen Gesetzgebung teilweise stark unterscheiden. Dies trifft insbesondere auf Faktoren, welche auf die Kreditqualität der Pfandbriefe einen wesentlichen Einfluss haben. Zu nennen sind in diesem Zusammenhang vor allem das Vorrecht auf das Haftungssubstrat, ein allfälliges Spezi-

²⁵ Vgl. dafür Kapitel 2.5

²⁶ Kaufmann, 2006 S. 106

²⁷ Vgl. Richtlinie 2009/65/EG des europäischen Parlaments und des Rates vom 13. Juli 2009 zur Koordination der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren OGAW

albankenprinzip, qualitative und quantitative Deckungsvorschriften sowie die Regelung der Aufsichtsbehörde.²⁸ Damit ist ein Europa nicht jeder Pfandbrief gleich Pfandbrief.

Die Tatsache, dass die Hypothekarkredite nach der Emission des Pfandbriefes weiterhin in der Bilanz des Emittenten verbleiben (Prinzip des Originate-to-Hold), markiert den wesentlichen Unterschied zur MBS. In den meisten europäischen Ländern werden grundsätzlich die Hypothekenpfandbriefe von den öffentlichen Pfandbriefen unterschieden. Öffentliche Pfandbriefe werden zur Refinanzierung von Darlehen an die öffentliche Hand eingesetzt.²⁹

Durch die Besicherung der Anleihe mit einem Vermögenswert können die Refinanzierungskosten im Vergleich zu einer Anleihe ohne Besicherung aufgrund eines geringeren Risikos gesenkt werden. Die Ratingagenturen berücksichtigen in ihrer Einschätzung diesen Effekt und bewerten die Pfandbriefe vor diesem Hintergrund häufig unabhängig von der Emissionsbank, da für den Investor Ultima Ratio ein Rückgriff auf das Grundpfand besteht. Ferner bilden Pfandbriefe für kleinere und mittlere Banken, welche nicht über ein erstklassiges Rating verfügen oder Zugang zum Kapitalmarkt haben, eine einfache und vergleichsweise günstige Refinanzierungsquelle für ihre Hypothekardarlehen.³⁰

2.4.2 Entstehung

Der Pfandbrief ist heute ein von Finanzinstituten ein häufig genutztes Refinanzierungsinstrument mit langer Tradition, welche bis ins 18. Jahrhundert zurückreicht. Der Pfandbrief in Europa finden in zwei historischen Ereignissen seinen Ursprung: Die Schaffung der Schlesischen Landschaft im Jahre 1769 in Preussen und die Gründung des Crédit Foncier de France 1852 in Frankreich. Nach dem siebenjährigen Krieg zwischen Österreich und Preussen, war die Provinz Schlesien so zugrunde gerichtet, dass keine Kredite mehr vergeben wurden. In Reaktion darauf ordnete Friederich der Grosse 1769 die Gründung des ersten Bodenkreditinstituts, der Schlesischen Landschaft. Nach dem Prinzip des „alten Pfandbriefes“ wurde dem Pfandbriefinhaber ein Hypothekarrecht auf ein speziell benanntes Grundstück eingeräumt, sodass er seine Befriedigung unmittelbar aus dem verpfändeten Grundstück suchen konnte. Nach demselben Muster

²⁸ Packmohr, 2005 S. 5

²⁹ Büchler, et al., 2003 S. 2

³⁰ Büchler, et al., 2003

entstanden in den folgenden Jahren in Preussen weitere Institute. Im Jahr 1852 erliess Frankreich ein Dekret, das die Zulassung von staatlich konzessionierten Aktiengesellschaften zum Zwecke der Ausgabe von Hypothekendarlehen regelte. Die starken Zentralisierungstendenzen führten schliesslich dazu, dass nur die *Crédit Foncier de France* die Konzession erhielt, welche bis heute eine Monopolstellung innehat. Lauteten die Pfandbriefe zunächst auf ein bestimmtes Grundstück, änderte sich das Konstrukt von „neuen Pfandbriefen“ dahingehend, dass das Grundpfandrecht zugunsten des Instituts errichtet wurde. Zwar bleibt die Haftung der Güter gegenüber den Pfandbriefgläubigern bestehen, doch kann ein Anspruch nur noch gegenüber dem zwischengeschalteten Institut gemacht werden. Getrieben vom Erfolg dieser zwei Vorreiter, breiteten sich in der Folge in einer Vielzahl europäischer Staaten Pfandbriefsysteme aus, die sich allerdings sehr unterschiedlich entwickelten.³¹

2.4.3 Pfandbriefsystem

Das jeweilige Pfandbriefsystem hängt vom nationalen Gesetz ab, insbesondere ob eine Bank direkt an den Kapitalmarkt gelangen kann oder dass die Abwicklung über einen Finanzintermediär zu erfolgen hat. Abbildung 2 stellt das ein- und zweistufige Pfandbriefsystem schematisch dar.

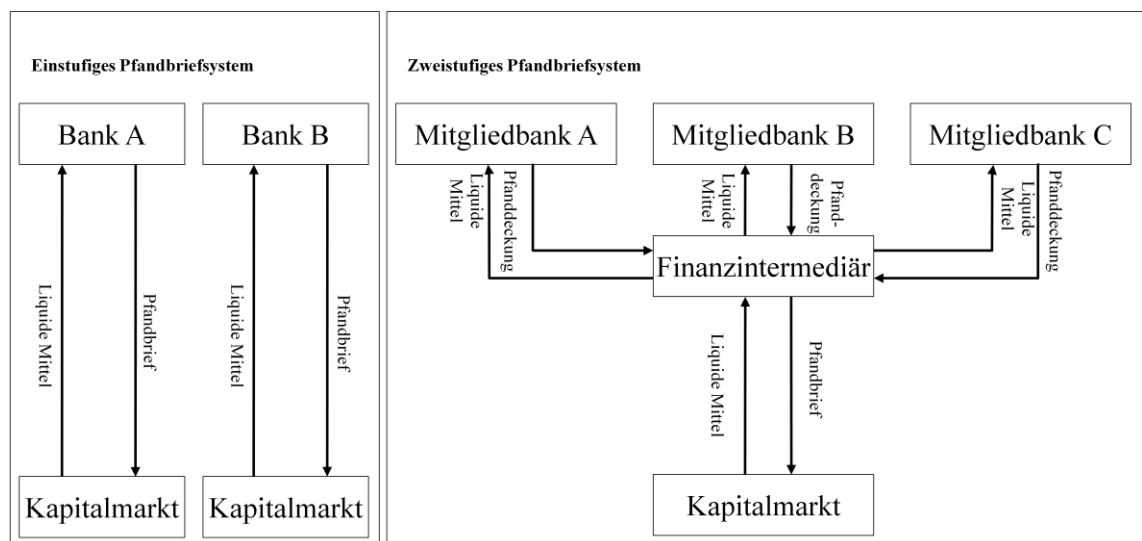


Abbildung 2: Das einstufige und zweistufige Pfandbriefsystem
Quelle: Eigene Darstellung; Ringli, 2007

³¹ Für historisch detailliertere Ausführungen sei auf Hunziker, 1986 verwiesen.

Beim einstufigen Modell tritt die Bank selber als Emittentin ihrer Pfandbriefe am Kapitalmarkt auf. Im Gegenzug zu den erhaltenen flüssigen Mitteln gibt die Bank einen Pfandbrief aus. Diese Struktur ist im Falle von staatlich konzessionierten Spezialbanken, deren Tätigkeitsfeld aufgrund des Gesetzes stark eingeschränkt wird, vorzufinden. Eine gewisse Zweistufigkeit kann dennoch beobachtet werden, wie es das Beispiel des deutschen Jumbo-Pfandbriefes zeigt, bei welchem konzessionierte Banken ihre Forderungen zusammenlegen und die Emission schliesslich über eine einzige Bank erfolgt.

Bei der zweistufigen Variante ist ein Finanzintermediär dazwischen geschaltet, welcher sich über die Pfandbriefausgabe am Kapitalmarkt refinanziert. Er konzentriert damit die Darlehenswünsche der Banken und befriedigt diese durch die Emission einer einzelnen, grossen Pfandbriefanleihe. Der Vorteil liegt darin, dass der Intermediär unabhängig von seinen Mitgliedsbanken eine eigene Deckungsprüfung vornimmt. Dies stellt somit eine zusätzliche Sicherheitsmassnahme dar.³² Überdies kann mit der Bündelung der Forderungen eine Diversifikation und damit das unsystematische Risiko verringert werden.

2.5 Weitere Refinanzierungsinstrumente

Kundengelder und Geldmarktkredite

Die Finanzierung der Hypothekarkredite über Kundengelder ist die traditionellste und günstigste Form der Refinanzierung. Diese Finanzierungsart hat sich in der Vergangenheit gut etablieren können, da Kunden ihre Gelder selten in Anlagen platzierten. Die Banken schöpfen dabei die Zinsdifferenz zwischen dem Hypothekarzins und dem Depotzins ab. Heute sind vor allem kleinere, national tätige Banken diesem Geschäft tätig. Die Refinanzierung von Hypotheken über kurzfristige Geldmarktkredite weist in ökonomischer Hinsicht ähnliche Züge wie die Refinanzierung über Kundengelder auf. Bei dieser Refinanzierungsform nimmt die Bank Geld über kurzfristige Geldmarktkredite auf, welches sie aber langfristig in Form von Hypotheken ausleiht. Die unterschiedlich langen Laufzeiten der Kredite erfordert eine laufende Erneuerung der Geldmarktkredite. Das grösste Problem dieser beiden Refinanzierungsformen liegt im Liquiditätsrisiko, welches sich aufgrund der nicht gewährleisteten Fristenkongruenz ergibt. In der Folge kann es zu Situationen kommen, in welchen die kurzfristige Refinanzierung von lang-

³² Horat, 2007 S. 93

fristigen Forderungen plötzlich für das Finanzinstitut existenzgefährdend sein kann. So können beispielsweise ein massiver Abfluss von Kundengeldern in kurzer Zeit oder die fehlende Möglichkeit der kurzfristigen Refinanzierung über den Geldmarkt massive Liquiditätsprobleme verursachen.³³ Eine kurz- bis mittelfristige Prognose ist aufgrund eines ständigen Sockelbestandes, um welchen die Zu- und Abflüsse fluktuieren, dennoch möglich, sodass sich diese für die Finanzierung von langfristigen Hypothekarkrediten eignen können. Ausserdem stellen sie wegen der kurzen Vertragslaufzeiten und der vorteilhaften Zinsmarge ein äusserst günstiges Refinanzierungsmittel dar.³⁴

