

# Inhaltsverzeichnis

## Grußwort

*Axel A. Weber*

Grußwort zur Festschrift zum 65. Geburtstag von Bernd Rudolph .....	1
--	---

## Kapitel A: Finanzmarktkrise, Aufsicht und Regulierung

*Günter Franke und Jan Pieter Krahen*

Die Rolle von Anreizen für die Zukunft der Kreditverbriefung .....	5
---	---

*Jochen Sanio*

Bankenaufsicht und Systemrisiko .....	15
---------------------------------------	----

*Stephan Paul*

Vom „Mehrwert“ bankhistorischer Forschung .....	33
---	----

*Michael Heise*

Die Finanzkrise – Ursachen und mögliche Lösungen .....	43
--	----

*Thomas Laurer und Klaus Schäfer*

Zur Regulierung von Aktienleerverkäufen .....	51
---	----

*Hans-Hermann Francke*

Wirkungen ungleichgewichtiger Zentralbankgeldproduktion auf die globalen Finanzmärkte als Ursachen der Immobilien- und Finanzkrise – Marktversagen und/oder Politikversagen? .....	55
--	----

*Hans Reckers*

Umsetzung der neuen Eigenkapitalvorschriften „Basel II“ in Deutschland .....	67
---	----

*Norbert Sträter, Daniel Thiry und Andreas Pfingsten*

Die Vereinbarkeit von Einlagensicherung und Marktdisziplin .....	81
--	----

*Conrad Mattern*

Die neue Unredlichkeit der Rating-Gesellschaften .....	107
--	-----

*Michael Demmler und Klaus Schäfer*

Wesen und Auswirkungen der Kontrollillusion. Kommentar zum Beitrag von Conrad Mattern .....	123
--	-----

<i>Arnold Picot und Jonathan Landgrebe</i> “Regulation is Acquired by the Industry and is Designed and Operated Primarily for its Benefit”? A Test of Proactive vs. Reactive Corporate Regulatory Management in German Telecommunications .....	127
<i>Marco Becht, Colin Mayer und Hannes F. Wagner</i> Deregulierung und Unternehmensmobilität in Europa .....	151

## **Kapitel B: Finanzwirtschaftliche Fragen in Risiko- management, Rechnungslegung und Controlling**

<i>Helmut Laux und Christian Laux</i> Risikotransformation und Kapitalmarkt.....	165
<i>Tanja Sinha und Klaus Schäfer</i> Imperfektionen des Kapitalmarktes. Kommentar zum Beitrag von Helmut Laux und Christian Laux .....	195
<i>Wolfgang Kürsten</i> Wozu und für wen Risikomanagement? .....	199
<i>Ralf Reichwald, Dorith Mayer und Sebastian Bonnemeier</i> Risikomanagement bei hybrider Wertschöpfung .....	209
<i>Manfred Schwaiger, Sascha Raithel und Petra Wilczynski</i> Unternehmensreputation und finanzieller Erfolg .....	229
<i>Hans-Joachim Böcking und Farhood Torabian</i> Risikomanagement und Bilanzierung von Finanzinstrumenten. Das Ziel der Abbildung der wirtschaftlichen Lage des Unternehmens im Jahresabschluss im Lichte der Bilanzrechtsmodernisierung .....	251
<i>Günter Fandel und Jan Trockel</i> Ein erweitertes Bilanzierer-Prüfer-Spiel .....	267
<i>Wolfgang Ballwieser</i> Die Erfassung von Illiquidität bei der Unternehmensbewertung.....	283
<i>Andreas Warkentin und Klaus Schäfer</i> Zum Zusammenhang zwischen Wertpapierliquidität und Wertpapierrenditen. Kommentar zum Beitrag von Wolfgang Ballwieser.....	301

