



BUILDING THE FUTURE

1914 100th Anniversary 2014

Munich 11-12 September 2014

Die Neuauflage der RMBS als
Finanzierungsinstrument – werden sie
nach der Krise anders aussehen?

Tony Ward, CEO Home Funding Limited

Über welche Themen in spreche

- Verbriefung – ein kurzer Überblick
- Wachstum und der anschließende Untergang des fremdfinanzierten (gehebelten) Modells
- Performance von RMBS
- Warum RMBS ein gutes Finanzierungsinstrument sind
- Einlagenfinanzierung als Alternative?
- Bestehende Hürden
- Ein Ausblick auf die Finanzierung
- Fazit

Verbriefung – ein kurzer Überblick

- Vermögenswerte wie Kredite und Cash Flows
- Wichtig ist die Bestimmung von Risiken und Cash Flow Charakteristika
- Unter diesem Vorbehalt kann fast alles verbrieft werden, z.B. Formel-1-Forderungen und Lansons Champagner Produktion
- Wohnbaukredite eignen sich besonders gut, weil:
 - Großer Markt
 - Cash flows und Kreditperformance über Zyklen gut dokumentiert
 - Grundschild kann verwertet werden

Verbriefung – ein kurzer Überblick

- Kredite werden gepoolt und dann an eine Zweckgesellschaft übertragen
- Ein Treuhandmodell wird für die gesamte Struktur gebildet, die den Anleihegläubigern den Nießbrauch an allen Sicherheiten und Kreditabsicherungen der Transaktion gibt
- RMBS-Geschäfte sind so strukturiert, dass sie in der Lage sind, unabhängig größere Belastungen wie z.B. Preiseinbrüche am Immobilienmarkt (in der Größenordnung von 50%) und Kreditausfälle zu überstehen
- Kreditabsicherungen werden durch Kapitalinjektionen vom Emittenten, Kaskadierung der RMBS in verschiedene Investmentgrade und externe Mechanismen der Liquiditätsunterstützung bereitgestellt
- Kredit- und operationellen Risiken mit der Verwaltung einer Tranche beauftragter Dritter sind berücksichtigt
- Verluste innerhalb der europäischen RMBS-Transaktionen waren äußerst gering und sie haben auch in der Rezession bestanden – es funktioniert!

Das Wachstum des Fremdfinanzierungsmodells – etwas britische Geschichte

- UK-Hypotheken wurden traditionell mit Einlagen refinanziert, aber das Modell änderte sich in den 1980er Jahren und in den 1990er Jahren hoben dann RMBS richtig ab
- MBS wurden erstmals 1984 begeben, doch es dauerte noch bis in die späten 90er bis sie ein Mainstream-Instrument wurden
- Dies lag an der "Magie" der Hebelwirkung
 - Basel spielte eine Rolle bei 'raffinierten' Instrumenten der Risikogewichtung
 - Banken, Regulierer, Ratingagenturen und Investoren waren davon überzeugt, mittels strukturierter Produkte angemessen das dahinter liegende Risiko abzusichern
 - Investoren tätigten stark fremdfinanzierte Investitionen, die durch die gekauften Anleihen abgesichert wurden
 - Investoren waren:
 - Banken, Hedge Funds, SIVs und Pensionsfonds
 - 100-fache Hebel bei der Fremdfinanzierung waren nicht unüblich!
- Finanzmittel waren reichlich vorhanden und billig