Syndizierung

Bei der Syndizierung wird im Allgemeinen die gemeinsame Durchführung einer grossvolumigen Finanzierung durch mehrere Finanzinstitute verstanden. Wird dies gleich bei der Kreditzusage so geregelt, spricht man auch von Konsortialkredit. Oft wünscht sich der Immobilieninvestor, soweit er eine Fremdfinanzierung benötigt, wegen der geringeren Komplexität des Entscheidungsprozesses den Kredit aus einer Hand, während die jeweilige Bank eventuell sich nicht in diesem Umfang bei diesem Kreditnehmer beteiligen möchte. Dann besteht die Möglichkeit des nachträglichen Weiterverkaufs von einzelnen Kredit- und/oder Risikopositionen, was letztlich eine Syndizierung ist. Die Teilung kann horizontal (jede Bank hält gleichartige Kreditanteile) oder vertikal (Kredit wird nach Rangigkeit/Risiko aufgeteilt). Für die beteiligten Banken ergeben sich daraus Möglichkeiten der gezielten Gestaltung risikoärmerer Kreditportfolios. Ein praktisches Problem bildet dabei aber die Teilung und Übertragung von Sicherheiten (Grundschulden). In der Praxis verwaltet der Konsortialführer die Angelegenheit treuhänderisch, wobei im Falle einer Insolvenz offene Fragen entstehen.³⁵

Unbesicherte Obligationenanleihen

Finanzinstituten mit guter Bonität ist die Möglichkeit gegeben sich über die Emission unbesicherter Obligationenanleihen direkt am Kapitalmarkt mit mittel- bis langfristigem Fremdkapital zu refinanzieren. Dabei steht die Bank um die zur Verfügung stehenden Mittel in direkter Konkurrenz zu in- und ausländischen Banken, Staaten, supranationale

³³ Jordan, 10. September 2008 S. 3

³⁴ Horat, 2007 S. 9

³⁵ Rehkugler, 2004

Organisationen und internationale Grossunternehmen. Ferner sind die gewährten Konditionen von der Bonität der Emittentin und den allgemeinen Marktbedingungen im Zeitpunkt der Emission abhängig. In der Regel sind für eine erfolgreiche Platzierung der Wertpapiere am Markt sowohl ein offizielles Rating als auch ein Mindestemissionsvolumen von mindestens CHF 100 Mio. Voraussetzung. Deshalb ist für kleinere Finanzinstitute, welche über kein Rating und keinen Zugang zum Kapitalmarkt verfügen, die Refinanzierung über die Emission unbesicherter Anleihen in der Regel unmöglich.³⁶

Covered Bonds

Ein Refinanzierungsinstrument, welches dem Pfandbrief sehr ähnlich ist, ist die besicherte Anleihe, auch Covered Bond genannt. Auch hier ist das zentrale Merkmal dieser gedeckten Schuldverschreibungen der zweifache Schutz für die Anleger. Der Covered Bond hebt sich vom Pfandbrief dadurch ab, dass seine Grundlagen vertraglich und nicht gesetzlich geregelt sind.³⁷ Solche Covered Bonds oder „strukturierte Covered Bonds“, wie sie auch genannt werden und beispielsweise in England Anwendung finden, erfüllen die OGAW-Richtlinie 22/4 nicht. Entsprechend ist es grundsätzlich allen Finanzinstituten möglich Covered Bonds zu emittieren. Wichtig ist es dabei, sich deutlich von den gesetzlichen Pfandbriefen abzugrenzen, um nicht in Rechtsstreitfälle zu geraten. Aufgrund des fehlenden gesetzlichen Rahmens kommen die Covered Bonds jedoch nicht in den Genuss einer bevorzugten Anrechnung in Bezug auf die Eigenkapitalunterlegungspflicht und einer Nicht-Anrechnung bei Grosskreditgrenzen für Banken.³⁸

Es sei dabei vermerkt, dass auf europäischer Stufe, nicht zuletzt bedingt durch das Ankaufprogramm der Europäischen Zentralbank (EZB), Bestrebungen im Gange sind, mit dem Ziel den Begriff des Covered Bonds als Synonym für den weiter oben definierten gesetzlich geregelten Pfandbrief zu sichern. Die aktuellen OGAW-Richtlinie 22/4 ist dafür aber noch unzureichend, denn sie definiert lediglich die Voraussetzungen, die erfüllt werden müssen, damit eine Schuldverschreibung von einer privilegierten Risikogewichtung profitieren kann. Der Name der Covered Bonds wird aber dadurch nicht geschützt und umfasst damit sowohl den Pfandbrief als auch vertraglich geregelte Covered Bonds. Der 2004 gegründete European Covered Bond Council (ECBC) ist deshalb

³⁶ Horat, 2007 S. 17f

³⁷ Auf diese in vorliegender Arbeit verwendete Abgrenzung wurde im Kapitel 2.4 bereits hingewiesen.

³⁸ Packmohr, 2005 S. 5f und Hagen, 2006

in seiner Funktion als Sprachrohr der am Covered Bond Markt agierenden Institutionen um eine Regulierung und Standardsetzung auf europäischer Stufe bemüht.³⁹ Langfristig wird damit der vertraglich geregelte Covered Bond wohl nicht mehr unter diesem Namen auf dem Markt auftreten können.

2.6 Zusammenfassende Gegenüberstellung von MBS und Pfandbrief⁴⁰

Während in Europa sich primär das historisch gewachsene Pfandbriefsystem etablieren konnte und heute nunmehr kaum wegzudenken ist, refinanziert sich der US-amerikanische Hypothekenmarkt zu einem Anteil über MBS. Beide Systeme haben gemeinsam, dass die Strukturen staatlich gefördert über die Zeit standardisiert wurden, was sich direkt in den vergleichsweise tiefen Transaktionskosten und dem schnellen Prozessablauf niederschlägt. In dieser Hinsicht sind die beiden Systeme in ihrer Wirkung Refinanzierungssystem als ebenbürtig zu erachten. Im Falle von nicht staatlich geförderten und standardisierten MBS-Transaktionen sind die Kosten beträchtlich höher und die Durchführung der Transaktion äusserst komplex. Zudem bestehen aufgrund der geringen Prozess- und Regelstandardisierung meist Rechtsunsicherheiten. Damit verursachen MBS nicht per Definition höhere Transaktionskosten. Vielmehr sind die Kosten als eine Funktion der Standardisierung des Verfahrens sowie gesetzlicher und steuerrechtlicher Rahmenbedingungen zu verstehen.

Der Pfandbrief ermöglicht eine kostengünstige Kapitalaufnahme durch die Ausgabe von besicherten Anleihen. Entsprechend handelt es sich um ein reines Refinanzierungsinstrument und weil die zur Besicherung der Pfandbriefe angegrenzte Deckungsmasse in der Bilanz der Bank bleibt, handelt es sich um On-Balance Sheet-Finanzierung, was einem Originate-to-Hold-Modell entspricht. Im Falle der Verbriefung von Hypothekendarlehen in MBS handelt es sich infolge der Ausgliederung der Hypothekarbestandes aus der Bilanz um eine Off-Balance Sheet-Finanzierung, also um eine Originate-to-Sell-Struktur. Ferner lassen sich mit einer MBS-Transaktion neben dem reinen Finanzierungsaspekt noch weitere Ziele verfolgen. Durch die Auslagerung des Hypothekarbestandes aus der Bilanz, kann der Originator das Ausfallsrisiko transferieren, auf regulatorische Vorschriften wie eine Leverage-Ratio oder eine Eigenmittelunterlegung reagieren oder die Aktiva redimensionieren.

³⁹ Hagen, 2006

⁴⁰ Vgl. Hug, 2000 S. 39ff und Bär, 2000 S. 50ff

Die Pfandbriefe verfügen über ein sehr gutes Rating, was auf ihre gesetzlichen Bestimmungen und die Besicherungskette zurückzuführen ist. Das Haftungssubstrat besteht nicht nur aus Pfandrecht an den Hypothekarkreditforderungen, sondern auch am Grundpfand. Können der Hypothekarschuldner und der Hypothekarkreditgläubiger ihren Verpflichtungen gegenüber dem Investor nicht mehr nachkommen, haften diese mit ihrem gesamten Vermögen. Im Falle von MBS steht dem Investor lediglich der Hypothekarbestand als Haftungssubstrat zur Verfügung. Durch die Auslagerung des Forderungsbestandes im Rahmen eines True-Sales an eine Zweckgesellschaft, besteht für den Investor kein Regressanspruch auf den Originator und den Hypothekarkreditnehmer. Aufgrund des geringeren Besicherungsumfanges wird mittels eines Credit Enhancement das vom Investor zu tragende Risiko reduziert. Solche Enhancement Massnahmen sind bei Pfandbriefen eher ungewöhnlich.

Der Hypothekarkreditbestand, der die Pfandbriefe besichert, kann auch im Nachgang der Emission angepasst und verändert werden. Auch ist der Originator oftmals verpflichtet für eine ständige Deckung der Pfandbriefe zu sorgen. Dem gegenüber wird in einer MBS-Transaktion der auszulagernde Hypothekenbestand vor der Emission definiert und kann danach in aller Regel nicht mehr modifiziert werden.

Im Falle von Pfandbriefen besteht zwischen den Zahlungsströmen aus dem Hypothekarbestand und dem Wertpapier kein direkter Zusammenhang. Die vom Hypothekarschuldner geleisteten Zahlungen werden nicht direkt an den Pfandbriefgläubiger weitergereicht. Im Unterschied dazu werden bei MBS die aus dem Hypothekarbestand generierten Zahlungen über einen Treuhänder an den Investor durchgereicht (Pass-Through Struktur). Bei CMOs mit einer Pay-Through Struktur werden die Zahlung durch den Treuhänder strukturiert und dann an den Investor weitergeleitet.

Pfandbriefe sind in der Regel mit einer festen Verzinsung über ihre Laufzeit und einer Tilgung am Ende ausgestattet. Die Zins- und Tilgungszahlungen werden vom Emittenten zumeist garantiert. Bei MBS erhalten die Investoren sowohl Zins- als auch Tilgungszahlungen regelmässig ausbezahlt. Damit beinhalten die MBS im Gegensatz zu den Pfandbriefen das Risiko der vorzeitigen Rückzahlung des Kredits. Die Zahlung der Zins- und Tilgungsbeträge sind bei den MBS prinzipiell nicht gewährleistet, wenn nicht allfällige Credit Enhancements abgeschlossen wurden oder staatliche Institutionen als Garanten auftreten. Entsprechend sind die Investoren in Abhängigkeit der Ausgestaltung der MBS-Transaktion direkt an den Verlusten aus dem Forderungspool beteiligt.

3 Aktuelle Situation in der Schweiz

In diesem Kapitel wird zunächst ein Überblick über den Schweizer Hypothekarmarkt und seinen Refinanzierungsmöglichkeiten vermittelt. Insbesondere wird das Pfandbriefsystem etwas näher betrachtet, nimmt es als Refinanzierungsinstrument eine doch äusserst wichtige Funktion ein. Abschliessend werden mit Swissact und der Tell zwei gewichtige MBS-Transaktionen beschrieben, die in der Vergangenheit in der Schweiz durchgeführt wurden.

