

Fassung vom 19. August 2008

aus ZfgK, Ausgabe vom 15.09.2008

**Dr. Hartmut Bechtold, Dr. Holger Papenfuß**

**TSI GmbH**

**Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen**

## **Der deutsche Verbriefungsmarkt im Griff der Subprimekrise**

**Die vom US-Subprimemarkt ausgehende Finanzmarktkrise, die im Sommer 2007 ihren Anfang nahm, hat die Verbriefungstechnik in Verruf gebracht. In der Folge kamen weltweit alle verbrieften Assetklassen „unter Generalverdacht“, mit dem Ergebnis, dass die Nachfrage der Investoren nach ABS dramatisch gesunken beziehungsweise zum Teil ganz zum Erliegen gekommen ist.**

Aufsichtsbehörden und Zentralbanken, wissenschaftliche Institute, internationale Bankenvereinigungen – alle haben sich mit dem Subprimemarkt und der Subprimekrise beschäftigt. Alle Analysen kommen – wenngleich mit unterschiedlichen Akzentuierungen – zum dem Schluss, dass in den Anreizstrukturen begründeter Moral Hazard und Intransparenz auf den Subprime-ABS-Märkten Hauptursachen der Krise gewesen sind.<sup>1</sup> Die Wertschöpfungskette im amerikanischen Subprimemarkt war tief zergliedert; Vertrieb, Kreditentscheidung, Kreditbearbeitung und Risikomanagement lagen in unterschiedlichen Händen. Der gemeinsame Nenner aller Beteiligten war die Ausrichtung auf eine kurzfristige Provisions- und Ertragsmaximierung. Die Kreditakquise geschah durch unregulierte Broker ohne Interesse an langfristigen Kundenbeziehungen, die Bankintermediäre entledigten sich schnell der angekauften Kredite und reichten sie an den Kapitalmarkt weiter, die Kreditbearbeitung, das Servicing, wurde von darauf spezialisierten Unternehmen erledigt, die Investoren folgten nur den Bewertungen der Ratingagenturen. In dieser Struktur kam es zu einer weitgehenden Entkopplung von Anreiz und Verantwortung mit dem Ergebnis, dass Kredite herausgelegt wurden, deren Qualität einfach schlecht war. Erleichtert wurde der Moral Hazard bei der Kreditvergabe und dem Risikomanagement durch geringe bzw. fehlende aufsichtsrechtliche Vorgaben.

Die Folgen waren in ihrem Zusammenspiel ein Zusammenbruch des Subprimemarktes. Die amerikanischen Subprime-Indices fielen seit Sommer 2007 über alle Ratingklassen hinweg ins Bodenlose und haben sich seitdem noch nicht erholt. Auch die globalen Verbriefungsmärkte wurden in erhebliche Mitleidenschaft gezogen.

Vor diesem Hintergrund ist es wichtig, dass jenseits des Ratings bei der Beurteilung von Qualität auf den Verbriefungsmärkten auch die Aspekte der Transparenz und des Moral Hazards nicht außer acht gelassen werden.

Denn dass die Krise vom Subprimemarkt auf andere Assetklassen übergreifen konnte ist auch auf einen „Mangel an Transparenz“ zurückzuführen. So verbreitete sich im Sommer

---

<sup>1</sup> TSI Arbeitsgruppe: Die Krise auf den Kreditmärkten – Ursache, Wirkung und Folgerungen ([www.true-sale-international.de](http://www.true-sale-international.de).)

KfW Research: Die wirtschaftspolitischen und regulatorischen Auswirkungen der Subprime-Krise ([www.kfw.de](http://www.kfw.de))

2007 unter den Marktteilnehmern rasch ein grundlegendes Misstrauen gegenüber allen komplexen ABS-Strukturen und der Qualität der ihnen zugrunde liegenden Kredite. Eine weitere wichtige Lehre aus der Finanzmarktkrise besteht darin, von der Kundenakquisition über die Kreditvergabe bis zur Kreditverbriefung konsistente Anreizstrukturen zu etablieren und damit das Moral Hazard Risiko auszuschalten. Darüber hinaus muss die Transparenz im gesamten ABS-Markt deutlich erhöht werden, um das Vertrauen der Marktteilnehmer wieder herzustellen.

Die Verbriefungstechnik wird nicht in der historischen Versenkung verschwinden. Als Instrument zum Risikotransfer und zur Refinanzierung wird sie fortbestehen und in nicht allzu ferner Zukunft an der alten Bedeutung anknüpfen können; sie wird aber Wandlungen erfahren, jene, die diese notwendigen Wandlungen schneller als andere aufnehmen werden einen Wettbewerbsvorteil haben.

Der deutsche Verbriefungsmarkt hat dabei gute Chancen vom Nachzügler zum Trendsetter zu werden, denn vor dem Hintergrund der kritischen Diskussionen braucht sich der deutsche Verbriefungsmarkt nicht zu verstecken. Er ist gekennzeichnet durch ein hohes Maß an Transparenz und Standardisierung und verfügt damit bereits über wesentliche Eigenschaften, die heute als Folge der Finanzmarktkrise von vielen Marktteilnehmern zukünftig für zwingend erforderlich gehalten werden.