Der Tod des fremdkapitalfinanzierten Investmentmodells

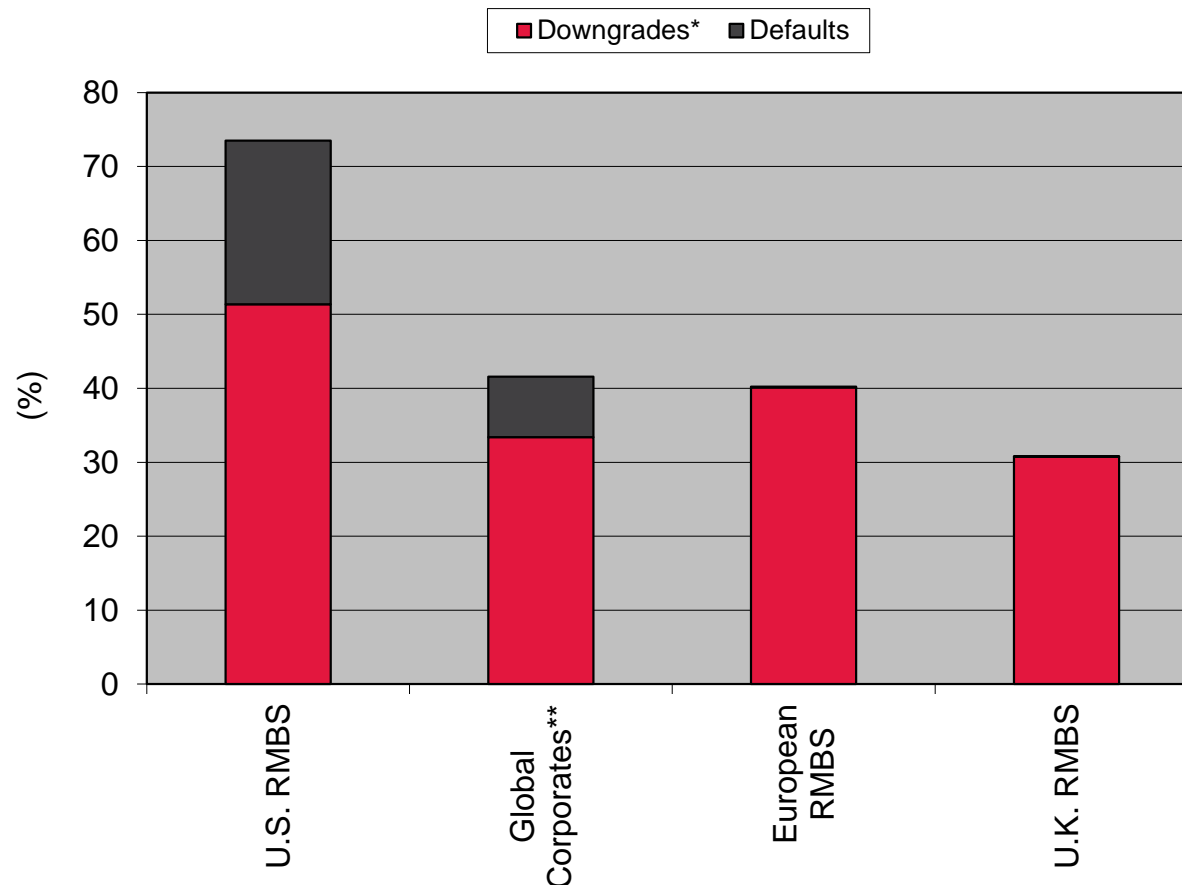
- Fremdkapitalfinanzierte Investoren gehörten zu den ersten Opfern der Kreditkrise
- Die Fazilitäten, die fremdfianzierte Investitionen finanzieren, waren durch die gekauften Anleihen abgesichert
- Ein Preisverfall im Sekundärmarkt-Wert – ‘mark-to-market’ – dieser Anleihen führte zu Mittelabrufen und dann Ausfällen
- Obwohl nicht ursächlich durch die Performance der zugrunde liegenden Anleihen oder Hypotheken bedingt, fielen die Preise ohne Käufer und Liquidität auf einen Bruchteil des Nennwertes. Folge:
 - Rückzug des Marktes für Mortgage Backed Securities markets, und
 - Einfrieren der MBS-Anleihemärkte

Doch der britische und europäische Markt haben eine gute Performance

- Die globale Finanzkrise und die anschließende Rezession waren Prüfung für Immobilienfinanzierung und die Qualität und Beständigkeit von RMBS
 - Mit Hypotheken abgesicherte Vermögenswerte hatten in GB eine gute Performance, weil:
 - Es gab kein Immobilienüberangebot wie in USA, Spanien und Irland
 - Kreditvergabestandards sanken nicht so wie in den USA
 - Risikorückbehalt der RMBS-Emittenten war in GB die Norm – aber nicht in den USA
 - Niedrigere Zinsen und Tilgungsstreckungen haben den Markt zwar gestützt, aber Kreditgeber geben an, dass teurere langlaufende Festzinskredit eine ähnlich gute Performance haben
- Die Immobilienfinanzierung hat jetzt eine nachweisbare Erfolgsbilanz auch in schwierigen Zeiten