3.1 Der Schweizer Hypothekarmarkt

Der Schweizer Hypothekarmarkt ist fest in den Händen der Schweizer Banken. Die Abbildung 3 zeigt die Marktanteile der verschiedenen Anbietergruppen am inländischen Gesamthypothekarkreditvolumen per Ende 2008 und hebt die klare Dominanz der Banken mit einem Gesamtanteil von CHF 700.7 Mrd. oder knapp 90% deutlich hervor. Auf die Versicherungen entfallen 8% und auf die Pensionskassen 2% des gesamten Marktes. Augenfällig ist zudem, dass vor allem die Gross- und Kantonalbanken mit je rund einem Drittel den Hypothekarmarkt unter sich aufteilen. An dieser Stelle sei vermerkt, dass Hypothekardarlehen des Bundes und öffentlicher Unternehmen dabei nicht berücksichtigt sind, es sich aber in diesem Zusammenhang um ein vernachlässigbar kleines Volumen handelt.

	Grossbanken	Kantonalbanken	Regionalbanken und Sparkassen	Raiffeisenbanken	Übrige Banken	Versicherungen	Pensionskassen	Total
Mrd. CHF	235.6	230.3	70.4	101.4	63.0	62.9	17.0	780.6
Anteil	30%	29%	9%	13%	8%	8%	2%	100%

Abbildung 3: Marktanteile am Hypothekargeschäft per 31.12.2008⁴¹

Quelle: Schweizerische Nationalbank, Versicherungsverband ASA/SSV, Bundesamt für Statistik, eigene Darstellung

Für die Schweizer Banken wiederum stellt das Hypothekarkreditgeschäft das mit Abstand wichtigste Kreditgeschäft dar. Dies trifft insbesondere auf die Kantonalbanken, Regionalbanken und Sparkassen sowie auf die Raiffeisenbanken zu. Wie in Abbildung 4 ersichtlich nehmen die Hypothekarforderungen einen Anteil von 61% bis 80%

⁴¹ Der Stichtag ist zwecks der zeitlichen Vergleichbarkeit so gewählt.

am Bilanzvolumen ein. Die Grossbanken stützten sich weniger stark auf das Hypothekengeschäft, sodass der Anteil am Bilanzvolumen rund 16% beträgt. Die übrigen Banken fassen nach SNB-Kategorisierung die Bankengruppen 5 bis 8 zusammen.

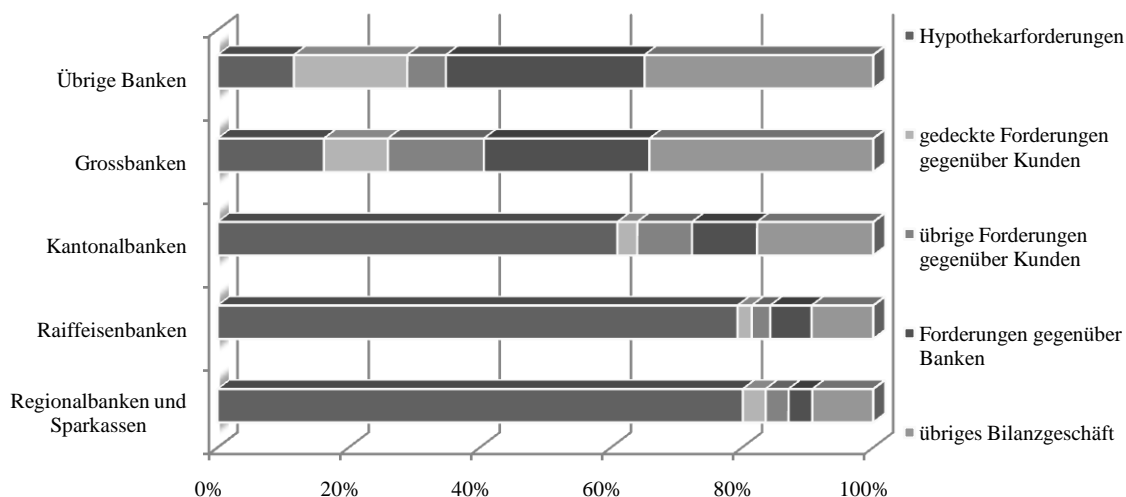


Abbildung 4: Bedeutung des Hypothekengeschäfts gemessen an der Bilanzsumme⁴² der Schweizer Banken
 Quelle: Schweizerische Nationalbank, eigene Darstellung

Die Abbildung 5 zeigt, dass seit der zweiten Hälfte der 1980er Jahren das Kreditvolumen im Zuge einer expansiven und volumenorientierten Kreditvergabe politik bis zum Platzen der Immobilienblase anfangs neunziger Jahre stark angestiegen ist.⁴³ Einen nicht unwesentlichen Einfluss auf dieses Wachstum des Hypothekarmarktes dürfte nicht zuletzt der seit dem Crash der 90er stetig sinkende Hypothekarzinsatz haben.

Seit 2006 haben vor allem die Raiffeisenbanken mit +26% und die übrigen Banken, die sich keiner dieser Kategorien zuteilen lassen, mit +31% überdurchschnittlich an Volumen zulegen können. Während die Kantonalbanken (+13%) und die Regionalbanken und Sparkassen (+9%) sich mit dem Markt entwickelten (+13%), verzeichneten die Grossbanken im Vergleich gar eine gewisse Stagnation (+4%). Gesamthaft betrachtet steigen Hypothekarforderungen von 2008 auf 2009 um +5,2% auf CHF 724,8 Mrd. Die privaten Haushalte, welche rund 75% der Hypotheken halten, erhöhten diese dabei um +4,4%, was auf insbesondere auf die ausserordentlich tiefen Hypothekarzinsen zurückzuführen ist.⁴⁴

⁴² Diese Analyse basiert auf der Bilanzstatistik der SNB, weil von der Bankenwirtschaft ansonsten keine aufbereiteten Zahlen verfügbar sind.
⁴³ Horat, 2007 S. 12
⁴⁴ SNB, 2010 S. 11

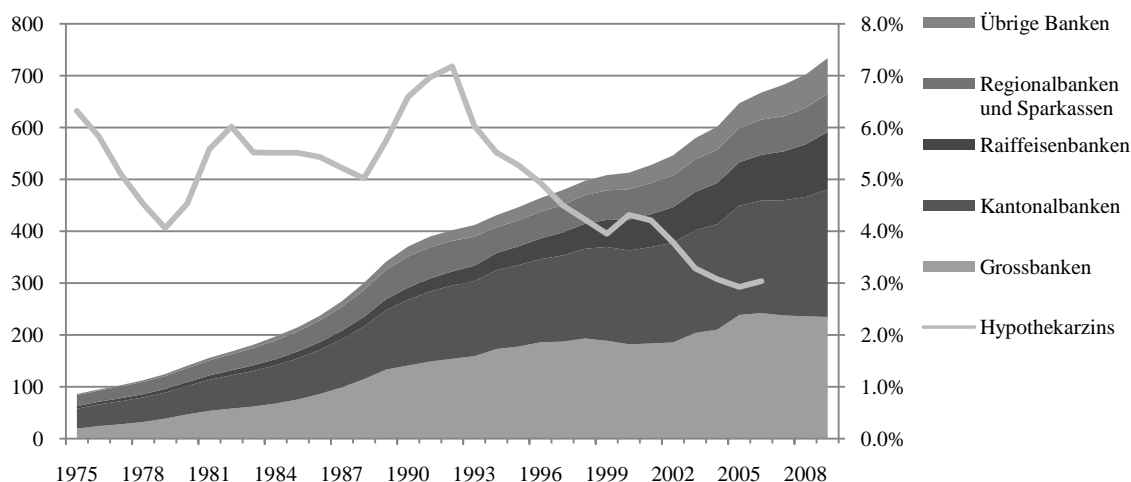


Abbildung 5: Entwicklung des Hypothekarvolumens der Banken in Mrd. CHF (linke Skala) sowie des Hypothekarzinseszinses (rechte Skala)
 Quelle: Schweizerische Nationalbank, eigene Darstellung

3.2 Die Refinanzierung des Hypothekargeschäfts

Das Hypothekargeschäft ist gemessen an der Bilanzsumme ein äusserst wichtiges Geschäftsfeld der Schweizer Banken. Deshalb spielt die Refinanzierung sowohl für die Rentabilität des Geschäfts als auch für die Zinsen, die dem Kunden angeboten werden können, eine bedeutsame Rolle.

Die Schweizer Banken refinanzieren ihr Inlandgeschäft in erster Linie über Kundengelder, die die günstigste Form der Refinanzierung darstellen (Abbildung 6). Im Zuge der Finanz- und Bankenkrise hat sich die Situation in Bezug auf diese Kundengelder stark verändert. Ein Teil der Finanzanlagen der Bankkunden wurden bis zu einer Erholung der Finanzmärkte in beträchtlichem Masse auf Sparkonten parkiert, die um +18% auf CHF 426 Mrd. zulegten.⁴⁵ Der Anteil an Spargelder, welcher für die Refinanzierung von Krediten verwendet werden kann, ist damit gesamthaft betrachtet sprunghaft angewachsen. Andererseits darf erwartet werden, dass mit dem Abklingen der Finanzkrise und dem zunehmenden Vertrauen in Finanzprodukte der Trend der Verlagerung der Spar- in Anlageprodukte wieder einsetzen wird. Interessant ist ebenfalls der hohe Anteil der Bankenkredite, die aber vor allem durch die Grossbanken beeinflusst werden.

⁴⁵ SNB, 2010 S. 12. Dabei handelt sich um in- und ausländische Gelder.

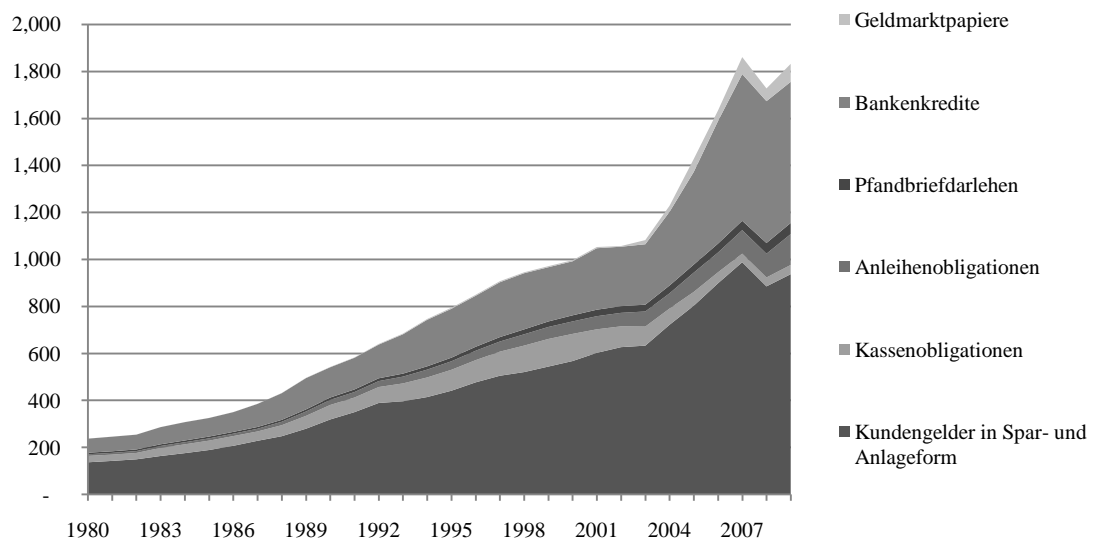


Abbildung 6: Refinanzierungsmix der Schweizer Banken in Mrd. CHF (in- und ausländische Gelder)
 Quelle: Schweizerische Nationalbank, eigene Darstellung

In Abbildung 7 wird der Refinanzierungsgrad der vier Schweizer Bankengruppen dargestellt, in dem die Kundenausleihungen (Hypothekarkredit, Forderungen gegenüber Kunden und Kassenobligationen) den Kundeneinlagen (Kundeneinlagen, Obligationen, Anleihen und Pfandbriefdarlehen) gegenübergestellt werden. Auffallend ist die Tendenz, dass mit Kundeneinlagen, Obligationen und Pfandbriefdarlehen die Ausleihungen immer weniger refinanziert werden können. Dabei ist ein markanter Unterschied feststellbar zwischen den Kantonalbanken, Raiffeisenbanken und den Regionalbanken und Sparkassen einerseits und den Grossbanken andererseits. Der Einbruch des Refinanzierungsgrades der Grossbanken 2008 ist auf die massiven Geldabzüge zurückzuführen. Im selben Jahr haben die Kantonal- und Raiffeisenbanken einen substantiellen Zuwachs an Kundengelder verzeichnen können.

