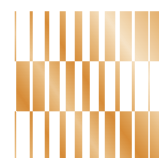


www.true-sale-international.de



TSI Arbeitsgruppe:

Die Krise auf den Kreditmärkten –
Ursache, Wirkung und Folgerungen



**TRUE SALE
INTERNATIONAL**

TSI Arbeitsgruppe: „Die Krise auf den Kreditmärkten – Ursache, Wirkung und Folgerungen“

Von den amerikanischen Kreditmärkten ausgehend geraten die internationalen Finanzmärkte immer mehr unter Druck. Was als sogenannte „Subprimekrise“ begann, hat inzwischen fast alle Regionen der Welt und alle Finanzierungsprodukte erreicht. Die Ursachen sind komplex. In diesem Papier will die TSI dazu beitragen, die Ursachen aus ihrer Sicht zu erläutern und – soweit die Verbriefungsmärkte tangiert sind – Lösungsvorschläge aufzuzeigen.

Ausgangspunkt der Krise war ein langjähriger, ständig an Dynamik gewinnender Kreditboom, der vor allem die USA, aber auch einige andere Länder kennzeichnete. Dieser Boom wurde begleitet durch die zu-

nehmende Nutzung von Finanzinnovationen, durch die Kredite und Kreditrisiken handelbar gemacht wurden. Gleichzeitig trieben internationale Investoren, ständig auf der Suche nach rentableren Anlagemöglichkeiten, die amerikanische Verbriefungsindustrie zu immer komplexeren, aber auch riskanteren Produkten.

I. Zentrale Entwicklungen auf den Finanzmärkten in den letzten Jahren

Zunehmende Bedeutung der Verbriefung

Ein zentrales Kennzeichen des Wandels auf den globalen Finanzmärkten in den letzten Jahren ist die zunehmende Bedeutung des Handels mit Krediten bzw. Kreditrisiken. Hierbei hat die Verbriefungstechnik eine wichtige Rolle gespielt, weil durch sie Kredite und Kreditrisiken handelbar und zudem für weite Investorenkreise aufgrund ihrer Konditionen attraktiv wurden.

Aus Sicht der Banken war die Verbriefung deshalb lange Zeit besonders vorteilhaft, weil sie eine attraktive Refinanzierungsquelle darstellte: Durch die Strukturierung der Kredite und ihren Weiterverkauf erhielten Banken günstige Liquidität vom Kapitalmarkt. Für viele Kreditinstitute hatte diese Refinanzierungsform in den letzten Jahren im Vergleich zum klassischen Einlagengeschäft an Bedeutung gewonnen. Prominentestes Beispiel in diesem Zusammenhang dürfte der englische Hypothekenfinanzier Northern Rock sein, der seine Refinanzierung nahezu komplett auf den Verbriefungsmarkt abgestellt hatte. Seine Fähigkeit, Kredite zu vergeben, hing wesentlich davon ab, dass er sie unverzüglich verbriefte und in Form von ABS-Papieren an den Kapitalmärkten refinanzierte.

Das dynamische Wachstum der Verbriefungsmärkte ist aber letztlich vor allem auch ein Abbild eines geänderten Verhaltens bzw. eines modifizierten Geschäftsmodells von Banken. Banken haben sich in den vergangenen Jahren verstärkt dem Management ihres Kreditportfolios als einer der wichtigsten Risikoquellen gewidmet. Sie erkannten, dass es für sie ökonomisch sinnvoll sein kann, die ausgereichten Kredite nicht mehr der Laufzeit entsprechend auf der Bilanz zu halten (die so genannte „buy-and-hold-Strategie“). Stattdessen nutzten sie aktiv die verschiedenen Risikotransfermöglichkeiten und gingen zur „buy-and-sell“-Strategie (auch „originate-and-distribute“ genannt) über und verkauften Kredite bzw. Kreditrisiken zu einem geeigneten Zeitpunkt. Die Verbriefung wurde damit zu einem wichtigen Instrument der Refinanzierung und Risikosteuerung der Banken.

Die breite Nutzung der Verbriefung verändert das Geschäftsmodell der Banken. Während früher lokal agierende Banken die von ihnen ausgereichten Kredite über die Einlagen ihrer Kunden finanzierten und die damit verbundenen Ausfallrisiken bis zum Laufzeitende in der Bilanz hielten, hat sich heute ein wesentlich komplexerer und arbeitsteiligerer Finanzierungskreislauf herausgebildet.

Dieses Geschäftsmodell („originate-package-and-distribute“) erlaubt Banken zugleich die Vergabe von Finanzierungen ohne das Vorhandensein einer signifikanten Eigenkapitalausstattung, da die ausgereichten Kredite an eine Verbriefungszweckgesellschaft weitergereicht und durch diese refinanziert werden. Die Zweckgesellschaft wiederum beschafft sich die Mittel über den Kapitalmarkt.