<i>Winfried Weigel</i>	
Anmerkungen zur Subprime-Krise .....	305
<i>Elke Liedtke</i>	
Informationsschutz der Investoren in der Krise. Kommentar zum Beitrag von Winfried Weigel.....	317
<i>Andreas Richter und Jörg Schiller</i>	
Entlohnung und Regulierung unabhängiger Versicherungsvermittler.....	319
<i>Hans-Ulrich Küpper</i>	
Bedeutung und Berechnung von Zinsen in der Kostenrechnung .....	337
<i>Friedrich Schneider</i>	
Einige volkswirtschaftliche Bemerkungen zur Interaktion von Schattenwirtschaft und offizieller Wirtschaft: Was wissen wir? .....	357

### **Kapitel C: Quantifizierung und Steuerung von Risiken**

<i>Wolfgang Bühler und Monika Trapp</i>	
Explaining the Bond-CDS Basis – The Role of Credit Risk and Liquidity.....	375
<i>Julia Scholz und Albert Schaber</i>	
Determinanten der Primärmarkt-Spreads von Collateralized Debt Obligations. Kommentar zum Beitrag von Wolfgang Bühler und Monika Trapp.....	399
<i>Klaus Böcker und Claudia Klüppelberg</i>	
Approximationen erster Ordnung für operationelle Risiken unter Abhängigkeiten.....	403
<i>Günther Gebhardt und Rolf Reichardt</i>	
Markt- und risikoorientierte Transferpreise für Banken .....	421
<i>Bernd Hofmann und Kai Rudolph</i>	
The Future of Securitizations – An Exemplified Analysis .....	439
<i>Felix Waldvogel und Klaus Schäfer</i>	
Transparenz im Verbriefungsmarkt. Kommentar zum Beitrag von Bernd Hofmann und Kai Rudolph ....	455
<i>Lutz Johanning</i>	
Strategisches Risikomanagement.....	459

<i>Christian Annetzberger und Philipp Gann</i>	
Stress Testing im Kontext des Internal Capital Adequacy Assessment Process (ICAAP) .....	473
<i>Hermann Meyer zu Selhausen</i>	
Quantitative Risikomodelle verstellen den Blick für die Palette der Risikoursachen – auch das zeigt die globale Kreditkrise .....	495
<i>Ricarda Hoh und Klaus Schäfer</i>	
Zur Risikobereitschaft von Investoren am Finanzmarkt. Kommentar zum Beitrag von Hermann Meyer zu Selhausen .....	507
<i>Henner Schierenbeck und Michael Pohl</i>	
Integrierte Risikomessung im Rahmen der Ertrags- und Risikosteuerung nach den MaRisk .....	511
<i>Bernhard Wondrak</i>	
Ein ideales Paar: Value at Risk und Barwertbewertung von Finanzinstrumenten. Kommentar zum Beitrag von Henner Schierenbeck und Michael Pohl .....	531

## **Kapitel D: Finanzmärkte und Finanzmarktinstitutionen**

<i>Harald Baum und Klaus J. Hopt</i>	
Zum Stand der Börsenreform – Umgesetzte Reformziele und offene Fragen .....	537
<i>Hans Pohl</i>	
Fusionen und Wettbewerb bei Sparkassen und Kreditgenossenschaften (1966-1973).....	557
<i>Heinrich Haasis</i>	
Effiziente Refinanzierung und Risikodiversifikation in der Sparkassen-Finanzgruppe .....	571
<i>Sascha Erxleben</i>	
Controlling erlebbar machen. Geschäftsfeldrechnung 2008 .....	583
<i>Clemens Börsig, Christian Ricken, Pascal Schenk, Bernhard Tallian und Gurdon Wattles</i>	
Wertorientierte Unternehmensführung und Kapitalmarkt- kommunikation am Beispiel der Deutschen Bank .....	593
<i>Günther Picker</i>	
„Der Fluss der Veränderung“ aus der Sicht des Bayerischen Bankenverbandes .....	621