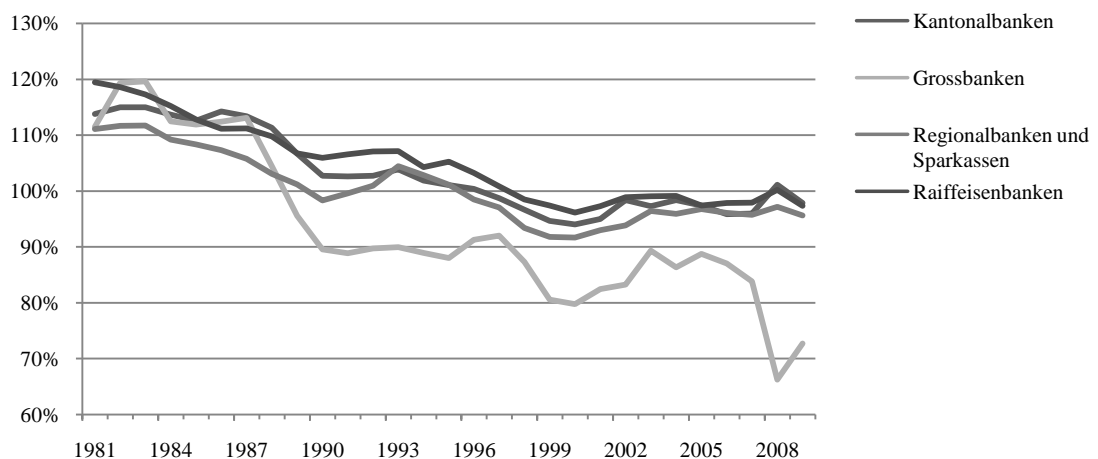


Abbildung 7: Entwicklung des Refinanzierungsgrades verschiedener Bankengruppen (Einlagen in Prozent der Ausleihungen des Inlandgeschäfts)

Quelle: Schweizerische Nationalbank, Horat, 2007 S. 11, eigene Darstellung

Zur Deckung dieser Refinanzierungslücke kommen für die Banken neben den erwähnten Kundeneinlagen, Obligationenanleihen und Pfandbriefen ebenso auch Interbankenkredite und Geldmarktkredite sowie Repo-Geschäfte als Refinanzierungsinstrumente in Frage. Zudem besteht für die beiden Grossbanken die Möglichkeit sich über ausländische Gelder zu finanzieren.

Mittel- bis langfristige Interbankenkredite und kurzfristige Geldmarktkredite sind eine verbreitete und schnelle Form der Mittelbeschaffung mit anderen Geschäftsbanken. Üblicherweise werden die Interbankenkredite ohne Besicherung abgeschlossen, was eine gute Bonität und die Erfüllung von Mindestanforderungen durch den Kreditnehmer erfordert. In Bezug auf den Geldmarkt verfügen kleine Banken wegen dem Fehlen von notwendigen Finanzinfrastrukturen oftmals über keinen Marktzugang. Zudem erfolgen Geldmarktgeschäfte auch ohne Besicherung, was ebenfalls eine hohe Bonität der Marktteilnehmer voraussetzt. Das Repurchase Agreement-Geschäft oder kurz Repo-Geschäft ist ein sehr junges, jedoch am Schweizer Markt äusserst erfolgreich eingesetztes Instrument. Wesentlich ist dabei, dass das kurzfristige Kreditgeschäft mit Terminrückkauf jeweils mit Wertschriften besichert ist. Wegen der kurzen Laufzeit wird das Repo-Geschäft tendenziell dem Geldmarkt zugeordnet.

Abbildung 7 zeigt erneut den Refinanzierungsgrad der Schweizer Banken auf, wobei Einlagen und Ausleihungen nun jeweils auch Interbankenkredite und Geldmarktkredite einschliessen. Zusätzlich sind die Inland- und Auslandgeschäfte berücksichtigt, was für die Grossbanken einen massgeblichen Einfluss hat. Damit zeichnet sich nun ein ganz

anderes Bild: Die Grossbanken können ihre Ausleihungen spielend mit den verfügbaren Mittel refinanzieren. Auch den Raiffeisenbanken, den Kantonalbanken und den Regionalbanken und Sparkassen gelingt es mit Geldmarkt- und Interbankenkrediten die Deckungslücke zu schliessen.

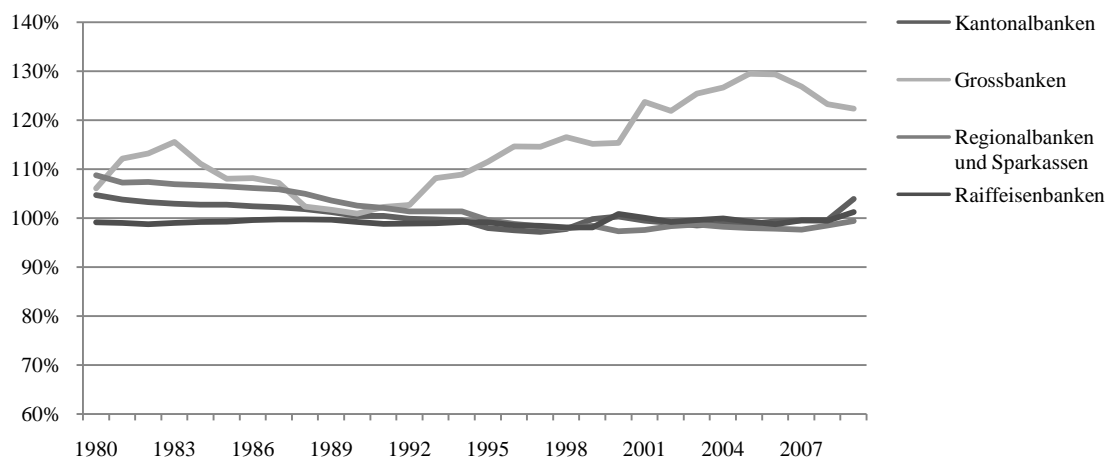


Abbildung 8: Entwicklung des Refinanzierungsgrades verschiedener Bankengruppen (Einlagen in Prozent der Ausleihungen des Inland- und Auslandgeschäfts)
Quelle: Schweizerische Nationalbank, eigene Darstellung

3.3 Der Schweizer Pfandbrief

3.3.1 Der Pfandbriefmarkt

Der Schweizer Pfandbriefmarkt ist die zweitgrösste Anleihenkatgorie im Inlandsegment des Kapitalmarktes; nur die Eidgenössischen Staatsanleihen bringen es auf ein noch grösseres Volumen.⁴⁶ Der Bestand an Pfandbriefanleihen betrug im Jahr 2009 rund CHF 64.7 Mrd., wobei alleine CHF 11.0 Mrd. auf die im selben Jahr erfolgte „Limmat“-Transaktion entfallen, bei welcher Pfandbriefe im Rahmen einer einmaligen Aktion privat platziert wurden.⁴⁷ Durch diese Transaktion flossen überschüssige Mittel von den Kantonalbanken und Raiffeisenbanken, welche in den letzten Monaten mit Kundengeldern geradezu überschwemmt wurden, zu den Grossbanken, die sich damit zu Marktkonditionen refinanzieren konnten.

Die Abbildung 9 zeigt die Entwicklung des Pfandbriefes, der in den 1980er Jahren nur zögerlich zunahm. Nach einem kurzen Zusammenbruch im Zusammenhang mit der

⁴⁶ NZZ-Online, 2009

⁴⁷ Gemäss Geschäftsberichte 2009 der Pfandbriefbank CHF 41.82 Mrd. und der Pfandbriefzentrale CHF 22.86 Mrd.

Immobilienkrise der 1990er, konnte das Pfandbriefvolumen stetig zunehmen. Auffällig ist zudem, nach einer langen Zeit zurückhaltender Nutzung des Pfandbriefes, der sprunghafte Anstieg des Pfandbriefvolumens bei den Grossbanken, welcher infolge der „Limmat“-Transaktion entstand.

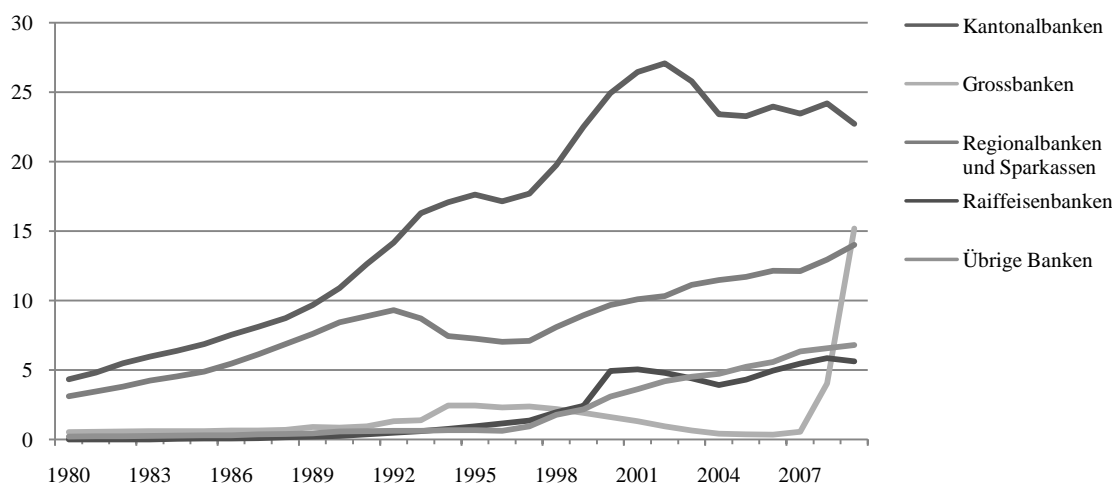


Abbildung 9: Entwicklung des Pfandbriefvolumens verschiedener Bankengruppen in Mrd. CHF
Quelle: Schweizerische Nationalbank, eigene Darstellung

Mit den im Jahre 2009 ausstehenden Hypothekarforderungen von rund CHF 733.8 Mrd. ergibt sich damit ein Refinanzierungsgrad mittels Pfandbrief von rund 8.8 %. Dies mag auf den ersten Blick nicht sonderlich viel erscheinen, es sei jedoch darauf hingewiesen, dass sich die Banken primär über günstige Kundengelder zu refinanzieren versuchen. Ausserdem stellten die unbesicherten Anleihen für die Grossbanken vor Ausbruch der Finanzkrise ein günstigeres Mittel für die Refinanzierung dar. Der Pfandbrief ist somit nicht als primäres sondern viel mehr als komplementäres Instrument zu verstehen.