### **Was sind die Gründe für das hohe Maß an Transparenz und Standardisierung des deutschen Verbriefungsmarktes?**

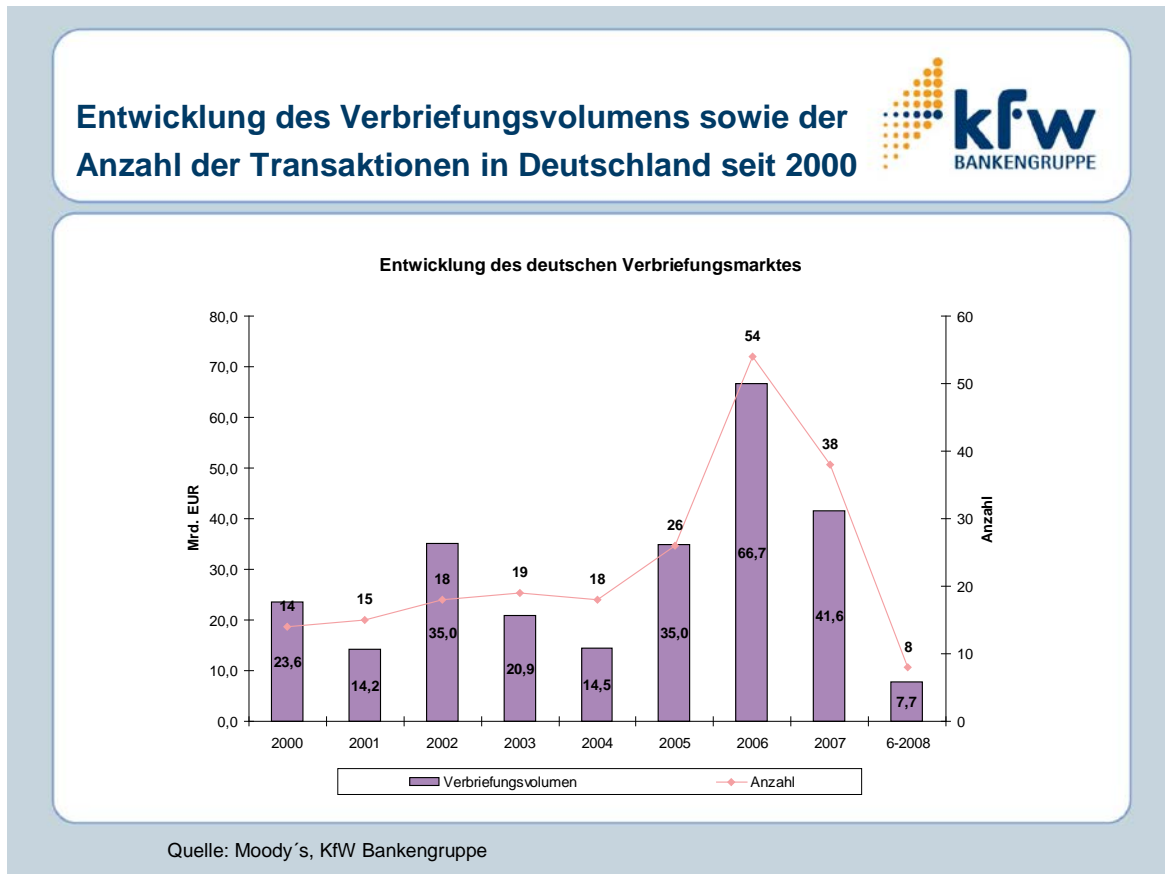
Im Vergleich zu den USA, wo bereits seit den siebziger Jahren Verbriefungen durchgeführt wurden und die heute weltweit über den am weitesten entwickelten Verbriefungsmarkt verfügen, ist in Deutschland erst relativ spät ein aktiver Verbriefungsmarkt entstanden. Dies lag unter anderem daran, dass es in Deutschland - im Gegensatz zu den USA – mit dem Pfandbrief bereits ein seit langer Zeit etabliertes Instrument für die langfristige Refinanzierung von Hypotheken gab.

Für deutsche Kreditinstitute bestanden lange Zeit wenig ökonomische Anreize, die Verbriefung zu nutzen. Traditionell niedrige Refinanzierungskosten, eine komfortable Eigenkapitalausstattung oder institutionelle Absicherung sowie die geringe Transparenz von Kreditrisiken und „Bilanzsummanden“ anstelle einer Steuerung über risikobereinigte Renditekennzahlen ließen zunächst wenig Interesse an Verbriefung aufkommen.