Die dabei angewandte Arbeitsteilung erreicht in einzelnen Ländern eine unterschiedliche Tiefe. Sie ist sehr weitgehend in den USA, wo Kreditvertrieb, Kreditvergabe, Kreditbearbeitung und Finanzierung über den Verbriefungsmarkt in hohem Maße getrennt sind, während im deutschen Verbriefungsmarkt allein schon aufgrund der regulatorischen Rahmenbedingungen in der Regel alle wesentlichen Prozessschritte beim Originator, d. h. der kreditvergebenden Bank verbleiben und die Verbriefungstransaktion lediglich der Refinanzierung und dem Risikomanagement des Originators dient.

Welche Konsequenzen hat dieser Kreislauf für die Kapitalmärkte? Das wichtigste Ergebnis ist, dass Kreditrisiken umverteilt werden. Im Unterschied zum klassischen Kreditgeschäft wandern die Kredite bzw. die Risiken nun von der durchleitenden Bank zu Investoren. Diese Risikoverteilung ist volkswirtschaftlich grundsätzlich sinnvoll, weil Risiken besser gestreut und Klumpen- bzw. Konzentrationsrisiken abgebaut werden. Letztlich übernehmen global agierende Investoren die Finanzierung und das Risiko von Krediten, die auf einem lokalen Teilmarkt vergeben wurden.

Treiber der ABS-Märkte – hohe Kreditnachfrage und Renditestreben der Investoren

Seit den achtziger Jahren wuchsen die weltweiten Kreditmärkte, insbesondere getrieben durch die amerikanische Kreditnachfrage, schneller als die Wirtschaft. Das amerikanische Kreditwachstum lag in den neunziger Jahren etwa 2,5 % über dem Wirtschaftswachstum. Dieses Kreditwachstum beschleunigte sich durch die Niedrigzinspolitik der amerikanischen Notenbank in Folge des Platzens der Technologieblase und der Terroranschläge nach der Jahrtausendwende und lag zeitweise etwa 4 % über der allgemeinen Wachstumsrate. Die zunehmende Kreditaufnahme war der beste Treibstoff für die Konsumgüter- und Immobilienmärkte. Steigende Immobilienpreise machten es den Hausbesitzern leicht, ihren neu gewonnenen Spielraum für die Aufstockung ihrer Hypothekenfinanzierungen zu nutzen und so den Konsum anzukurbeln. So setzte sich in den USA, aber auch in einigen anderen Ländern, eine Spirale von Hauspreissteigerungen und wachsenden Kreditvolumina in Gang, die notwendigerweise irgendwann ihr Ende finden musste, was dann mit der Subprimekrise 2007 auch geschah.

Zur Erfolgsgeschichte des Verbriefungsmarktes trug neben dem steigenden Angebot an verbriefbaren Krediten aber auch der Appetit von Investoren nach rentablen und alternativen Anlagemöglichkeiten bei. Anbietern von forderungsbesicherten Wertpapieren stand über Jahre hinweg eine verlässlich hohe Nachfrage der Anleger gegenüber.

So wurde die Nachfrage unter anderem durch neue Marktteilnehmer angetrieben. Dazu zählen bspw. Private Equity Fonds, Hedge Fonds, Investmentfonds, Pensionsfonds und Versicherungen. Aber auch Privatanleger begannen, ihr Vermögen zunehmend in ertragsstärkere Anlagen umzuschichten, was über Geldmarkt- und ABS-Fonds auch dem ABS-Markt zugute kam. Ein weiterer Grund für die größere Nachfrage nach rentablen Anlagen war der höhere Konkurrenzdruck im Bankenmarkt. Infolge der stärkeren Konkurrenz sanken die Margen im Kundengeschäft, und viele Kreditinstitute gerieten unter Druck, die Renditeerwartungen ihrer Anteilseigner besser zu erfüllen. Sie erschlossen sich daraufhin neue Einnahmequellen, wozu auch komplexe und – daher im Vergleich zu anderen Anlageinstrumenten – höher rentierliche ABS-Papiere zählten.

Ein Ergebnis der gestiegenen Nachfrage nach rentablen Anlageoptionen war, dass die Anbieter von strukturierten Produkten an Marktmacht gewannen. Sie konnten den Nachfrageüberschuss ausnutzen mit der Folge, dass sich historisch niedrige Risikoprämien (Spreads) bildeten. Entsprechend günstig waren die Finanzierungsbedingungen. Letzten Endes dürften diese Risikopreise nicht immer das tatsächliche, materielle Kreditrisiko widerspiegelt haben.

Dazu hat auch beigetragen, dass in Märkten mit geringen aufsichtsrechtlichen Verbriefungsvorgaben Fehlanreize für den Kreditvergabe-, Verbriefungs- und Risikomanagementprozess gesetzt wurden. Damit nahm der den Krediten immanente Risikogehalt zu.

Auf den Finanzmärkten bildeten sich somit zwei grundlegende Trends heraus, die sich gegenseitig verstärkten: Zum einen war der Markt gekennzeichnet durch zunehmende Liquidität, was die Nachfrage nach Risiken bzw. Anlagemöglichkeiten durch Hedgefonds, Pensionskassen und andere institutionelle Anleger begünstigte. Zum anderen haben Banken verstärkt Risiken im Zuge von Verbriefungstransaktionen „durchgehandelt“ und das Angebot an strukturierten Finanzierungen erhöht.