	Kantonalbanken	Grossbanken	Regionalbanken und Sparkassen	Raiffeisenbanken
Hypothekarvolumen	246.2	234.5	73.9	110.7
Pfandbriefvolumen	22.7	15.2	14.0	5.6
Finanzierungsgrad	9.2%	6.5%	19.0%	5.1%

Abbildung 10: Finanzierungsbeitrag des Pfandbriefes (Angaben in Mrd. CHF)
Quelle: Schweizerische Nationalbank, eigene Darstellung

Refinanzierten die Grossbanken im Jahr 2007 nur gerade mal 0.2% der Hypothekarforderungen mit dem Pfandbrief, so beträgt der Anteil 2009 6.5%. Am stärksten Gebrauch vom Pfandbrief machen die Regional- und Sparkassen mit einem Anteil von 19.0%.

3.3.2 Das Schweizer Pfandbriefsystem

Als einziges Land verfügt die Schweiz über ein zweistufiges Pfandbriefsystem. Es ist ausschliesslich zwei Instituten, der Pfandbriefzentrale der schweizerischen Kantonalbanken und der Pfandbriefbank schweizerischer Hypothekarinstitute, vorbehalten Pfandbriefe zu emittieren und die eingenommenen Mittel ihren Mitgliedsbanken als Pfandbriefdarlehen weiter zu geben. Dadurch ergibt sich für die Mitgliedsbanken eine spezielle Situation, bei welcher sie als Aktionäre, Darlehensnehmer und gegebenenfalls als Mitglied des Emissionssyndikats gleich mehrere Funktionen einnehmen. In dieser Hinsicht verkörpern die Pfandbriefinstitute geradezu idealtypisch die genossenschaftliche Idee.⁴⁸

Die Abbildung 11 zeigt schematisch das in Europa einzigartige zweistufige Pfandbriefsystem. Es ist ähnlich aufgebaut wie das einstufige System, nur ist in diesem Fall ein Intermediär eingeschaltet, der letzten Endes die Pfandbriefe emittiert. Die Grundlagen des Pfandbriefsystems sind im 1930 erlassenen Bundesgesetz über die Ausgabe von Pfandbriefen (Pfandbriefgesetz, PfG) sowie in der Pfandbriefverordnung (PfV) von 1931 festgehalten. Unter anderem gewährt das Pfandbriefgesetz den Pfandbriefinstituten und den Mitgliedsbanken ein Registerpfandrecht. Zur Sicherstellung der Forderungen genügt ein Eintrag in vorgesehene Pfandregister. Die Forderungen aus Pfandbriefen oder Pfandbriefdarlehen geniessen damit ein gesetzliches Pfandrecht an der im Pfandregister geführten Deckung. In Abweichung zum ZGB ist dafür weder ein besonderer Verpfändungsvertrag noch die Übergabe der Deckung erforderlich.⁴⁹ Diese Gesetzesbestimmung rückt den Pfandbrief gegenüber vergleichbaren Instrumenten basierend auf dem Pfandrecht im ZGB in eine bevorzugte Position.

⁴⁸ Horat, 2007 S. 93ff

⁴⁹ Vgl. Art. 18 und Art. 23 PfG und Horat, 2007 S. 55f

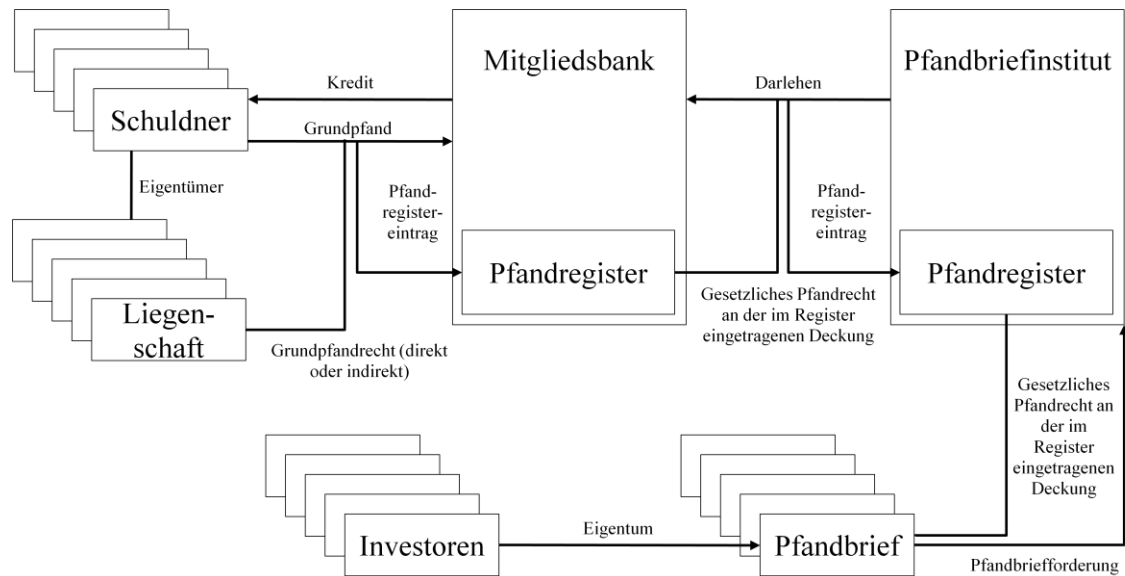


Abbildung 11: Das zweistufige Schweizer Pfandbriefsystem
 Quelle: Eigene Darstellung; in Anlehnung an Kaufmann, 2006 S. 107

Der auftretenden Frage nach der Effizienz dieses zweistufigen Systems können unter anderem Skaleneffekte bei der Transaktion, ein hoher Standardisierungsgrad, Diversifikation des Hypothekenpools sowie ein Riskcontrolling durch die Gegenpartei respektive der Pfandbriefinstitute entgegeng gehalten werden. Durch seine Zweistufigkeit verfügt der Schweizer Pfandbrief über eine einmalige Sicherungskette. Der Hypothekarschuldner und die Grundpfänder müssen erstklassig sein, ansonsten müssen sie im Deckungsstock ausgetauscht werden. Die Mitgliedsbanken sind reguliert und kontrolliert und haften mit ihrem gesamten Vermögen. Ferner ist das Geschäftsfeld der Pfandbriefinstitute gesetzlich eng formuliert, welche zudem mit einem substantiellen Eigenkapitalanteil ausgestattet sind. Auf jeder Stufe sind Pfandrechte etabliert, welche ein Vorverwertungsrecht an den besten Aktiven der nächsten Stufe vorsehen. Die Werthaltigkeit der Sicherheiten wird mit konservativen Bewertungsrichtlinien und Sicherheitsmargen gewährleistet, was letztlich zu einer mehrfachen Überdeckung der Pfandbriefdarlehen führt und damit den Schweizer Pfandbrief so gut wie ausfallsicher macht.

Die Kehrseite dieser mehrfachen Überlagerung der Sicherheiten ist die ökonomische Ineffizienz, denn dabei wird eine grosse Menge an erstklassigen Sicherheiten verschwendet.⁵⁰ Aus der investorensseitigen Betrachtung bestehen beim Pfandbrief zwei bedeutende fiskalische Nachteile. Zum einen unterliegen Pfandbriefemissionen der eidgenössischen Emissionsabgabe mit entsprechender Auswirkung auf die Rendite, zum

⁵⁰ Horat, 2007

anderen wird für ausländische Investoren auf den Zinsertrag eine Verrechnungssteuer erhoben, was letzten Endes die Rendite ebenfalls substanziell schmälern kann. Der Pfandbrief bleibt damit de facto ein nationaler Anlagetitel.⁵¹ Das Pfandbriefsystem wurde nicht primär für den Refinanzierungsbedarf der beiden Grossbanken geschaffen. Vielmehr ist das Ziel nicht kapitalmarktfähigen Finanzinstituten ein zusätzliches Refinanzierungsinstrument zur Verfügung zu stellen.⁵²

3.4 MBS in der Schweiz

Erste Bemühungen in Richtung Verbriefung konnten in der Schweiz während der Hochzinsphase zwischen 1989 und 1991 festgestellt werden, als man in der Verbriefung ein Mittel gegen die steigenden Hypothekarzinsen sah und ausserdem eine billige Refinanzierungsquelle suchte. Entsprechend wurden im Zusammenhang mit der Anlagegesetzrevision einzelne Massnahmen getroffen, die die Hypothekenverbriefung etwas stützen sollten. Eine wirkliche Dynamik ist jedoch nie entstanden.

Dem entsprechend konnten in der Schweiz bisher nur wenige MBS-Transaktionen abgeschlossen werden und auch wurden diese vor allem zu Testzwecken durchgeführt. Im Rahmen einer True-Sale-Transaktion von RMBS wurden gar nur Tell und Swissact 2001-1 durchgeführt. Eine erste Emission von CMBS wurde im Rahmen der Sale-and-Lease-Back-Transaktion 2001 realisiert, bei welcher WTF Real Estate (Schweiz) und WTF Properties (Schweiz) im Jahr 2001 ein Portfolio von Liegenschaften der privatisierten Swisscom AG akquirierten. Das Portfolio mit 112 kommerziell genutzten Liegenschaften wurde mit der Emission Anleihen mit einem Gesamtvolumen von EUR 699 Millionen über den in Jersey angesiedelte Eiger Trust refinanziert. Daneben hat es in den letzten Jahren aber auch synthetische Verbriefungen gegeben, die auf einen Transfer der auf den Forderungen bestehenden Ausfallrisiken hinzielen. In diesem Zusammenhang ist die von der UBS im Jahr 2000 getätigte Transaktionen HAT I und HAT II sowie Chalet I und Chalet II der Credit Suisse zu nennen, auf die aber nicht weiter eingegangen wird, da nicht die Refinanzierung im Vordergrund stand.