Dies änderte sich jedoch, als sich die deutsche Kreditwirtschaft vor einigen Jahren mit auf breiter Front steigenden Refinanzierungskosten konfrontiert sah. Die Banken mussten die knappe Ressource Risikokapital effizienter bewirtschaften und den wachsenden Renditeansprüchen der Eigenkapitalgeber gerecht werden. Gleichzeitig wurden erhebliche Fortschritte bei der Weiterentwicklung von Instrumenten zur Identifikation, Messung und Bewertung von Kreditrisiken vollzogen. Dies wiederum stellte eine wichtige Voraussetzung für die Handelbarkeit von Kreditrisiken dar. Vor allem aber haben viele Finanzinstitute die strategischen Möglichkeiten erkannt, die eine aktive Nutzung von Verbriefungen und/oder Kreditderivaten für das traditionelle Kreditgeschäft und für die eigene Wettbewerbsfähigkeit eröffneten. Mit dem partiellen Übergang vom „buy and hold“-Geschäftsmodell (Halten der Kredite bis zum Laufzeitende) zum „originate and distribute“-Geschäftsmodell (Kredite werden vor dem Lauf-

zeitende mittels Verbriefung ausplatziert) und zu einem aktiven Portfoliomanagement, den immer mehr Banken in den letzten Jahren vollzogen haben, sind das Interesse und die Nachfrage nach Verbriefungen sprunghaft angestiegen.

**Abbildung 1: Der deutsche Verbriefungsmarkt**



**Quelle: KfW Bankengruppe, Moody's**

Erste vereinzelte Verbriefungsaktivitäten fanden in Deutschland bereits in den neunziger Jahren statt. Ein aktiver Verbriefungsmarkt hat sich jedoch erst ab dem Jahr 2000 gebildet; in diesem Jahr wurden Kredite in Höhe von 23,6 Mrd. EUR in Deutschland verbrieft. Nach einer Abschwächung in den Jahren 2003 und 2004 gewann der deutsche Verbriefungsmarkt an Dynamik, so dass bereits im Jahr 2006 knapp 67 Mrd. EUR verbrieft werden konnten.

Im Jahr 2007 wurde die Entwicklung auf dem deutschen Verbriefungsmarkt wesentlich durch die im Sommer aufgetretene Finanzmarktkrise beeinflusst. Während im ersten Halbjahr noch eine rege Verbriefungstätigkeit zu verzeichnen war und der deutsche Verbriefungsmarkt an die positive Entwicklung der vergangenen Jahre anknüpfen konnte, war es im zweiten Halbjahr nur noch unter erheblich erschwerten Bedingungen möglich, Verbriefungen durchzuführen. Aufgrund des schwierigen Marktumfelds wurden die Transaktionen überwiegend privat platziert. Das verbrieftes Kreditvolumen fiel im Jahr 2007 von 67 Mrd. EUR im Jahr 2006 auf knapp 42 Mrd. EUR zurück. Die Zahl der Transaktionen verringerte sich von 54 auf 38.

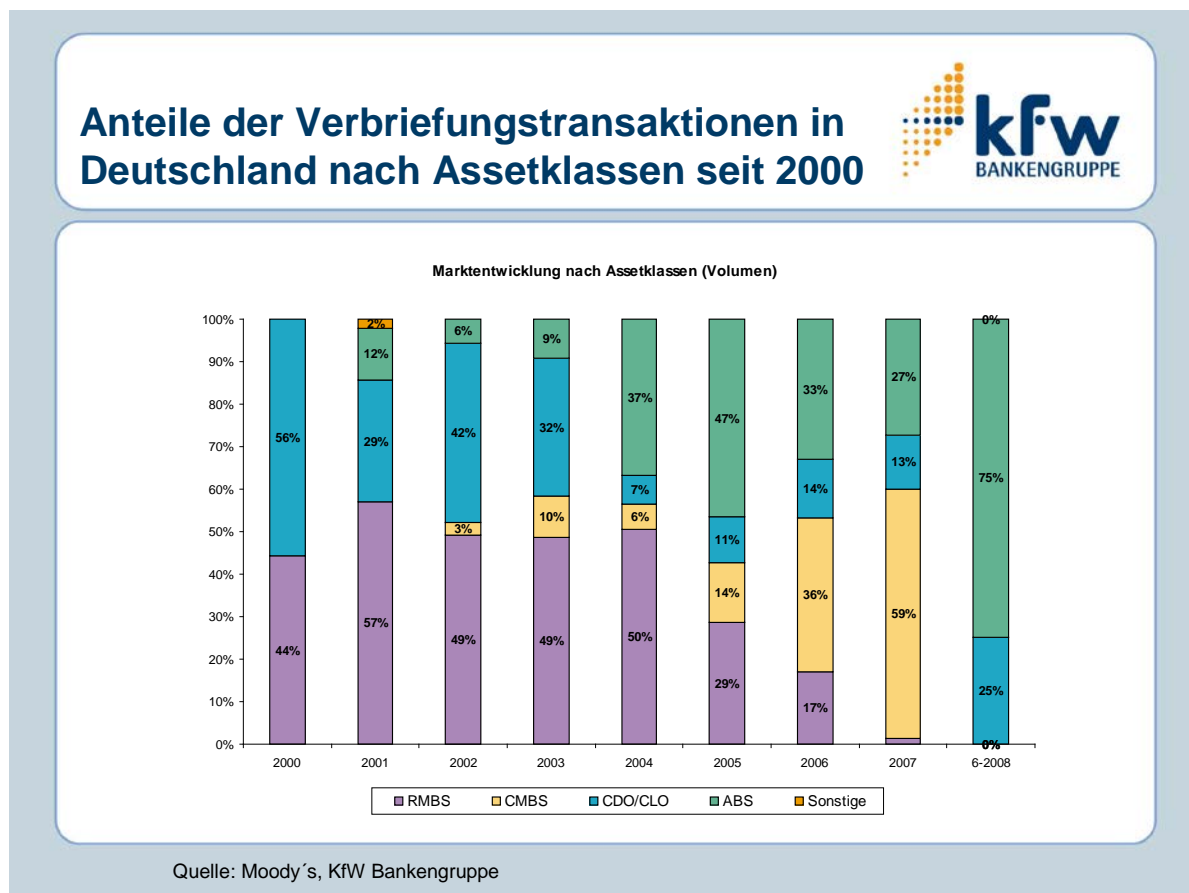
Im ersten Halbjahr 2008 war das Geschehen auf dem deutschen Verbriefungsmarkt weiterhin von den Auswirkungen der Finanzmarktkrise geprägt. Das in acht Transaktionen verbrieftes Kreditvolumen betrug lediglich 7,7 Mrd. EUR. Bei den verbrieften Assetklassen handelte es sich um Auto-ABS, Consumer-ABS und KMU-CLOs. Für die zweite Jahreshälfte zeichnet