Diese Entwicklungen spiegeln sich im rasanten Wachstum auf den weltweiten Verbriefungsmärkten wider. Ausgehend von den USA haben auch europäische Banken in den letzten Jahren immer stärker das Instrument der Verbriefung genutzt. So hat sich das europäische Verbriefungsvolumen von 144,5 Mrd. Euro im Jahr 2000 auf 548 Mrd. Euro 2006 annähernd vervierfacht. In Deutschland stieg das Volumen im gleichen Zeitraum von 22,1 Mrd. Euro auf 47,7 Mrd. Euro. In der Summe wurden in Europa Forderungen in Höhe von 2,0 Billionen Euro an den Kapitalmarkt gebracht, in Deutschland 189 Mrd. Euro. Niedrige Ausfallraten in Verbindung mit hoher Ratingstabilität, insbesondere auf den europäischen Verbriefungsmärkten, machten die Verbriefung sowohl für Banken als auch für Investoren attraktiv.

II. Der US-Subprimemarkt als Auslöser der Krise – was war passiert?

Zu Beginn der Krise im Sommer 2007 liefen die Kredit- und Verbriefungsmärkte weltweit auf Hochtouren. Die stark gestiegenen Volumina in Verbindung mit historisch niedrigen Risikoprämien (Spreads) hatten allerdings spätestens seit Beginn des Jahres zu zunehmend kritischen Stimmen geführt, die vor einer Übertreibung auf den Märkten warnten und mit einer Neubewertung der finanziellen Risiken rechneten. Zur wachsenden Vorsicht trugen auch gestiegene Ausfallraten auf dem US-amerikanischen Hypothekenmarkt für bonitätsschwache Schuldner bei. Dieser relativ junge Markt war es dann letztlich auch, der die Krise auslöste, und deshalb als „Wurzel des Übels“ betrachtet wird.

Infolge des Niedrigzinsumfelds in den USA, das die dortige Notenbank zur Rezessionsbekämpfung systematisch förderte, hatte das Volumen der ausgereichten Hypothekenfinanzierungen beständig zugenommen. Spekulationen auf steigende Hauspreise zahlten sich aus und machten die Aufnahme von Hypotheken attraktiv. So konnten auch diejenigen Kreditnehmer, die ihre Kredite nicht bedienen konnten, ihre Häuser mit Gewinn verkaufen und ihren Kredit tilgen. Das Kreditgeschäft war also bei steigenden Preisen nahezu risikolos. Auch wirtschaftspolitisch war der Weg zur „Ownership-Society“ durchaus gewünscht, und so wurde das wachsende Volumen privater Baufinanzierungen speziell für Bevölkerungsteile mit niedrigem Einkommen begrüßt. Entsprechend stieg im Zuge des Immobilienbooms der Anteil der Eigenheimbesitzer in den USA von 64 % (1997) auf 70 % (2005).

Die zunehmende Marktsättigung führte allerdings dazu, dass sich die Hypothekenfinanzierer, zu denen im Subprime-Marktsegment in den USA auch nichtregulierte Kreditvermittler (Nichtbanken) zählten, neue Kundenkreise erschließen mussten, wenn sie ihren Expansionskurs fortsetzen wollten. Dieser Wachstumskurs ließ sich schließlich nur noch dadurch aufrechterhalten, dass in steigendem Maße Finanzierungsangebote an Personen gingen, deren Kredithistorie oder deren persönliche Einkommenssituation problematisch war. Für diese Kundenkreise schufen die Hypothekenfinanzierer eine Reihe exotischer und hochriskanter Produkte, die meist über Makler – entlohnt mit hohen Vertriebsprovisionen – verkauft wurden:

- **Hybride ARMs** (adjustable rate mortgages): Bei diesem Kreditprodukt zahlt der Kreditnehmer zu Beginn einen relativ niedrigen, fixierten Zins, bevor die Anpassung an den variablen Zins einsetzt.
- **(Payment) Options ARMs.** Hier zahlen die Kreditnehmer zu Beginn der Kreditlaufzeit für eine bestimmte Periode nur geringe Beträge. Diese Rückzahlungen (auch „teaser rates“ genannt) decken weder die Zinskosten, noch wird getilgt. Damit kommt es zu einer negativen Amortisation, d. h. der ausstehende Darlehensbetrag wird nach der Kreditaufnahme für einen gewissen Zeitraum zunächst noch größer.

- **Piggyback-Darlehen.** Diese richten sich an Darlehensnehmer, die eine Anzahlung von 10–20 % nicht leisten können. Üblicherweise haben in den USA Kreditnehmer bis zu 80 % des Immobilienwerts beliehen und 20 % des Kaufpreises als Eigenmittel aufgebracht. Piggyback-Darlehen sind Kredite, durch die der fehlende Eigenkapitalanteil abgedeckt wird, so dass Immobilienkäufer im Ergebnis kein Eigenkapital aufbringen müssen.
- **„Statedincome“-loans bzw. „Self Certification“.** Bei dieser Variante verzichtet der Kreditgeber auf die Überprüfung der Kundenangaben (zu Beschäftigung, Einkommen, Vermögen, Verbindlichkeiten etc.), und entsprechend erfolgt auch keine Überprüfung der Schuldendienstfähigkeit.