<i>Joachim Scholtyseck</i>	
Wirtschaftsgeschichte und Wirtschaftswissenschaften – ein schwieriges Miteinander .....	627
<i>Otmar Issing</i>	
Bernd Rudolph und sein Wirken am CFS.....	635
<i>Christine Bortenlänger</i>	
Begabtenförderung ist soziale Verantwortung.....	639
<i>Thorsten Broecker und Eric Strutz</i>	
Akademische Leitung des Arbeitskreises „Strategieentwicklung und Controlling in Banken“ der Schmalenbach-Gesellschaft für Betriebswirtschaft e. V. ....	643
<b>Kapitel E: Unternehmensfinanzierung über Venture Capital und Private Equity</b>	
<i>Thomas Hartmann-Wendels und Georg Keienburg</i>	
The Rationale Behind Venture Capital Syndication: Adverse Selection, Risk Sharing and Networking Motives.....	649
<i>Malte Brettel, Wolfgang Breuer und Alexander Friedrich</i>	
Syndizierung im Private Equity .....	665
<i>Ann-Kristin Achleitner, Christoph Kaserer, Jan-Dominik Remmen und Florian Weber</i>	
Standardisierte Mezzanine-Programme: Eine Ertrags-Risiko-Analyse .....	687
<i>Werner Netzel</i>	
Corporate Finance für den Mittelstand. Sparkassen als Finanzier des Mittelstands – Alternative Finanzierungsinstrumente und -wege für mittelständische Unternehmen .....	715
<i>Rüdiger von Rosen</i>	
Private Equity und organisierter Kapitalmarkt .....	725
<i>Armin Höll und Stefanie Hochhold</i>	
Kommentar zum Beitrag von Rüdiger von Rosen .....	743
<i>Michael Pfennig und Thomas U. W. Puetter</i>	
Wertsteigerungsansätze von Private Equity-Investoren.....	747

<i>Philipp Jostarndt und Marc Rodt</i>	
Debt Man Walking: Zum Erwerb von Distressed Debt durch Finanzinvestoren.....	765

## **Kapitel F: Kapitalmarkttheorie, Portfolio Management und Investments**

<i>Klaus Spremann</i>	
Bedingte Portfolio Optimierung.....	779
<i>Stefan Nabben und Peter Zimmermann</i>	
Kapitalanlage für den Privatanleger. Kommentar zum Beitrag von Klaus Spremann.....	803
<i>Jochen Wilhelm und Johannes Garhammer</i>	
Portfolio-Selektion: Die (analytische) Geometrie des effizienten Randes.....	807
<i>Alfred Junker</i>	
Versagt die Portfoliotheorie in Krisenzeiten? .....	831
<i>Alexis Eisenhofer</i>	
Erstmalige Selbstbezüglichkeit in der Portfolio-Theorie: „Computational Finance“ als neues Paradigma. Kommentar zum Beitrag von Alfred Junker .....	837
<i>Hubert Dichtl und Christian Schlenger</i>	
„Absolute Return“: Theorie und Empirie am Beispiel der „Best of Two“-Strategie .....	841
<i>Stefan Seip</i>	
Die Treuhandfunktion der Investmentanlage .....	869
<i>Florian Habermann und Mandy Krafczyk</i>	
Organisatorische Umsetzung der Treuhandfunktion in der EU. Kommentar zum Beitrag von Stefan Seip.....	879
<i>Uwe Trautmann und Hans-Ulrich Templin</i>	
Entwicklungslinien im institutionellen Asset Management der letzten Dekade. Vom Starfondsmanager zum quantitativen Asset Management – Die Professionalisierung des Asset Managements .....	883