sich aber ein deutlicher Anstieg bei den Verbriefungsaktivitäten ab, wobei das Refinanzierungsmotiv, dabei auch die Nutzung von einbehaltenen ABS-Tranchen für EZB-Repo-Geschäfte, an Bedeutung scheinbar gewinnt.

### Der deutsche Verbriefungsmarkt unterscheidet sich in seiner Struktur von anderen europäischen Verbriefungsmärkten

In allen europäischen Ländern stellen RMBS mit Abstand die wichtigste Assetklasse dar (Marktanteil von 57 % im Jahr 2007). In Deutschland allerdings hat seit 2004 die Bedeutung von RMBS Jahren kontinuierlich abgenommen. Im Jahr 2007 betrug ihr Marktanteil in Deutschland nur noch ein Prozent (2006: 17 % Marktanteil). Im ersten Halbjahr 2008 wurde keine einzige RMBS-Transaktion durchgeführt. Im deutschen Verbriefungsmarkt werden vor allem Mittelstandsfinanzierungen, Autokredite, Leasingfinanzierungen sowie gewerbliche Immobilienkredite verbrieft. Der deutsche Verbriefungsmarkt entwickelte sich somit zu einer wichtigen Finanzierungsquelle für die gewerbliche Wirtschaft.

**Abbildung 2: Anteile der Verbriefungstransaktionen in Deutschland nach Assetklassen seit 2000**

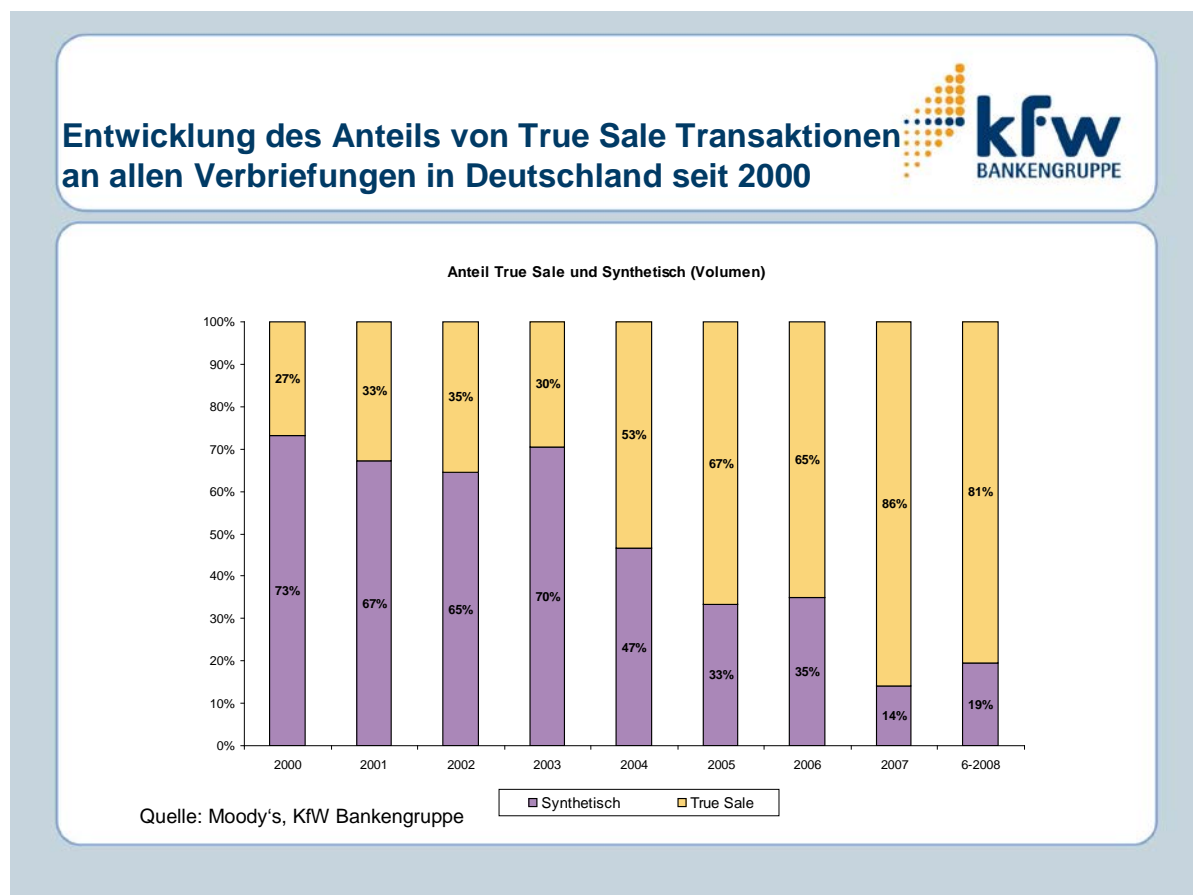


**Quelle: KfW Bankengruppe, Moody's**

**Traditionell wurde der deutsche Verbriefungsmarkt durch synthetische Verbriefungen dominiert**

Im Gegensatz zu anderen Ländern waren in Deutschland gemessen am Verbriefungsvolumen und der Anzahl der Transaktionen zunächst synthetische Verbriefungstransaktionen vorherrschend. Dabei werden lediglich die Risiken von Krediten am Kapitalmarkt abgesichert, während die Kredite selbst auf der Bankenbilanz bleiben. Synthetische Verbriefungen dienen nur der Eigenkapitalentlastung und nicht der Refinanzierung von Banken. Mit ersten Änderungen der steuerlichen und rechtlichen Rahmenbedingungen (siehe unten: „True Sale Initiative“) wurden jedoch auch in Deutschland sog. True Sale Transaktionen – d.h. der tatsächliche Forderungsverkauf – verstärkt genutzt. Im Jahr 2004 überstieg die Anzahl der neu abgeschlossenen True Sale Transaktionen erstmals die der synthetischen Verbriefungen. Dieser Trend setzt sich seitdem weiter fort. Mit Blick auf die Anzahl der Transaktionen dominierten im ersten Halbjahr 2008 True Sale Transaktionen (7 Transaktionen) gegenüber synthetischen Verbriefungen (1 Transaktion). Auch gemessen am Transaktionsvolumen dominieren inzwischen True Sale Transaktionen in Deutschland (81 % des verbrieften Kreditvolumens) gegenüber synthetischen Verbriefungen (19 %).