In der Presse werden diese Kreditvarianten auch als NINJA-Loans (no income, no job, no assets) tituliert. Gemeinsames Kennzeichen der Produkte ist ihr Risikoreichtum und ihr Ziel, Hypothekenfinanzierungen für einen größeren Personenkreis erschwinglich zu machen. Das gelang dadurch, dass die Anforderungen an die Schuldnerbonität gesenkt und die Beleihungsausläufe erhöht wurden. Dahinter stand die trügerische Erwartung, dass weiter steigende Immobilienpreise alle damit entstehenden Probleme heilten. Zur Bewertung dieser Finanzierungen lässt sich sagen, dass zwar steigende Beleihungsausläufe allein schon riskant sind. In Verbindung mit Angeboten, bei denen der Kreditnehmer zu Beginn nur sehr niedrige Zins- und Tilgungszahlungen leisten muss, sind sie jedoch besonders kritisch.

Da der Kreditnehmer anfangs nur einen Bruchteil der späteren Rate zahlen musste, sprang ihm seine fehlende Schuldendienstfähigkeit nicht sofort ins Auge. Zusätzlich erhöht wurden die Ausfallrisiken durch die Praxis der „Self Certification“, die die Kreditnehmer zu falschen Angaben bei ihren Kreditanträgen quasi eingeladen hat.

Somit wurden in den USA Immobilienkredite in hohem Umfang ausgereicht, bei denen eine „bankübliche Sorgfalt bei der Kreditprüfung und -vergabe“, wie sie in Deutschland Gang und Gäbe ist, nicht eingehalten und jegliche Mindeststandards einer soliden Kreditvergabepraxis missachtet wurden. Expost betrachtet war die Qualität der Kredite und darauf aufbauend die Basis der Verbriefungstransaktionen einfach schlecht.

Zu konstatieren ist, dass in den USA die Möglichkeit, Kredite zu verbriefen, zu diesen Fehlentwicklungen beigetragen haben dürfte. Der amerikanische Kredit- und Verbriefungsmarkt war kaum reguliert. Zudem waren die kreditvergebenden amerikanischen Banken mit den verbrieften Krediten oft weder durch die Kreditbearbeitung, noch durch den Einbehalt von Risiken verbunden. Hierdurch entstanden Anreize, Kredite herauszulegen, die nicht vergeben worden wären, wenn der Kreditgeber selbst im Risiko und der Kreditbearbeitung geblieben wäre.

Gefördert wurde diese Marktentwicklung auch dadurch, dass selbst bei Subprimeportfolien sehr große Volumina von Wertpapieren von den Ratingagenturen mit der besten Bonitätsnote AAA-geratet wurden.

Mit der Korrektur auf den amerikanischen Immobilienmärkten, die durch zunächst stagnierende und ab 2007 rückläufige Immobilienpreise, sinkende Investitionen in den Wohnungsbau und drastische Rückgänge beim Verkauf neuer Eigenheime gekennzeichnet ist, brach der Subprimemarkt zusammen. Infolge steigender Zinsen und höherer Tilgungsraten konnten viele Kreditnehmer ihre Kredite nicht mehr bedienen, die Objekte verlieren seitdem an Wert, die Zwangsversteigerungen nehmen dramatisch zu und die Ausfallraten steigen. Die Ratingagenturen haben seit dem Sommer 2007 hypothekebesicherte amerikanische Subprime-ABS-Papiere umfangreich zurückgestuft. Zum Zeitpunkt

des Zusammenbruchs stand ein Volumen von 1,2 Billionen Dollar aus. Dies entsprach einem Anteil am gesamten Hypothekenmarkt von etwa 14%. Die erwarteten Verluste aus diesen Finanzierungen werden auf mehrere hundert Milliarden Dollar geschätzt. Diese Verlusterwartungen sind Auslöser für die aktuelle Krise an den Finanzmärkten.

Hintergrund: Verbriefungstechnik

In Verbriefungstransaktionen werden die Risiken eines zugrunde liegenden Kreditpools auf verschiedene Tranchen mit unterschiedlichem Risikogehalt und Rating verteilt. Die Tranchierung erfolgt, indem eingehende Zahlungen für Zins und Tilgung zuerst auf die oberen Tranchen, die Risiken zuerst auf die unteren Tranchen allokiert werden. Diese Reihenfolge, auch „Waterfall“ (Wasserfall) genannt, regelt, welche Investoren zuerst bedient werden. Reichen die hereinkommenden Zahlungen nicht für alle Investoren aus, weil Kredite ausgefal-

len sind, erhält der jeweils nachrangigste Investor kein Geld – er trägt die Verluste zuerst. Dadurch wird erreicht, dass die Investoren der obersten Tranchen, der AAA-Tranchen, durch die unteren Tranchen vor Verlusten geschützt sind („Subordination“). Die Tranchierungstechnik ist ein Kernstück der Verbriefung. Mit ihrer Hilfe ist es möglich, in hohem Umfang sehr gut geratete AAA-Notes aus einem Portfolio zu separieren, das im Durchschnitt ein deutlich geringeres Rating aufweist.