Die erste Verbriefung von Hypothekarkreditforderungen wurde im Rahmen der Tell-Transaktion durch den damaligen Schweizer Bankverein, der heutigen UBS, durchge-

⁵¹ Horat, 2007 S. 93ff und Interview vom 16.07.2010 mit Herrn Oliver Gasser

⁵² Vgl. Interview vom 28.07.2010 mit Herrn Sascha Schnapka

führt. Der Schweizerische Bankverein transferierte in diesem Kontext festverzinsliche Hypothekarforderungen von etwas mehr als CHF 250 Millionen an die Zweckgesellschaft Castera AG. Den Kaufpreis der Hypothekarforderungen finanzierte die Castera AG allerdings nicht am Kapitalmarkt, sondern erhielt ein ungesichertes Darlehen von der Tell Trust 98-I, einer weiteren zu diesem Zweck gegründeten und in Jersey sesshaften Gesellschaft. Diese wiederum emittierte am Euromarkt Anleihen im Wert von DEM 300 Mio. Der Grund dieser Struktur liegt insbesondere in den realisierbaren, steuerlichen Optimierungseffekten. Zudem konnten mögliche Komplikationen in Bezug auf die Lex Koller, also der Erwerb von Grundstücken durch Personen im Ausland, vorgebeugt werden. Die Eidgenössische Bankenkommission hat diese Transaktion eingehend geprüft und genehmigt. Das Rating durch die Agenturen Standard & Poor's und Moody's erreichte zu 95% ein AAA und zu 5% ein A. Per 10. Oktober 2003 wurde die Castera AG per Generalversammlungsbeschluss aufgelöst. Als erste Transaktion dieser Art in der Schweiz, war die erfolgreiche Tell-Transaktion für die weitere Entwicklung des Verbriefungsmarktes sehr entscheidend. Diese Transaktion wurde 2003 mit der Rückzahlung an die Investoren erfolgreich beendet.⁵³

Im November 2001 erfolgte die zweite MBS-Transaktion einer Schweizer Bank. Unter dem Namen Swissact 2001-1 verbriefte die Zürcher Kantonalbank festverzinsliche Hypothekarforderungen im Umfang von EUR 355 Millionen, wobei die Wertschriften am Euromarkt emittiert wurden. Die Wertschriften waren durch Wohnhypotheken im ersten Rang mit einer Laufzeit von drei bis fünf Jahren besichert. Die Ratingagenturen Standard & Poor's und Fitch bewerteten 97.5% mit AAA und 2.5% mit A. Die Zweckgesellschaft war die Swissec AG, die den Kauf der Hypothekarforderungen mit einem ungesicherten Kredit, den sie durch eine zweite Zweckgesellschaft, der Swissact 2001-1 Subtrust in Jersey, erhielt. Letztere finanzierte sich wiederum durch die Emission der Anleihe. Hervorzuheben ist, dass das von der Zürcher Kantonalbank verwendete Modell der kapitalmarktfähigen Verbriefung eines Hypothekenpools unter der Ägide der Pfandbriefzentrale der Schweizerischen Kantonalbanken entwickelt wurde. Ziel war es damit künftig auch für Verbriefungstransaktionen anderer Kantonalbanken eine bestehende Prozessstruktur anzubieten.⁵⁴

⁵³ Kaufmann, 2006 S. 296ff und Bürgi, et al., 2004

⁵⁴ Kaufmann, 2006 S. 301ff

Diese bisher getätigten Transaktionen waren äusserst komplex sowie wissen- und kostenintensiv. Man sah in diesen beiden Transaktionen aber eine Wegbereitung hin zu einer Standardisierung, sodass sich der künftig mit der Strukturierung verbundene Aufwand tendenziell verkleinern dürfte. Allerdings ist es seither zu keinen weiteren Verbriefungstransaktionen dieser Art gekommen.

4 Analyse des Entwicklungspotenzials von MBS in der Schweiz

Verbriefungstransaktionen von Finanzaktiva gibt es in der Schweiz schon seit vielen Jahren, doch war der Markt dafür nie beachtlich. Diese Transaktionen basierten primär auf der Verbriefung von Handels-, Leasingforderungen und weiterer verbrieftsfähiger Finanzaktiva dieser Art.⁵⁵ Hingegen waren Verbriefungen von Hypotheken, bis auf die eingangs erwähnten MBS-Transaktionen, in der Schweiz bislang eine grosse Ausnahme.

Zur Einschätzung der Eignung des Umfeldes für weitere Transaktionen dieser Art werden im Folgenden die rechtlichen und wirtschaftlichen Rahmenbedingungen sowie die sich daraus ableitenden Schwierigkeiten umschrieben, die die bisherige Entwicklung von MBS-Transaktionen massgeblich beeinflussen.

4.1 Rechtliche Rahmenbedingungen

In rechtlicher Hinsicht bestehen im Prinzip keine banken-, zivil- oder gesellschaftsrechtlichen Vorschriften, die eine Durchführung von MBS-Transaktionen in der Schweiz grundsätzlich verhindern könnten. Zum regulatorischen Umfeld ist zunächst festzuhalten, dass die Finanzmarktaufsicht (FINMA) bis anhin wenige MBS-Transaktionen begleitet hat und somit keinen definierten Prozessstandard öffentlich bekannt machen konnte. Vor diesem Hintergrund bedarf es auch bei zukünftigen Transaktionen jeweils einzelfallabhängige Abklärungen.

Obwohl also rechtlich für MBS-Transaktionen keine Gesetze oder Verordnungen mit prohibitivem Charakter bestehen, ist dieses Instrument, analog zum vertraglich geregelten Covered Bonds, im Vergleich zum Pfandbrief in Bezug auf das anzuwendende Regelwerk im ZGB schlechter gestellt. Der Pfandbrief, bis zum 25. Juni 1930 durch das Fahrnispfandrecht gemäss ZGB geregelt, ist seither dem Pfandbriefgesetz (PfG) unterstellt, das mitunter eine vereinfachte Übertragbarkeit der Schuldverschreibung vorsieht. Demgegenüber unterliegen die MBS und Covered Bonds weiterhin dem Grundpfandrecht gemäss Art. 842ff ZGB und 884ff ZGB, das für die Übertragung der Titel eine

⁵⁵ Vgl. Interview vom 14.07.2010 mit Herrn Johannes A. Bürgi

physische Übergabe vorschreibt.⁵⁶ Solche Vorschriften gelten im Aktienhandel schon lange nicht mehr und auch das Ausland kennt solche Einschränkungen kaum. Bereits aufgrund dieser gesetzlichen Bestimmungen steigen für Covered Bonds und MBS-Transaktionen die Komplexität sowie die Kosten im Vergleich zu einer Pfandbrieftransaktion, bei welcher ein Eintrag im Grundpfandregister ausreicht.⁵⁷ In Bezug auf die Übertragung der Hypothekarforderungen sollten keine rechtlichen Probleme aufkommen. Oftmals wird beim Abschluss eines Kreditvertrages mittels einer Übertragbarkeitsklausel bereits vorgängig versucht die Einwilligung des Kunden einzuholen, um sich die Möglichkeit einer Forderungsübertragung zu einem späteren Zeitpunkt offen zu halten. Eine Verletzung des Bankgeheimnisses erfolgt dadurch keine.⁵⁸

Bezüglich des steuerrechtlichen Umfeldes kann festgestellt werden, dass es MBS-Transaktionen in der Schweiz zwar nicht verhindert, dennoch aber für die Entwicklung solcher Finanzierungsstrukturen nicht sehr förderlich ist. Anlässlich der beiden MBS-Transaktionen Swissact und Tell wurden jeweils aus Gründen der Steueroptimierung eine schweizerische und eine ausländische Zweckgesellschaft gegründet. Die Emission der Wertschriften erfolgte jeweils am Euromarkt. Durch die geeigneten Transaktionsstrukturen konnten somit die Schweizer Emissionsabgabe, die Quellen- sowie die Verrechnungssteuer umgangen werden. Obwohl die Umgehung der Steuern ebenso Kosten generiert, scheint das steuerliche Umfeld kein Grund gegen die Entwicklung von MBS-Transaktionen zu sein.⁵⁹ Dabei sei allerdings vermerkt, dass eine Emission von MBS in der Schweiz neue steuerliche Probleme aufwirft. Denn mit der Ertrags-, der Kapital- und der Mehrwertsteuer würde die Zweckgesellschaft zusätzlichen Steuern unterliegen. Eine Verbriefungstransaktion lohnt sich im Prinzip nur dann, wenn sie steuerneutral gestaltet werden kann.⁶⁰

⁵⁶ Die Dematerialisierung der Schuldbriefe ist Gegenstand aktueller Diskussionen. Diese Entwicklung wird zweifellos den logistischen Aufwand von MBS- und Covered Bonds-Transaktionen vereinfachen. Mit einer gesetzlichen Umsetzung ist jedoch erst in einigen Jahren zu rechnen. Vgl. Interview vom 28.07.2010 mit Herrn Sascha Schnapka

⁵⁷ Vgl. Interview vom 28.07.2010 mit Herrn Sascha Schnapka

⁵⁸ Bär, 2000 S. 344f und 413f

⁵⁹ Vgl. Interview vom 14.07.2010 mit Herrn Johannes A. Bürgi

⁶⁰ Bär, 2000 S. 413f

4.2 Wirtschaftliche Rahmenbedingungen

Neben rechtlichen Aspekten sind es aber auch wirtschaftliche Rahmenbedingungen und Überlegungen, die in den Entscheid zur Durchführung von MBS-Transaktionen einfließen.

Aktuell sind die Banken keinen grösseren Refinanzierungsschwierigkeiten ausgesetzt und auch ist auf dem Markt genügend Liquidität vorhanden, denn in den vergangenen Jahren konnten sie grösstenteils einen markanten Zufluss an Kundengeldern verzeichnen. Die Kundengelder stiegen nicht nur absolut, sondern auch relativ zu den ausstehenden Hypothekarforderungen stark an.⁶¹ Diese Situation führt dazu, dass zurzeit keine Bank beabsichtigt ihr Hypothekenportfolio zu Refinanzierungszwecken zu veräussern.⁶²

Eine Verbriefungstransaktion kann im Rahmen der Gesetzgebung vertraglich ganz nach den Bedürfnissen des Refinanzierers und der Investoren gestaltet werden. Diese Freiheit in der Gestaltung des Vertrages und seiner damit verbundenen Einzigartigkeit hat auf der anderen Seite zur Folge, dass hohe Koordinations- und Transaktionskosten entstehen. Die Hauptkostenblöcke betreffen Ratingagenturkosten, Investmentbankdienstleistungen, Platzierungsgebühren und den Spread.⁶³ Aus den vergangenen MBS-Transaktionen, die in der Schweiz nicht zuletzt zu Testzwecken durchgeführt wurden, geht hervor, dass das Verhältnis der Transaktionskosten im Vergleich zu anderen Refinanzierungsinstrumenten teurer ausfällt und somit unattraktiv erscheint. Sollten sich transaktionsprozessbedingte Kosten infolge einer Prozessstandardisierung senken lassen, so verbleibt dennoch das Problem, dass der Pool der zu verbriefenden Forderungen die dafür kritische Grösse nur schwer erreicht. Dies ist unter anderem darauf zurückzuführen, dass sich nur ein Teil der Hypothekarbestände für die Verbriefung eignet⁶⁴ und dass das Marktvolumen in der Schweiz eingeschränkt ist. Die kritische Grösse ist bei einem Volumen von rund CHF 500 Mio. aufwärts anzusiedeln.⁶⁵ Gerade für kleinere

⁶¹ Jordan, Thomas J., 15. Mai 2008 S. 12

⁶² Vgl. Interview vom 09.07.2010 mit Herrn Lorenz Heim

⁶³ Vgl. Interview vom 16.07.2010 mit Herrn Oliver Gasser

⁶⁴ Ein Grossteil der Hypotheken wird variabel verzinst und es bestehen keine Amortisationszahlungen der ersten Hypothek. Entsprechend eignen sie sich nur schlecht für eine Verbriefung. Allenfalls wäre eine Verbriefung der zweiten Hypothek denkbar, da diese amortisiert werden muss. Dieser Gedanke wird aber an dieser Stelle nicht weiter entwickelt.