**Abbildung 3: Anteil der True Sale Transaktionen in Deutschland**



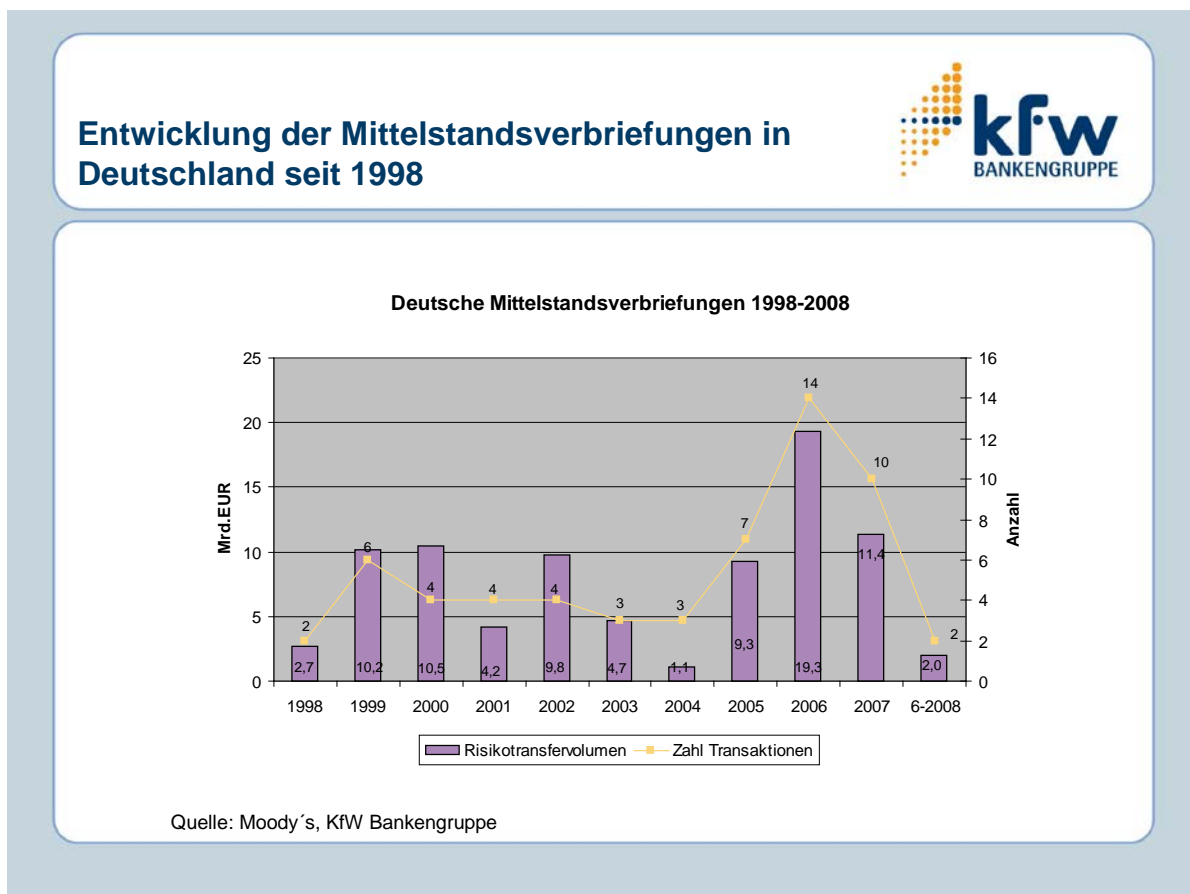
**Quelle: KfW Bankengruppe, Moody's**

**Deutschland nimmt bei der Verbriefung von Mittelstandskrediten in Europa eine führende Rolle ein**

Zusammen mit Spanien ist Deutschland bei der Verbriefung von Mittelstandsrisiken führend in Europa. Seit der ersten Mittelstandsverbriefung im Jahr 1998 wurden bis Mitte 2008 in Deutschland in 59 Transaktionen insgesamt rd. 85 Mrd. EUR an Mittelstandskrediten verbrieft. Die Verbriefung von Mittelstandsrisiken hat damit einen wesentlichen Beitrag zur Finanzierung des deutschen Mittelstandes geleistet.

Auch wenn das Marktumfeld schwieriger geworden ist, wird für den Fall einer Erholung der Verbriefungsmärkte erwartet, dass granulare und transparent strukturierte Mittelstandsverbriefungen wieder attraktiv für Investoren sein werden.

**Abbildung 4: Mittelstandsverbriefung in Deutschland**



**Quelle: KfW Bankengruppe**

### **Starke Anreize für eine hohe Qualität der den Verbriefungen zugrunde liegenden Kredite**

Ein wesentliches Merkmal des deutschen Verbriefungsmarktes ist die hohe Qualität der verbrieften Kredite. Dazu haben die Rahmenbedingungen in Deutschland erheblich beigetragen: In Deutschland gab es in den vergangenen Jahren kein exzessives Wachstum der Hypothekar- oder der Konsumentenkredite. Darüber hinaus gibt es kein „Subprime“-Kreditsegment in Deutschland. Zudem gab es am Immobilienmarkt keine Überhitzungserscheinungen wie etwa in anderen europäischen Ländern.