III. Der deutsche Verbriefungsmarkt folgt anderen Mustern

Seit dem Jahr 2000 sind auch deutsche Banken verstärkt dazu übergegangen, Kredite aus ihren Bankbilanzen zu verbriefen. Die Entwicklung wurde dadurch gefördert, dass sich die deutsche Kreditwirtschaft spätestens seit Mitte der neunziger Jahre auf breiter Front mit steigenden spezifischen Refinanzierungskosten (Ratingherabstufungen, Abschmelzen der relativ billigen Eigenkapitalbasis) und wachsenden Renditeansprüchen der Eigenkapitalgeber konfrontiert sah. Die Verbriefung bot ihr einen Weg, die knappe Ressource Risikokapital effizienter zu bewirtschaften und die Eigenkapitalrendite zu steigern. Vor allem aber erkannten viele Finanzinstitute die strategischen Möglichkeiten, die eine aktive Nutzung von Verbriefungen und/oder Kreditderivaten für das traditionelle Kreditgeschäft und für die eigene Wettbewerbsfähigkeit eröffnete. Mit dem Übergang zum aktiven Portfoliomanagement, den immer mehr Banken vollzogen, stiegen auch das Interesse und die Nachfrage nach Verbriefungen deutlich an.

Von besonderer Bedeutung im deutschen Markt sind Verbriefungen von privaten Wohnungsbaukrediten sowie Mittelstandskrediten. Zunehmend wichtiger wurde auch die Verbriefung von gewerblichen Hypothekenfinanzierungen und Autofinanzierungen. Kennzeichen deutscher Verbriefungstransaktionen ist dabei stets die hohe Qualität der zugrunde liegenden Kredite, die sich bis heute sowohl in niedrigen Ausfallraten als auch in einer hohen Ratingstabilität der Transaktionen widerspiegelt – so betrug bspw. das Verhältnis

von Upgrades zu Downgrades (Ratingheraufstufungen bzw. -herabstufungen) bei den europäischen ABS 5:1 im Jahre 2007, das heißt auf fünf Upgrades kam ein Downgrade¹.

Dies zeigt, dass – anders als in den USA – die Fundamentaldaten auf den Kreditmärkten intakt waren. Zur Wahrnehmung von „Verbriefungen Made in Germany“ als Qualitätsprodukt hatte maßgeblich auch die True Sale Initiative (TSI) beigetragen, mit der schon früh Standards für deutsche Transaktionen gesetzt wurden. In diesem Zusammenhang ist vor allem auch der Umstand von Bedeutung, dass in Deutschland bei der Kreditvergabe kein Unterschied gemacht wird, ob der Kredit verbrieft werden könnte oder nicht. Verbriefte Kredite unterliegen den gleichen rechtlichen Regeln (Mindestanforderungen Kredit) in der Kreditvergabe wie nichtverbriefte Kredite. Zudem regelt ein bereits zehn Jahre altes, aber sehr vorausschauendes Rundschreiben der Bafin (4/97), dass „die Auswahl der zu veräußernden Forderungen (...) innerhalb der vertraglich vereinbarten Auswahlkriterien nach dem Zufallsprinzip erfolgen“ muss.

¹ Deutsche Bank: European Securitisation 2007 Review & Outlook for 2008.

Es gibt somit keinen Qualitätsunterschied zwischen verbrieften oder einbehaltenen Krediten, und deutsche Kreditverbriefungen zeigen, die Verluste betreffend, keinerlei Auffälligkeiten. Etwas aus dem Rahmen fallen lediglich einige Transaktionen von Mittelstandsfinanzierungen (Mezzanineverbriefungen), die aus regulatorischen Gründen außerhalb der Bankbilanz stattfanden. Bei diesen Transaktionen, die mit einem Volumen von vier bis fünf Milliarden Euro nur einen kleinen Teilmarkt des Gesamtmarkts darstellen, sind die Ausfallraten höher. Beim ganz überwiegenden Teil der Verbriefungen handelte es sich in Deutschland jedoch um sogenannte „Balance-Sheet“-Transaktionen, bei denen Banken Kredite aus ihrem eigenen Kundengeschäft verbriefen. Ziel dieser Transaktionen war und ist es, das Eigenkapital besser zu nutzen bzw. neue Liquidität zu beschaffen. Dass die Krise auf den deutschen Verbriefungsmarkt überschwappte, ist somit nicht auf die verbriefenden Banken in Deutschland zurückzuführen.