---

<i>Dietmar Franzen und Klaus Schäfer</i>	
Herausforderungen und Entwicklungen im Bereich der Wertpapier-Spezialfonds. Kommentar zum Beitrag von Uwe Trautmann und Hans-Ulrich Templin .....	907
<i>Class Hinrichs und Klaus Schäfer</i>	
Entwicklungen im Bereich der Exchange Traded Funds. Kommentar zum Beitrag von Uwe Trautmann und Hans-Ulrich Templin .....	911
<i>Uto Baader, Elmar Bahnmüller und Jürgen Mayser</i>	
Sind deutsche Hedge-Fonds schlechter als ihre internationale Konkurrenz?.....	915
<i>Dirk Schiereck und Mark Mietzner</i>	
Value Enhancing State Fund Investments in the Financial Services Industry? .....	929
<i>Christoph Fischer</i>	
Comment on the Paper by Dirk Schiereck and Mark Mietzner .....	943
<i>Markus Glaser und Martin Weber</i>	
Financial Literacy und Anlegerverhalten.....	947
<i>Martin Jaron</i>	
Irrationalität und Kapitalmarkt. Kommentar zum Beitrag von Markus Glaser und Martin Weber .....	969
<i>Christoph Hartz und Stefan Mittnik</i>	
Filing for Insolvency: An Event Study for the German Neuer Markt.....	973
<i>Robert Härtl und Thomas Bauerfeind</i>	
Zur Auftragsbeziehung zwischen dem Kapitalanleger und seinen Agenten.....	1001
<i>Florian Haagen und Stephan Seidenspinner</i>	
Leistungsfähigkeit und Anwendungsfelder eines Asset-Liability-Modeling.....	1007
<i>Christoph Keszy und Marion Schulz</i>	
Asset-Liability-Management: Im Spannungsfeld zwischen Portfoliotheorie und Corporate Finance. Kommentar zum Beitrag von Florian Haagen und Stephan Seidenspinner.....	1021

**Laudatio**

*Hans-Peter Burghof*

Bernd Rudolph zum 65. Geburtstag ..... 1027

**Schriftenverzeichnis von Bernd Rudolph** ..... 1031

**Autorenverzeichnis** ..... 1049

Felix Waldvogel und Klaus Schäfer<sup>1</sup>

## **Transparenz im Verbriefungsmarkt. Kommentar zum Beitrag von Bernd Hofmann und Kai Rudolph**

Eine Bestandsaufnahme der Gründe, die zur derzeitigen Finanzkrise führen, welche sich zu einer Weltwirtschaftskrise auszuweiten droht, gestaltet sich auch Monate nach deren Ausbruch immer noch als äußerst schwierig, wie etliche Beiträge der vorliegenden Festschrift belegen. Der Jubilar selbst hat in mehreren Beiträgen zu den Ursachen explizit Stellung genommen und auch schon frühzeitig auf die potenziellen Fehlanreize bei Verbriefungen hingewiesen.<sup>2</sup>

Bernd Hofmann und Kai Rudolph wagen es, sich von dem im Moment vorherrschenden Blick auf die Nachteile von Verbriefungen zu lösen und halten fest, dass die Securitization trotz der damit einhergehenden Informationsasymmetrien mit ökonomischen Vorteilen verbunden sein kann.<sup>3</sup> Aus den angedeuteten, ganz unterschiedlichen Friktionen heraus entsteht aber offenbar ein gesteigertes Bedürfnis der Investoren nach Transparenz. Wenn der damit einhergehende Informationsbedarf in Zukunft gedeckt werden kann, dann wird das Vertrauen der Investoren in die Verbriefungsmärkte zurückkehren.

Die Transparenz im Verbriefungsmarkt zu erhöhen, ist eines der Ziele, die sich die True Sale International (TSI) gesetzt hat. Die TSI ist aus einer Verbriefungsinitiative von insgesamt 13 Banken, darunter Geschäfts- und Genossenschaftsbanken, Banken der Sparkassen-Finanzgruppe sowie der KfW Bankengruppe, hervorgegangen. Ihre operative Tätigkeit nahm die TSI am 26. Juni 2004 mit Sitz in Frankfurt am Main auf. Noch im Juli desselben Jahres wurden drei Stiftungen errichtet, um Verbriefungstransaktionen vollständig über Deutschland abwickeln zu können. Im Mai 2005 wurde als hundertprozentige Tochter schließlich die TSI Services GmbH gegründet. Letztere ist für die Koordination der Gründung und Übertragung von deutschen Special Purpose Vehicles verantwortlich.<sup>4</sup> Die Zielvorgabe der Ver-

---

<sup>1</sup> Dipl.-Kfm. Felix Waldvogel, Prof. Dr. Klaus Schäfer, Lehrstuhl für Betriebswirtschaftslehre I: Finanzwirtschaft und Bankenbetriebslehre, Universität Bayreuth.