⁶⁵ Vgl. Interview vom 15.07.2010 mit Vertreter A aus dem Bereich Fixed Income einer Grossbank und vom 23.07.2010 mit Herrn Jürg Schnider. Dieses vergleichsweise kleine Volumen führt aber in der Praxis oft dazu, dass Investoren mit einer Buy-and-Hold-Strategie einspringen. Der Markt wird nie eine hohe Liquidität aufweisen. Grössere Transaktionen führen dazu, dass mangels Absorbti-

Finanzinstitute ist dieses Volumen allerdings schwer zu erreichen. Zwar kann über die Emission von Multi-Issuer-MBS die kritische Grösse erreicht werden, doch zeitgleich steigt ebenfalls die Komplexität der Transaktion. Andererseits besteht mit der Platzierung grosser MBS-Volumen auf dem Schweizer Markt eine weitere Herausforderung. Aus Kostensicht allein ist eine Verbriefung damit nicht interessant.

Das einfache und überschaubare Pfandbriefsystem ist ein fester Bestandteil des Schweizer Refinanzierungssystems geworden, über welches die Schweizer Banken seit mehreren Jahrzehnten einen Teil ihrer Hypothekendarlehen refinanzieren. Dadurch, dass das Pfandbriefgesetz seit 1931 lediglich viermal geringfügig abgeändert wurde und damit in seiner Grundkonzeption unverändert blieb, konnten sich die Ablaufprozesse des Pfandbriefsystems auf Basis der geltenden Gesetzgebung über die Jahre standardisiert und optimiert werden. Aus Kostensicht stellt der etablierte Schweizer Pfandbrief alternative Refinanzierungsinstrumente in Form von MBS oder Covered Bonds in den Schatten.

Aufgrund der oben angeführten wirtschaftlichen Aspekte entfallen für die Banken einige der wichtigsten Motivatoren und Anreize zur Durchführung von Verbriefungsprozessen.

möglichkeiten auf dem Schweizer Markt auch internationale Investoren angesprochen werden müssen.

5 Schlussbetrachtung

Die Entwicklung der Verbriefung von Finanzaktiva und damit auch von MBS hängt in hohem Mass von der diesbezüglichen Einstellung der Regierung und der Aufsichtsbehörde ab. Staaten wie die USA, Frankreich, Spanien, Dänemark oder Deutschland, in denen die Aufsichtsbehörden solchen Transaktionen – zumindest vor der Finanzkrise – positiv eingestellt sind, können auf eine bedeutend grössere Verbriefungsaktivität zurückblicken.⁶⁶ Diese Länder haben denn auch eine spezielle Gesetzgebung in Hinsicht auf die Verbriefung erlassen.⁶⁷ In der Schweiz sind diesbezüglich noch keine wegweisenden Entwicklungen zu erkennen. Dennoch positiv zu werten ist, dass durch die in der Vergangenheit getätigten MBS-Transaktionen wichtige und richtungsweisende Informationen und Erfahrungen gewonnen sowie eine Basis für gegebenenfalls zukünftige Transaktionen gelegt werden konnte.

Der Verbriefungsprozess zielt neben der Refinanzierung der Forderungen zusätzlich darauf ab, das auf den Forderungen lastende Risiko an Investoren zu transferieren. Zweifellos scheint es ökonomisch sinnvoll, das Risiko auf solche Investoren zu übertragen, die es zu tragen bereit sind. Im heutigen Umfeld eine True-Sale-Transaktion durchzuführen, welche sowohl einen rechtlichen als auch einen wirtschaftlichen Verkauf der Forderungen bedeutet, scheint aber immer schwieriger. Zwar kann der rechtliche Verkauf der Forderungen durchgeführt werden, wirtschaftlich aber führen immer striktere Rechnungslegungsvorschriften zusehends dahin, dass die Zweckgesellschaften in den Konsolidierungskreis des Originators zurückfallen. Gelingt es nicht mehr eine Auslagerung des Risikos zu erreichen, so verliert die MBS-Transaktion einen wesentlichen Aspekt.

Zurzeit sind auf internationaler Ebene regulatorische Diskussionen um die Eigenkapitalunterlegung im Gange mit dem Ziel im Rahmen von Basel III den Anteil der Eigenkapitalunterlegung zu erhöhen sowie gemäss amerikanischem Vorbild eine maximale Leverage-Ratio zu definieren.⁶⁸ Unlängst hat auch die FINMA im Nachgang der Finanzkrise per Verordnung auf Basis des nationalen Bankengesetzes den beiden Grossbanken Anforderungen an die Eigenmittelunterlegung gestellt, die deutlich über die

⁶⁶ Vgl. Interview vom 09.07.2010 mit Herrn Lorenz Heim

⁶⁷ Bär, 2000 S. 434

⁶⁸ <http://www.bis.org/press/p091217.htm> letzter Zugriff am 01.08.2010

internationalen Vorgaben hinausgehen und ab 2013 anzuwenden sind.⁶⁹ Entsprechend ist nicht davon auszugehen, dass die sich in Ausarbeitung befindenden Richtlinien gemäss Basel III restriktiver werden. Ferner ist von der FINMA eine Leverage-Ratio definiert worden, welche je nach Wirtschaftslage zwischen 3% und 5% zu liegen hat.⁷⁰ Mit diesen neuen Richtlinien ist allerdings kaum anzunehmen, dass sich die Banken dazu übergehen Hypothekarkredite im Sinne eines True-Sales und somit zur Reduktion der Eigenmittelunterlegung veräussern werden. Weiter sind die Schweizer Banken mit genügend Eigenmitteln ausgestattet, sodass die Leverage-Ratio-Auflage wohl erst gar nicht zur Anwendung kommen wird. Aus diesen regulatorischen Überlegungen heraus sind deshalb keine Anreize für MBS-Transaktionen zu erwarten.⁷¹

Gelingt es über einen True-Sale nicht mehr das Risiko mit der MBS-Transaktion mit zu transferieren, so besteht gegenüber einer Covered Bond-Transaktion kein wesentlicher Vorteil mehr.⁷² Eine solche Covered Bond-Transaktion mit hypothekarischer Besicherung und auf Vertragsbasis hat die UBS 2009 im Rahmen eines für die Schweiz erstmaligen Emissionsprozesses durchgeführt und damit Neuland betreten. Im diesem Programm emittierte die englische Zweigniederlassung der UBS AG in London Anleihen in EUR und anderen Währungen und kann auf eine durchaus erfolgreiche Platzierung zurückblicken, die auf dem internationalen Kapitalmarkt grossen Anklang gefunden hat. Auch die Credit Suisse prüft zurzeit die Emission von Covered Bonds im Ausland.⁷³ Die Emission solcher Covered Bonds ermöglicht es den Grossbanken den Volumenrestriktionen am Schweizerischen Pfandbriefmarkt auszuweichen sowie eine breitere, internationale Investorenbasis anzusprechen.⁷⁴ Der Covered Bond bietet im Vergleich zu einer unbesicherten Anleihe die Möglichkeit, die Finanzierungskosten aufgrund des durch die Besicherung vergleichsweise tieferen Risikos zu senken. An dieser Stelle sei vermerkt, dass vertragliche Covered Bonds nur in wenigen europäischen Ländern emittierbar sind. Eine Mehrheit der Länder verfügt über ein Covered Bond-Gesetz, die sich materiell allerdings sehr stark unterscheiden können.

Ein nicht zu unterschätzender Punkt, welcher trotz teilweise unvorteilhaften Rahmenbedingungen Emissionen von MBS favorisiert, ist die Bestrebung nach Diversifikation der

⁶⁹ Vgl. Interview vom 15.07.2010 mit Claude Suchet

⁷⁰ FINMA, 14. September 2009 S. 42f

⁷¹ Vgl. Interview vom 23.07.2010 mit Herrn Jürg Schnider und vom 15.07.2010 mit Herrn Jens Erler

⁷² Vgl. Interview vom 28.07.2010 mit Herrn Sascha Schnapka

⁷³ Vgl. Interview vom 28.07.2010 mit Herrn Sascha Schnapka

⁷⁴ Vgl. Interview vom 15.07.2010 mit Herrn Jens Erler

Refinanzierungsquellen. Damit wollen allen voran die Grossbanken versuchen, das Refinanzierungsrisiko im Sinne eines Stable Fundings oder Funding Mix auf weitere Instrumente auszudehnen.⁷⁵ Ferner konnten Bestrebungen festgestellt werden, wonach die Banken in Zukunft mit dem Ziel eines verbesserten Liquiditätsmanagements vermehrt MBS in den eigenen Büchern zum Zwecke einer allfälligen Refinanzierung bereitgehalten werden. Bei Bedarf können diese direkt als besicherte und von der Bank unabhängige Wertschrift in Repo-Geschäfte eingebracht werden. Diese Entwicklung konnte im Zusammenhang mit der Finanzkrise auf europäischer Stufe beobachtet werden, wo die Europäische Zentralbank MBS von Banken in Schieflage aufkaufte. MBS eignen dazu besser als Covered Bonds oder Pfandbriefe, weil die Bonität vom Hypothekarpool vom Originatorrisiko abgespalten wird.⁷⁶

Die Reputation von MBS hat nach dem Debakel in den USA und den schwerwiegenden finanziellen Folgen für die Investoren stark gelitten und es wird wohl einige Jahre dauern bis das Vertrauen in dieses Instrument wieder hergestellt ist. Die Vermutung liegt nahe, dass sich der MBS-Markt zunächst in den USA erholen müssen, denn über dieses Verbriefungssystem werden immerhin über 50% der Hypotheken für Eigenheime refinanziert.⁷⁷ Die Kombination einer Vielzahl von Elementen wie beispielsweise eine exzessive Liquidität auf den Finanzmärkten und dem daraus folgenden Anlagedruck, dem neu gefundenen Geschäftsfeld der Subprime-MBS, der Strukturierung der MBS mit falscher Risikoeinschätzung, der laxen Kreditvergabe und eine Immobilienblase haben zu diesem Finanzdebakel geführt. Zwangsläufig wird es in den USA somit zu einer Überdenkung der bestehenden Regulierungsvorschriften kommen müssen; an der MBS als adäquates Refinanzierungsinstrument wird aber nicht gezweifelt. Es ist dennoch davon auszugehen, dass die professionellen Investoren aus Rendite-Risikoüberlegungen bald wieder in den Verbriefungsmarkt einsteigen werden.⁷⁸ Erst wenn die Investoren dem Anlageinstrument, dem Markt und den Ratingagenturen wieder vertrauen, könnte unter Umständen das Thema auch in der Schweiz wieder an Aktualität gewinnen.