Vielmehr wurden die Probleme deutscher Banken zum einen durch direkte oder indirekte Investitionen in den Subprimemarkt verursacht, denn einige Institute waren in hohem Maße als Investoren am US-Subprimemarkt beteiligt. Zum anderen hat die Subprimekrise zu einer flächendeckenden Neubewertung von Kreditrisiken bei den internationalen Investoren geführt. Die Märkte bepreisen inzwischen nahezu alle Kreditrisiken deutlich höher als noch vor einem Jahr. Dies zeigt sich in der Entwicklung der Credit-Spreads. Sie sind heute für Schuldner über alle Bonitätsklassen hinweg um das 10–20 fache höher als vor dem Ausbruch der Subprime-Krise. Die damit einhergehenden Kursverluste für Schuldverschreibungen setzen auch jene deutschen Banken unter Druck, die selbst nicht in den Subprime-Markt investiert hatten.

IV. Vom amerikanischen Subprimemarkt zur Krise auf den weltweiten Kapitalmärkten

Wie hat sich die Krise auf dem amerikanischen Subprimemarkt zu einem tiefen Einbruch auf den weltweiten Verbriefungsmärkten und zu den massiven Problemen deutscher und europäischer Banken ausweiten können?

Die Rolle der Conduits

Conduits sind eine besondere Form der im Verbriefungsmarkt üblichen Zweckgesellschaften zur Emission von forderungsgedeckten Wertpapieren. Conduits werden schon seit langem genutzt und haben mit dem US-amerikanischen Subprimemarkt ursprünglich nichts zu tun. Die meisten Conduits („Durchleiter“) emittieren kurzfristige Geldmarktpapiere („Commercial Paper“). Da sie forderungsbesichert sind, wird auch von „Asset-backed Commercial Paper Conduits“, oder einfach ABCP-Conduits gesprochen. Aufgrund der kurzen Laufzeit der Geldmarktpapiere werden häufig Liquiditätslinien von Banken benötigt. Dadurch soll sichergestellt werden, dass das Conduit auch dann über eine Finanzierung verfügt, wenn der Markt vorübergehend einmal keine Asset-backed Commercial Papers aufnimmt.

Ursprünglich wurden über ABCP-Conduits fast ausschließlich Transaktionen abgewickelt, mit denen produzierende Unternehmen oder Leasingunternehmen finanziert wurden. Solche (Multiseller-)Conduits dienten und dienen dem Kundengeschäft der Banken.

Später entdeckten Banken die Möglichkeit, dass nicht nur Kundenforderungen durch ABCP-Conduits finanziert werden können und erweiterten das Spektrum auf den Ankauf von Wertpapieren mit langen Laufzeiten

und entsprechend hohen Renditen, die durch kurz laufende Geldmarktpapiere refinanziert wurden. Dadurch wurden Arbitrageerträge generiert. Dies ist der Grund, warum diese Form der Conduits auch als Arbitrage-Conduits bezeichnet wird.

Conduits zeichnen sich ferner dadurch aus, dass die guten Ratings der von ihnen emittierten Commercial Paper, die notwendig sind, um bestimmte Investorenkreise zu erreichen, erst durch sogenannte Kreditverbesserungen (Garantien und ähnliche Verpflichtungen) sowie Liquiditätslinien erzeugt werden. Solche Kreditverbesserungen bzw. Liquiditätsverpflichtungen werden überwiegend von den Banken gestellt, die die Conduits initiierten. Diese Banken werden daher in der Regel als „Sponsoren“ der Programme bezeichnet. Durch die genannten Maßnahmen, die letztlich wie eine Wertgarantie wirken, sichern sich die Investoren der Commercial Paper gegen Marktpreis- und Liquiditätsrisiken ab. Die Investoren sind somit kaum von der Qualität der Wertpapiere, in welche die Conduits investierten, abhängig, sondern vielmehr von der Fähigkeit der Sponsorbank, mit ihrer Liquiditätslinie notfalls einzuspringen. Zum Teil wurden Liquiditätslinien aus Gründen der Rechnungslegung (zur Vermeidung der Konsolidierung des Conduits) syndiziert. Die Sponsoren bzw. Liquiditätsprovider müssen zudem ein erstklassiges Rating aufweisen, da die Ratingagenturen auf dieses Rating abstellten und dies ein wesentlicher Bestandteil für ein erstklassiges Kurzfrustrating für die ABCPs ist.

Schließlich wurden mit den Structured Investment Vehicles („SIV“) „Conduits“ mit nur partiellen (etwa 20%) Liquiditätslinien geschaffen. Volle Liquiditätslinien waren in diesem Fall deshalb nicht notwendig bzw. wurden als nicht notwendig erachtet, weil das Investment der SIVs überwiegend auf börsengehandelte Wertpapiere mit einem guten bis sehr guten öffentlichen Rating beschränkt war und somit auf Papiere, die als jederzeit liquidierbar galten. SIVs investierten dabei häufig u. a. in komplex strukturierte Verbriefungspapiere.