<sup>2</sup> Vgl. Rudolph (2007, 2008) und Rudolph/Scholz (2008).

<sup>3</sup> So auch Rudolph (2007).

<sup>4</sup> Brenken/Papenfuß (2007), S. 55-60.

briefungsinitiative lautet, den deutschen Verbriefungsmarkt gemeinsam voranzutreiben und weiterzuentwickeln, um die Finanzierungsmöglichkeiten des Mittelstands zu verbessern. Einerseits soll das steuerliche Umfeld, das die Entwicklung des deutschen Marktes für True-Sale-Transaktionen restringiert, verbessert, andererseits eine Plattform für die Verbriefung von Unternehmenskrediten geschaffen werden.

Erfüllen True-Sale-Verbriefungstransaktionen bestimmte Voraussetzungen, so können diese durch die TSI zertifiziert werden.<sup>5</sup> Die jeweilige Transaktion muss dazu über eine deutsche oder in der europäischen Union beheimatete Zweckgesellschaft abgewickelt werden.<sup>6</sup> Des Weiteren hat die Struktur der Transaktion gewissen Anforderungen hinsichtlich deren Aufbaus zu genügen. So ist eine Börsenzulassung der Seniortranche zu beantragen und eine Market-Making-Vereinbarung für die AAA-Tranche vorzulegen. Weiter müssen sich die zeitnah über das Internet zu veröffentlichenden Dokumente, sowohl das Offering Circular als auch die regelmäßig zu erstellenden Investorenreports, an den Standards der TSI orientieren. Diese Vorgaben sollen zu einer Standardisierung der Papiere aus True-Sale-Transaktionen führen sowie deren liquiden Handel ermöglichen.<sup>7</sup>

Unabhängig von einer Zertifizierung muss der Emittent im Emmissionsprospekt darüber Auskunft geben, ob er beabsichtigt, nach Abschluss der Emission, Informationen in Bezug auf die Wertpapiere zu veröffentlichen. Dass er dies beabsichtigt, wird den Investoren auch durch das Zertifikat und den damit verbundenen Vorgaben zum Reporting signalisiert. Die Anleger können bei zertifizierten Transaktionen öffentlich auf viele, teilweise standardisierte, Informationen zurückgreifen. Dies ermöglicht ihnen, einen Überblick über die Transaktion, deren Wertentwicklung und wichtige, mit ihr verbundene Kennzahlen sowie einen Überblick über andere involvierte Parteien zu behalten. Somit können durch die Bindung an die Reportingstandards der TSI nach der Emission auftretende Informationsasymmetrien reduziert werden.

Das Zertifikat kann es dem Emittenten letztlich ermöglichen, glaubhaft zu signalisieren, dass er die von der TSI gesetzten Zertifizierungsvoraussetzungen zum Zeitpunkt der Vergabe des Zertifikats erfüllt und die damit verbundenen Vorgaben weiterhin einzuhalten gedenkt. Ob für Letzteres ein Entzug des Zertifikats, bei einer Nichteinhaltung der Zertifizierungsbedingungen als ausreichende Konsequenz bezeichnet werden kann, ist schwer zu beurteilen. Da die Zertifizierung keine Aussage über die Qualität der verbrieften Forderungen oder der Ausfallwahrscheinlichkeit einer Tranche be-

---

<sup>5</sup> Vgl. TSI (2009b).

<sup>6</sup> Zu den expliziten Anforderungen vgl. TSI (2009a).