Diese positiven Fundamentaldaten spiegeln sich in der überwiegend positiven Performance deutscher Verbriefungen, in niedrigen Ausfällen und einer hohen Ratingstabilität der deutschen Verbriefungsspezialitäten, insbesondere granularer Mittelstandsverbriefungen, RMBS und Auto- sowie Leasingverbriefungen wider. Selbst in dem durch die Finanzmarktkrise geprägten Jahr 2007 gab es in Deutschland mehr Ratingheraufstufungen als Herabstufungen. Insgesamt liegt die Performance der deutschen Verbriefungstransaktionen überwiegend im Bereich der Erwartungen.

Lediglich das relativ kleine Marktsegment der nicht granularen Mezzaninekapital-Mittelstandsverbriefungen fällt aus diesem Bild etwas heraus und hatte unerwartet hohe Ausfälle zu verzeichnen.

Die Kreditverbriefungen deutscher Banken folgen dagegen anderen Mustern, als die viel diskutierten amerikanischen Verbriefungen. Deutsche Banken halten Kredite zunächst auf ihrer Bilanz und verbriefen nur einen kleinen Teil ihres Kreditbuchs. Bei der Kreditvergabe wird daher kein Unterschied gemacht, ob der Kredit später verbrieft werden könnte oder nicht. Verbrieftes unterliegt zudem den gleichen rechtlichen Regeln in der Kreditvergabe wie nicht verbrieftes. Zudem regelt ein bereits vor zehn Jahren herausgegebenes Rundschreiben der Bafin (4/97), dass die „Auswahl der zu veräußernden Forderungen (...) innerhalb der vertraglich vereinbarten Auswahlkriterien nach dem Zufallsprinzip erfolgen“ muss. Es gibt somit keinen Qualitätsunterschied zwischen verbrieften oder einbehaltenen Krediten. Darüber hinaus behalten deutsche Banken in der Regel Teile des First Loss Pieces oder sind durch Beteiligungen am Excess Spread bzw. andere Mechanismen direkt mit dem Erfolg der Verbriefungstransaktion verbunden. Sie haben daher starke positive Anreize für eine ordentliche Kreditvergabe und -überwachung unabhängig von der Frage ob ein Kredit später verbrieft wird oder nicht. Dadurch werden Moral Hazard Risiken substantiell reduziert.