Wie konnten die genannten Conduits und SIVs bzw. die dahinter stehenden Sponsorbanken nun in solche Schwierigkeiten geraten? Grundsätzlich ist allen Verbriefungen gemeinsam, dass das Kreditrisiko wesentlich von der Performance des zugrunde liegenden Forderungsportfolios abhängt. Aus diesem Grunde enthalten Verbriefungstransaktionen Finanzkennzahlen, die sich auf das Forderungsportfolio beziehen und deren Verletzung oft die vorzeitige Kündigung der Transaktion nach sich zieht.

Insbesondere für SIVs, deren Asset-Portfolio aus Wertpapieren besteht, spielen „Marktwerttrigger“ eine Rolle. Diese werden ausgelöst, wenn der Marktwert des Portfolios oder das Rating der Wertpapiere unter bestimmte Schwellenwerte fällt. Das entsprechende Papier darf dann nicht durch ABCPs am Kapitalmarkt refinanziert werden und muss in der Regel im Markt verkauft werden. Diese Mechanismen sollen dem Schutz der Investoren dienen.

Durch den Preisverfall der Papiere, in die sie investiert hatten, brachen viele SIVs im Zuge der Krise ihre Marktwerttrigger. Hieraus folgte auf den ABS-Märkten ein zusätzlicher, sich selbstverstärkender Verkaufsdruck und Werteverfall, mit dem niemand gerechnet hatte. Das Risiko der Sponsorbanken, das sich aufgrund des durch den Marktwerttrigger ausgelösten Verkaufsprozesses in Verbindung mit ihren Liquiditätszusagen oder ihr Investment in nachrangige sog. „Capital Notes“ der SIVs ergab, wurde zusätzlich verstärkt, als Ratingagenturen viele Papiere herabstufen. Denn diese Herabstufung löste weitere vertragliche Verkaufsverpflichtungen aus, die zu zusätzlichen drastischen Marktwertverlusten führten. So wurde ein Teufelskreis in Gang gesetzt, der dazu führte, dass es vielen SIVs und Conduits nicht mehr gelang, die von ihnen platzierte Refinanzierung zu verlängern. Dadurch mussten die Sponsorbanken bzw. Liquiditätsprovider die Refinanzierung selbst darstellen. Hierdurch realisierten sich die außerbilanziellen Zusagen und führten zu einem Mittelabfluss. Die Banken waren teilweise gezwungen, die Wertpapiere bzw. die damit verbundenen Risiken aus den Conduits auf die Bilanz zu nehmen. Dies erhöhte den Refinanzierungs- und Eigenkapitalbedarf der Banken massiv.

Als problematisch erwies sich dabei vor allem, dass einige Banken in Größenordnungen an diesen Teilmärkten – insbesondere Arbitrage-Conduits – engagiert waren, die im Vergleich zu ihrer Bilanzsumme eine sehr hohe Risikokonzentration darstellten. Durch ihre Verpflichtungen in Form von Kreditverbesserungen und Liquiditätslinien hatten sich Banken den Risiken der Arbitrage-Conduits und SIVs ausgesetzt.

Investments in gehebelte und komplexe Produkte verschärften das Problem

Problematisch im Zusammenhang mit der aktuellen Krise ist auch, dass die Subprimekredite nicht nur als „reine“ RMBS (Residential Mortgage Backed Securities) auf den Markt kamen, sondern im Rahmen von komplexen CDO-Strukturen (Collateralized Debt Obligation) weiterverbriefte wurden. Folge dieser Verschachtelungen, bei denen Verbriefungen quasi mehrfach hintereinander gestaffelt werden, ist, dass der tatsächliche Inhalt und damit das Risiko vielen zunächst wenig transparent war. Andererseits sind gehebelte Produkte auch risikoreicher, da Ausfälle in einem zugrunde liegenden Forderungsportfolio aufgrund der Hebelung zu überproportionalen Verlusten bei den Investoren derartiger Transaktionen führen können.

Flächendeckende Marktwertverluste außerhalb des ABS-Marktes

Die Geschehnisse auf den Subprime-Märkten waren der Auslöser für eine weit darüber hinausgehende Verschlechterung der Risikospreads auf den internationalen Finanzmärkten. Subprimeverluste aus SIVs und Conduits sowie Direktinvestments von Banken in Subprime-Papiere belasteten die Bankbilanzen und zehrten am Eigenkapital. Zudem zwangen Ratingherabstufungen der Investments die Banken zu höheren Eigenkapitalunterlegungen. Der Markt misstraute den Banken, und ihre Refinanzierungskosten erhöhten sich seit Ausbruch der Krise drastisch. Zudem machte die Krise nicht bei den Subprimemärkten halt. Die Investoren wurden seit Sommer 2007 zunehmend vorsichtiger und begannen, ihre Risiken neu zu bewerten. Die Risikoaufschläge stiegen über alle Asset- und Bonitätsklassen hinweg. Auch Unternehmensanleihen und Pfandbriefe waren betroffen. Mit den steigenden Risikoaufschlägen fielen deren Kurse, was bei Banken weitere Verluste verursachte. Hinzu kamen Herabstufungen der Ratingagenturen auch außerhalb von ABS-Anleihen.