<sup>7</sup> Vgl. KfW (2004), S. 2.

inhaltet, es also in erster Linie um die Bereitstellung von qualitativ hochwertigen Informationen und hohe Transparenz mit der damit erhofften höheren Liquidität der Transaktion geht, könnte nicht nur die Seniortranche, sondern die gesamte Transaktion zertifiziert werden. Dies ist auch in Zusammenhang damit zu sehen, dass die Seniortranche den Großteil des Volumens zertifizierter Transaktionen ausmacht und die Prospekte vieler zertifizierter Transaktionen bisher vermitteln, dass alle Tranchen der Transaktion bzw. die Transaktion insgesamt zertifiziert wurden.

Der Aufbau der bislang zertifizierten Transaktionen (12 Stück, Stand Januar 2009) kann als „einfach“ bzw. Plain Vanilla bezeichnet werden. Eine Hinterlegung der Wertpapiere der Seniortranche dieser Transaktionen als Collateral bei der EZB ist möglich. Gerade in Zeiten mangelnder Liquidität auf dem Interbankenmarkt kann diese Tranche zur Refinanzierung von Kreditinstituten beitragen. Standardisierte Informationen, die bei zertifizierten Transaktionen bereitzustellen sind, können in das Risikomanagement der Investoren einfließen und eine von den Ratingagenturen unabhängige Beurteilung des Transaktionsverlaufs möglich machen. Die Verpflichtung von Market Makern bei ABS-Transaktionen stellt eine weitere Besonderheit von zertifizierten Transaktionen dar.

Ein Drittel der zertifizierten Transaktionen wurden seit dem 1. Januar des vergangenen Jahres emittiert und drei weitere Transaktionen befinden sich derzeit im Zertifizierungsprozess. Dies zeigt, dass der Verbriefungsmarkt nicht vollständig ausgetrocknet ist. Auch wenn sich das Marktumfeld als schwierig und die Gründe für die Begebung einer ABS-Transaktion geändert haben, so stimmen wir doch mit Bernd Hofmann und Kai Rudolph darin überein, dass eine Wiederbelebung und Erstarkung des Verbriefungsmarktes sehr wahrscheinlich ist. Gerade zertifizierte Transaktionen könnten sich hierbei, aufgrund deren Ausgestaltung, in Zeiten des „flight to quality“ als Standard auf dem deutschen Verbriefungsmarkt etablieren.

## Literatur

- Brenken, Anke / Papenfuß, Holger (2007): Unternehmensfinanzierung mit ABS, Frankfurt am Main.
- Hofmann, Bernd / Rudolph, Kai (2009): The Future of Securitizations – An Exemplified Analysis, in dieser Festschrift.
- KfW (Hrsg.) (2004): Presseerklärung vom 30.04.2004: Vorstände der 13 TSI-Banken beschließen TSI-Verbriefungsinfrastruktur, Frankfurt am Main.

Rudolph, Bernd (2007): Kreditrisikotransfer – Abbau alter gegen den Aufbau neuer Risiken, in: Kredit und Kapital, 40. Jg., Nr. 1, S. 1-16.

Rudolph, Bernd / Scholz, Julia (2008): Driving Factors of the Subprime Crisis and some Reform Proposals, in: CESifo DICE Report, Nr. 3, S. 14-19.

Rudolph, Bernd (2008): Lehren aus den Ursachen und dem Verlauf der internationalen Finanzkrise, in: zfbf, 60. Jg., Nr. 11, S. 713-741.

TSI (2009a): Anforderungen an Transaktionsstruktur und an Zweckgesellschaften:  
<http://www.tsi-gmbh.de/leistungen/zertifizierung/anforderungen0.html?L=0>  
am 16.02.2009.

TSI (2009b): Voraussetzungen zur Zertifizierung von Verbriefungstransaktionen:  
<http://www.tsi-gmbh.de/leistungen/zertifizierung/vorraussetzungen.html?L=0>  
am 16.02.2009.