Obwohl auch in Deutschland das „originate and distribute“-Geschäftsmodell an Bedeutung gewonnen hat, kam es nicht zu der in den USA beobachteten Aufteilung der einzelnen Schritte des Kreditvergabe- und Verbriefungsprozesses auf viele verschiedene Parteien mit konträren Anreizstrukturen. So verbleiben in Deutschland allein schon aufgrund der regulatorischen Rahmenbedingungen in der Regel alle wesentlichen Prozessschritte – vor allem auch die Pflege der Kundenbeziehung und das Servicing - bei der kreditgebenden Bank. Bank und Kunde bleiben somit eng miteinander verbunden. Die Abgabe der Kundenbeziehung ist im deutschen „Hausbanksystem“ nicht üblich und betrifft in der Regel nur leistungsgestörte Kredite. In Deutschland dient die Kreditverbriefung ausschließlich der Refinanzierung, der regulatorischen und ökonomischen Eigenkapitalentlastung und dem Risikomanagement.

### **Standardisierung der Verbriefungsstrukturen und Transparenz**

Wichtige „lessons learned“ aus der Finanzmarktkrise lauten, dass klare, transparente und einfache Verbriefungsstrukturen benötigt werden, um das Vertrauen der Investoren wieder zu gewinnen. In Deutschland hatten die Marktteilnehmer bereits von Beginn an darauf Wert gelegt, klare, transparente, kosteneffiziente und hoch standardisierte Verbriefungsstrukturen zu schaffen. Daher verfügt der deutsche Verbriefungsmarkt bereits über zahlreiche

Charakteristika, die heute allgemein im Zusammenhang mit der Finanzmarktkrise von allen Beteiligten gefordert werden.

Mit den Verbriefungsplattformen PROMISE (Mittelstandskredite) und PROVIDE (Immobilienkredite) der KfW Bankengruppe wurden in den Jahren 2000 und 2001 am deutschen Verbriefungsmarkt Standards für einfach strukturierte synthetische Verbriefungen geschaffen. Mit der kostenlosen Bereitstellung von umfangreichen Informationen zu allen über PROMISE und PROVIDE durchgeführten Transaktionen (z.B. das Informationsmemorandum bzw. den Prospekt, die Berichte der Ratingagenturen zur Transaktion sowie den jeweils neuesten Investorenreport, kumulierte Verzugs- und Ausfallraten) auf ihrer Homepage leistet die KfW Bankengruppe bereits einen erheblichen Beitrag zur vielfach geforderten Transparenz.

Einen wesentlichen Anteil an der Entwicklung des deutschen Verbriefungsmarktes hatte auch die True Sale Initiative, der Vorläufer der True Sale International GmbH (TSI), zu der sich 2003 dreizehn Banken zusammengeschlossen hatten. Ziel der beteiligten Banken war es, auch in Deutschland den Weg für True Sale Verbriefungen zu ebnen. Auf Betreiben der TSI wurden wichtige Änderungen in der Regulierung vorgenommen, wie beispielsweise die Gewerbesteuerbefreiung für die Verbriefung von Bankaktiva (2004). Auch wurde die Übertragung von Sicherheiten durch Einführung eines Refinanzierungsregisters erleichtert (2005). Mit einer Verbriefungsplattform für True Sales, die im Jahr 2004 ihre Arbeit aufnahm, wurde ein wichtiger Qualitätsstandard für Verbriefungen „made in Germany“ geschaffen. Von der TSI zertifizierte Verbriefungstransaktionen erfüllen beispielsweise bestimmte qualitative Standards an ein zeitnahes und regelmäßiges Investorenreporting und zeichnen sich damit durch ein hohes Maß an Transparenz aus. So zertifiziert die TSI Transaktionen, die den TSI-Richtlinien für ein standardisiertes, übersichtliches und detailliertes „best practice“ Investorenreportings folgen. Auch ist auf der TSI-Homepage für jede zertifizierte Transaktion jeweils der neueste Investorreport und darüber hinaus sämtliche historische transaktionsbezogene Informationen, wie z. B. das „offering circular“, der „pre-sale report“ und frühere Investorenreports kostenfrei abrufbar.

### **“Certified by True Sale international” – Was sind die Voraussetzungen?**

Der bereits vier Jahre alte Ansatz der TSI zur Schaffung von Transparenz auf den Verbriefungsmärkten ist moderner denn je, ist er doch ein funktionierendes Beispiel dafür, wie die im Rahmen von „lessons learned“ viel geforderte Transparenz praktisch hergestellt werden kann.

Die TSI vertritt die Auffassung, dass die Verbriefung von Krediten und Kreditrisiken vielfältige Vorteile für das wirtschaftliche Wachstum in Deutschland und den Finanzmarkt beinhaltet. Aber funktionierende Märkte setzen Transparenz und aktuelle Informationen voraus. Dies kann unter anderem erreicht werden durch eine hohe Qualität und Verfügbarkeit von Börsenzulassungsprospekten, Presalereports sowie regelmäßige Reportings für die Investoren. Für die Marktteilnehmer im ABS-Markt ist dabei das Investorenreporting eine wichtige Informationsquelle, an der sie sich bei Handel und Preissetzung informieren und vergangene Performance sowie künftige Chancen und Risiken bewerten können.