Europäische RMBS mit wenig Ausfällen

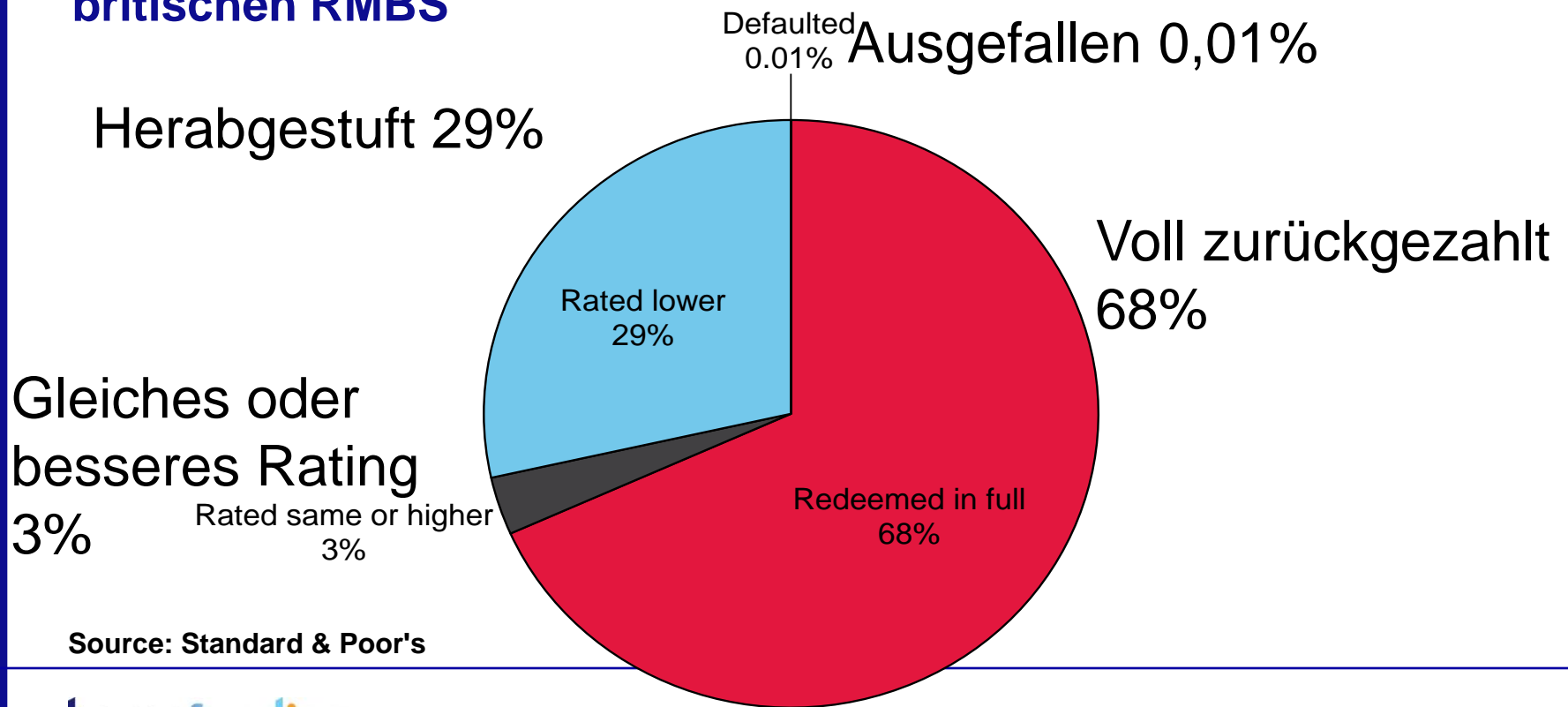
Rating-Herabstufung und Ausfallraten, Q2 2007-Q4 2013



* Excluding defaults; ** By number of ratings. Source: Standard & Poor's

Viele Vor-Krisen Anleihen wurden voll zurückgezahlt

Heutiger Status (Q4 2013) der in 2007 ausstehenden britischen RMBS



Source: Standard & Poor's

Verbriefung – warum sie gut ist

- Verbriefung hatte großen Beitrag für Immobilienfinanzierung in GB – 27% in 2006
- Es ist eine exzellente Finanzierungsquelle aus 3 Gründen:
 - Fristenkongruent mit Immobiliendarlehen
 - Ratingagenturen haben sie einem Stresstest unterzogen, um sicherzustellen, dass sie eine Krise wie die erlebte durchstehen
 - Sehr wichtig zur Zeit ist auch, dass sie einer externen Aufsicht unterliegen
- Größtenteils gute Erfolgsbilanz in Europe
- In GB waren die Prime-RMBS-Emissionen zwischen 2003 und 2005 größtenteils solide und ihre Vermögenswertperformance stabil – AAA/AA Senior Investoren haben kein Geld verloren