⁷⁵ Vgl. Interview vom 16.07.2010 mit Herrn Oliver Gasser und vom 23.07.2010 mit Herrn Jürg Schnider

⁷⁶ Vgl. Interview vom 23.07.2010 mit Herrn Jürg Schnider und vom 14.07.2010 mit Herrn Johannes A. Bürgi

⁷⁷ Vgl. Interview vom 15.07.2010 mit Vertreter A aus dem Bereich Fixed Income einer Grossbank

⁷⁸ Vgl. Interview vom 15.07.2010 mit Vertreter A aus dem Bereich Fixed Income einer Grossbank

Wie aus obigen Ausführungen zu entnehmen ist, braucht es für die Durchsetzung neuer Instrumente am Schweizer Markt eine Veränderung diverser Systemparameter, die letztendlich den Handlungsbedarf auslösen. Aktuell verfügen die Schweizer Banken über genügend Liquidität und mit Kundengelder, Interbankenkredite, Kapitalmarktkredite und Pfandbriefe über genügend Refinanzierungsmöglichkeiten. In Zukunft kann aber angenommen werden, dass sich die Spargelder wieder verknappen könnten und damit die Diskussion um die Refinanzierungsmöglichkeiten wieder entfacht wird.⁷⁹ Im Hinblick auf die Abschaffung des Eigenmietwerts könnte sich andererseits das Hypothekarkreditvolumen wieder zurückentwickeln, was die Situation am Refinanzierungsmarkt dann entspannen würde.⁸⁰ Damit müssten andere Aspekte wie die Diversifikation der Refinanzierungsquellen oder regulatorische Arbitrage in den Vordergrund rücken, damit komplementäre Refinanzierungsmethoden – und damit auch der MBS – sich entwickeln können. Dass aber derzeit die Förderung von MBS in der Schweiz nicht priorisiert wird, zeigt die derzeitige Aktivität der Grossbanken im Bereich der vertraglich geregelten Covered Bonds. Und es deutet vieles darauf hin, dass in den kommenden Jahren die Covered Bonds in Europa und damit auch in der Schweiz weiter an Bedeutung zulegen werden.

⁷⁹ Beispielsweise durch die zunehmende Bedeutung der seit 1985 eingeführten 3.Säule, die einen bedeutenden Teil der Spargelder abzieht.

⁸⁰ Über die genauen Auswirkungen eines allfälligen Wegfalls des Eigenmietwertes wird derzeit stark spekuliert. Es davon auszugehen, dass das Hypothekarkreditvolumen aufgrund seiner verlorenen fiskalischen Abzugsfähigkeit zurückgeht mit den entsprechenden strukturellen Folgen. vgl. Interview vom 12.07.2010 mit Herrn Ankenbrand. Im Zusammenhang mit steigenden Zinsen dürfte sich dieser Effekt verstärken. Gemäss Wüest und Partner (Wüest&Partner, 2010) wird sich der Konkurrenzkampf unter den Hypothekarbanken verschärfen und unter kleineren, aufs Hypothekargeschäft konzentrierten Banken dürfte es zu Fusionen kommen. Vgl. (Maier, 2010)

Literaturverzeichnis

- Bär, Hans Peter. 2000.** *Asset Securitisation. Die Verbriefung von Finanzaktiven als innovative Finanzierungstechnik und neue Herausforderung für Banken.* 3., unveränderte Auflage. Bern, Stuttgart, Wien : Verlag Paul Haupt, 2000.
- Büchler, Manfred und Stäuble, Simone. 2003.** Pfandbrief ist nicht gleich Pfandbrief. *Swiss Fixed Income Special.* s.l. : Credit Suisse - First Boston, 2003.
- Bürgi, Johannes A., Kroll, Markus J. und Sauter, Ulrich C. 2002.** Securitisation in der Schweiz. *IFF Forum für Steuerrecht 2002.* 2002, S. 251-266.
- Bürgi, Johannes A., Kroll, Markus J. und Sprangler, Evan M. 2004.** Swiss Securitisation in 2003. *The SIR legal guide to securitisation.* 2004, S. 37-40. <http://www.wwp.ch/publications/210.pdf> (Abfragedatum 05.05.2010).
- FINMA, Eidgenössische Finanzmarktaufsicht. 14. September 2009.** *Finanzmarktkrise und Finanzmarktaufsicht.* 14. September 2009.
- Hagen, Louis. 2006.** *Covered Bonds: Der Markt sorgt für Standards.* s.l. : Immobilien & Finanzierung, 2006. 14.
- Hess, Andreas und Holzhausen, Arne. 2008.** Struktur der europäischen Hypothekmärkte. *Working Paper No.: 97, 22.01.2008.* s.l. : Allianz Dresdner Economic Research, 2008.
- Horat, Robert. 2007.** *Die besicherte Refinanzierung des Hypothekengeschäfts. Der Schweizer Pfandbrief und seine Entwicklungschancen.* Bern, Stuttgart, Wien : Paul Haupt Verlag, 2007.
- Hug, Daniel. 2000.** *Mortgage-Backed Securities. Ein Ausweg aus der Finanzierungsmisere?* Bern, Stuttgart, Wien : Paul Haupt, 2000.
- Hunziker, Laura. 1986.** *Der schweizerische Pfandbrief.* Zürich : Schulthess Polygraphischer Verlag, 1986.
- Jordan, Thomas J. 10. September 2008.** *Finanzierung von Hypotheken und die Risiken einer Kreditverknappung in der Schweiz und im Ausland.* Schweizerische Nationalbank. Zürich : 9. Schweizer Ökonomentag. Universität Zürich, 10. September 2008.
- Jordan, Thomas J. 15. Mai 2008.** *Finanzierung von Hypotheken: Pfandbriefe und Verbriefungen im Lichte der Finanzkrise.* Schweizerische Nationalbank. Zofingen : Generalversammlung der Pfandbriefbank Schweizerischer Hypothekarinstitute, 15. Mai 2008.
- Kaufmann, Thomas. 2006.** *Der Einsatz eines Hypothekarportfolios einer Bank als Sicherheit bei der Refinanzierung. Unter besonderer Berücksichtigung von Mortgage-backed Securities.* Zürich, Basel, Genf : Schulthess Juristische Medien, 2006.

- Koffner, Stefan. 2009.** *Die Hypotheken- und Finanzmarktkrise.* Frankfurt a.M. : Fritz Knapp Verlag GmbH, 2009.
- Maier, René. 2010.** Hypothekarmarkt Schweiz: Dumpingverdacht. *Schweizer Bank.* 22. Februar 2010.
- NZZ-Online. 2009.** Der gute alte Pfandbrief wird wieder entdeckt. *mbe.* 23. März 2009. letzter Zugriff 12.08.2010.
- Packmohr, Ted. 2005.** Covered Bonds - Eine Einführung. [Buchverf.] Roland Eller, et al. *Handbuch Derivativer Instrumente. 3. Auflage.* Stuttgart : Schäffer-Poeschel, 2005.
- Rehkugler, Heinz. 2004.** *Immobilienfinanzierung - Vorlesungsunterlagen.* Freiburg : Albert-Ludwig-Universität, 2004.
- Ringli, Reto. 2007.** Renditespread und Rating am Beispiel der Schweizer Pfandbriefe. *Diplomarbeit.* Zürich : Institut für schweizerisches Bankwesen der Universität Zürich, 2007.
- SNB. 2010.** *Die Banken in der Schweiz 2009.* Zürich : Schweizerische Nationalbank, 2010.
- Wüest&Partner. 2010.** *Immo-Monitoring Herbstausgabe 2010.* 2010.

Verzeichnis der Interviewpartner

Ankenbrand, Thomas: CEO; Hypotheken Servicing Schweiz AG;
persönliches Interview vom 12. Juli 2010.

Bürgi, Johannes A: Partner, Walder Wyss & Partner Rechtsanwälte;
persönliches Interview vom 14. Juli 2010.

Erler, Jens: Senior Credit Portfolio Manager; Exposure Analytics & Portfolio Oversight bei der Credit Suisse;
persönliches Interview vom 15. Juli 2010.

Gasser, Oliver: Vice President, Portfolio Manager; Fixed Income, Credit Suisse;
persönliches Interview vom 16. Juli 2010.

Heim, Lorenz: CEO; HypothekenZentrum AG;
telefonisches Interview vom 9. Juli 2010.

Schnapka, Sascha: Director; Liquidity and ALM, Credit Suisse;
persönliches Interview vom 28. Juli 2010

Schnider, Jürg: Leiter Treasury Management, UBS AG;
telefonisches Interview vom 23. Juli 2010.

Suchet, Claude: Leiter Überwachung 11 der Bankenaufsicht, FINMA;
persönliches Interview vom 15. Juli 2010.

Vertreter A: Senior Portfolio Manager; Fixed Income bei einer Grossbank;
telefonisches Interview vom 15. Juli 2010. (Anonymität von Person gewünscht)

Gesetze

Pfandbriefgesetz (PfG) vom 25. Juni 1930

Pfandbriefverordnung (PfV) vom 23. Januar 1931

Zivilgesetzbuch (ZGB)

Internetquellen

BIS – Bank for International Settlements

<http://www.bis.org>

ECBC – European Covered Bond Council

<http://ecbc.hypo.org>

EMF – European Mortgage Federation

<http://www.hypo.org>

FHMLC – Federal Home Loan Mortgage Corporation

<http://www.freddiemac.com>

FINMA – Schweizerische Finanzmarktaufsicht

<http://www.finma.ch>

FNMA – Federal National Mortgage Association

<http://www.fanniemae.com>

GNMA – Government National Mortgage Association

<http://www.ginniemae.gov>

MBA – Mortgage Bankers Association

<http://mbaa.org>

NZZ-Online

<http://www.nzz.ch/>

Pfandbriefbank Schweizerischer Hypothekarinstitute

<http://pfandbriefbank.ch/>

Pfandbriefzentrale der Schweizerischen Kantonalbanken

www.pfandbriefzentrale.ch

SIFMA - Securities Industry and Financial Markets Association
<http://www.sifma.net>

SNB –Schweizerische Nationalbank
<http://www.snb.ch/>

WWP – Walder Wyss & Partner
<http://wwp.biz>

Ehrenwörtliche Erklärung

Ich erkläre hiermit, dass ich die vorliegende Masterthesis

*„Mortgage Backed Securities -
Eine Abschätzung des Entwicklungspotenzials in der Schweiz“*

selbst angefertigt habe. Die aus fremden Quellen direkt oder indirekt übernommenen Gedanken sind als solche kenntlich gemacht.

Die Arbeit wurde bisher keiner anderen Prüfungsbehörde vorgelegt und auch nicht veröffentlicht.

Zürich, den 13. August 2010

Unterschrift