„Certified by True Sale International“ kennzeichnet Transaktionen, die sich bei Auflegung an den Kriterien der TSI GmbH orientieren. Die qualitativen Voraussetzungen für die Zertifizierung der Seniortranche der Transaktion sind:

- Die Einhaltung von bestimmten Anforderungen an die Transaktionsstruktur und Zweckgesellschaft.
- Das Vorliegen einer Market-Making-Vereinbarung für die Seniortranche der zu zertifizierenden Transaktion analog dem von der TSI bereit gestellten Muster und Beantragung der Börsenzulassung, die u.a. Voraussetzung für die EZB-Fähigkeit der Wertpapiere ist.
- Die Orientierung an der von der TSI gemeinsam mit Fachleuten aus den Banken erarbeiteten Standards für das Investorenreporting und die Abstimmung des Investoren Reportings mit der TSI
- Die Bereitschaft zur zeitnahen Veröffentlichung des Investorenreportings auf der Website der TSI GmbH durch den jeweiligen Originator.

Die Aktivitäten der TSI haben wesentlich die Durchführung von True Sale Transaktionen in Deutschland gefördert. Seit Bereitstellung im Spätsommer 2004 wurden bis zum Sommer 2008 insgesamt 37 Transaktionen über die Verbriefungsplattform durchgeführt. Das verbrieftete Kreditvolumen dieser Transaktionen beläuft sich auf insgesamt 47 Mrd. EUR. Zehn Transaktionen wurden bereits von der TSI zertifiziert. Weitere 15 Transaktionen – darunter auch zertifizierte Transaktionen – über die Plattform sind in Vorbereitung.

Die deutsche Verbriefungsindustrie ist bestrebt, den hohen bereits etablierten Industriestandard für “ABS made in Germany” auf der Basis der Lessons Learned aus der Finanzmarktkrise weiter zu verbessern und auch Moral Hazard Aspekte einzubeziehen.

### **Der deutsche Verbriefungsmarkt ist gut für die Zukunft positioniert**

Da es sich bei der Verbriefungstechnik um ein volkswirtschaftlich sinnvolles Instrument handelt, wird es auch in Zukunft eine Nachfrage nach Verbriefungen geben. Allerdings bedarf es einer Weiterentwicklung der Verbriefungstechnik. Transparenz und Standardisierung der Strukturen sind, über die TSI-Zertifizierung und KfW-Verbriefungsplattformen hinaus - weiter zu erhöhen. Sie erst erlauben es den Investoren über das Rating hinaus sich ein eigenes Bild von der Qualität des Underlyings und der Transaktionsstruktur zu machen. Auch wäre zu überlegen, wie man über Transparenz hinaus, dem Investor bei der Bewertung von Verbriefungsprodukten hilfreich sein kann. Im allgemeinen steigt die Effizienz von Märkten wenn die Käufer in der Lage sind, sich auch ohne langwierige eigene Recherchen ein Bild von der Qualität des Produktes und den zugrunde liegenden Produktionsprozessen zu machen. Die deutsche Industrie z.B. hat hierzu vielfältige Qualitätsstandards für fast alle Produkte und Prozesse definiert und zertifiziert darauf aufbauend Herstellungsprozesse und , Produkte im Rahmen der so erarbeiteten DIN-Normen und des TÜV-Verfahrens..

Über die Schaffung von Transparenz hinaus gibt es auch für die Verbriefungsmärkte weitere Ansatzpunkte, ihre Effizienz in Bezug auf Ausschaltung von Moral Hazard Risiken zu erhöhen und damit nachhaltiges Vertrauen bei den Investoren zu schaffen.

Im Hinblick auf diese Aspekte ist der deutsche Verbriefungsmarkt anderen Märkten voraus, weil er bereits über gute Rahmenbedingungen und etablierte Strukturen verfügt. Dazu hat beigetragen, dass aufgrund der regulatorischen Rahmenbedingungen sowie des Geschäftsmodells deutscher Banken den Verbriefungen Kredite zugrunde liegen, die mit bankenüblicher Sorgfalt vergeben wurden, wie sich in den niedrigen Ausfallraten und der hohen Ratingstabilität deutscher ABS-Transaktionen zeigt. Die seit Sommer 2007 schwelende Finanzmarktkrise hat von den in Deutschland verbrieften Assets jedenfalls keine weitere Nahrung erhalten.

Aufgrund der schwierigen Situation auf den globalen Verbriefungsmärkten, die voraussichtlich bis ins Jahr 2009 andauern wird, ist allgemein zu erwarten, dass sich künftig vor allem transparente und einfache Verbriefungsstrukturen in gut etablierten Assetklassen durchsetzen werden. Da es in Deutschland diese Strukturen gibt und sie eine solide Performance ausweisen, ist der deutsche Verbriefungsmarkt insgesamt für die Zukunft gut positioniert.