Ein paar Mythen über Einlagenfinanzierung platzen lassen

- Einlagenfinanzierung– wie sinnvoll?
- Gut, aber kein Allheilmittel, da inhärente Probleme bei Preisbildung und Laufzeitinkongruenz
- Mehr Wettbewerb bedeutet Kostensteigerungen und weniger verfügbares Geld für langfristige Anlagen – Laufzeiten verkürzen sich
- Und es ist eine neue Welt – wer weiß, wie sich Immobiliendarlehen über die Laufzeit verhalten?
- Vermutlich geringere Amortisierung, so dass Laufzeiten steigen
- Einlagen werden weniger nützlich und teurer je mehr die Finanzierung auf ihr beruhen
- Net Stable Funding Ratio
- Andere Instrumente werden benötigt

Wahrgenommene Schwächen britischer RMBS

- Niedrige Liquidität im Verbriefungsmarkt
- Strukturen zu undurchsichtig und komplex
- RMBS werden als 'riskantes' instrument gesehen
- Zu starke Abhängigkeit von Ratingagenturen und niedrige Transparenz/Konsistenz zwischen Agenturen
- Investoren verstehen die Sicherheiten nicht
- Kein 'Skin in the Game'

Transparenz-Initiativen

Die beliebteste Maßnahme, um das Verständnis der Anleger von Sicherheiten zu erhöhen, sind Daten auf Kreditebene

- Erste Anregungen, Standardisierungen bei Ratingagenturen und Regulierern einzuführen, hatten bisher keinen Erfolg
- Bank of England, EZB und SEC verlangen Daten auf Kreditebene und mehr Offenlegung bei Berichterstattung
- Bessere Prospektbeschreibungen
- Probleme mit Verfügbarkeit und Vollständigkeit
- Sichere Datenräume erforderlich, aber ohne dass Zugang gemanagt werden muss

Ein Ausblick

- Ein Mangel an fremdfinanzierten Investoren hat die Nachfrage erheblich reduziert – ist das gut?
- Positiv:
 - RMBS/Covered Bond-Emissionen stabil oder wachsend
 - CRD IV, Transparenz, und “Qualitäts“-Initiativen sollten positiven Einfluss haben
 - RMBS sollten durch diese Initiativen gegenüber Covered Bonds an Einfluss gewinnen, aber...

Covered Bonds haben weiterhin kein allgemeingültiges Transparenz- und Aufsichtsrahmenwerk und profitieren dennoch von einer bevorzugten Risikogewichtung der Capital Requirements Regulation – was mir unlogisch erscheint

Ein Ausblick

- Emissionsvolumina sanken im Zusammenhang mit der wirtschaftlichen Entwicklung, dem Wackeln der Eurozone, dem Senken des Verschuldungsgrads der Banken und einer Zentralbankunterstützung, die die Notwendigkeit neuer Emissionen negierte (in GB z.B. FLS-Programm)
- Erwartet werden stabile oder leicht steigende Verbriefungsemissionen in 2015, weil die Wirtschaft wächst und die Zentralbankunterstützung wegfällt
- Yves Mersch, Mitglied des Executive Board der EZB, ***“Es gibt einen wachsenden Konsens, dass ein Instrument, das einst als Teil des Problems gesehen wurde, sogar Teil der Lösung sein könnte.”***

Fazit

- Ich entschuldige mich nicht – Ich bin ein Fan der Verbriefung. Kritiker haben es versäumt, die europäische Marktdynamik im Vergleich zu der in den USA und im Vergleich zu fremdfinanzierten Investoren, die zu wenig Sicherheiten gegen Marktausfälle vorhielten, zu verstehen
- Zentralbanken verstehen nur langsam die Bedeutung von fristenkongruenten Finanzierungsmechanismen, die so gestaltet sind, große Kreditrisiken auszuhalten – und dies auch bereits haben. Doch das ändert sicg.edit stress –
- Verschiedene regulatorische Regime bzgl. Risikogewichtung und Offenlegungspflichten bleiben bestehen und sind nicht hilfreich
- Covered Bonds sollten nicht als besseres Instrument gesehen werden – ganz im Gegenteil
- Investoren fragen wieder hochqualitative und gut gemanagte RMBS nach – der Markt erholt sich, aber nicht schnell