V. Bewertung

Fassen wir zusammen: Die Niedrigzinspolitik der amerikanischen Notenbank, die Hand in Hand ging mit einer stetigen Absenkung der Kreditvergabestandards und einer Deregulierung der Kreditmärkte, führte zu einem expansiven Wachstum der Kredit- und ABS-Märkte sowie zu einem Immobilienboom historischen Ausmaßes. Die Korrektur dieses Booms ist der Kern der Krise. Dass die Krise allerdings zu derart massiven Verwerfungen führte, zwingt zu der Frage, welche Faktoren die Entwicklung begünstigt haben bzw. welche Fehler gemacht wurden.

Regulierungsumfeld

An erster Stelle wird häufig die Frage aufgeworfen, wie es einigen Kreditinstituten überhaupt möglich war, in solchem Umfang außerhalb der Bilanz zu investieren. Hierbei ist festzustellen, dass die zum damaligen Zeitpunkt geltenden Regulierungsvorschriften es den Banken ermöglichten, außerbilanziell Regulierungsarbitrage zu betreiben. So mussten im Rahmen von Basel I kurzfristige Liquiditätsfazilitäten an Conduits unter bestimmten Bedingungen nicht mit Eigenkapital unterlegt werden (bei einer Laufzeit von weniger als einem Jahr). Diese Anrechnungsfreiheit ist unter Basel II nicht mehr möglich.

Ratingagenturen

Für eine Bewertung der Krise ist auch von Bedeutung, dass ein sehr hoher Anteil der von den Zweckgesellschaften gekauften Papiere mit einem AAA-Rating versehen war. Für diese Papiere erschien ein Totalausfall zum Ende der Laufzeit oder eine massive Ratingmigration allen Marktteilnehmern gleichermaßen unvorstellbar. Über die Rolle und Verantwortung der Ratingagenturen ist im Zuge der Krise viel diskutiert worden. Aus Sicht der Ratingagenturen haben diese ihre Ratingurteile jedoch stets unter bestimmte Annahmen gestellt, die wiederum von einigen Investoren nicht richtig interpretiert bzw. nicht ausreichend beachtet wurden. So beziehen sich Ratings auf die Bonität, treffen aber keine Aussage über liquiditäts- bzw. marktbedingte Wertentwicklungen. Gerade die Marktaspekte trugen aber – wie in diesem Papier bereits ausgeführt – auch im erheblichen Maße dazu bei, die Kurse für amerikanische ABS Bonds nach unten zu treiben. Des Weiteren arbeiten Ratingagenturen mit Informationen, die ihnen die Emittenten zur Verfügung stellen, und waren somit – wie auch die Investoren – selbst von der schlechten Transparenz und Informationsqualität in ihrer Arbeit betroffen. Dennoch sind die Ratingagenturen in das Visier der Aufsichtsbehörden geraten.

Ihnen wird vorgeworfen, die Risiken bei den von ihnen bewerteten Papieren massiv unterschätzt und erst zu spät auf die Marktentwicklung reagiert zu haben. Auch wird diskutiert, inwieweit Ratingagenturen berücksichtigt haben, dass sich die Kreditvergabestandards in einigen Teilmärkten in den letzten Jahren verändert, sprich verschlechtert, haben. Gleiches gilt für die Frage, ob hinreichend analysiert wurde, wie sich die Ausfallraten bzw. die Verwertungserlöse in konjunkturell schwächeren Zeiten entwickeln würden. Denn in den letzten Jahren waren die amerikanischen Immobilienmärkte durch deutliche Wertzuwächse gekennzeichnet, so dass selbst hohe Beleihungsausläufe zunächst kein Problem darstellten. Das Bild ändert sich jedoch bei sinkenden Preisen dramatisch, weil gerade dann die riskanten Finanzierungen unter Druck gerieten und weiter geraten werden. Zweifel wurden ferner laut, ob die Ratingmethoden und die Modelle der Ratingagenturen für die hochkomplexen Produkte überhaupt geeignet waren.

Insofern wurde der Risikogehalt vieler Papiere unterschätzt. Zudem scheint den Korrelations- und Konzentrationsrisiken in den komplexen CDO-Produkten beim Rating nicht ausreichend Rechnung getragen worden zu sein. So wurden im Zuge der Krise Anlagen, die zuvor mit den besten Bonitätsnoten versehen waren, innerhalb kürzester Zeit in den non-investment-grade Bereich herabgestuft, obgleich bei den Investoren ein AAA-Rating auf Subprime-ABS oder auf CDOs bis Sommer 2007 den Anschein sehr hoher Sicherheit erweckt hatte und nach Basel II auch bevorzugt behandelt wird.

Rolle der Investoren

Auf der anderen Seite ist es Aufgabe der Investoren, sich ein eigenes Bild von der Qualität der gekauften Papiere zu machen. Hier ist im Nachhinein zu vermuten, dass einige Investoren – auch aufgrund hohen Konkurrenzdrucks – auf der Suche nach Rendite in großem Umfang strukturierte Produkte gekauft haben, ohne den Risikogehalt hinreichend zu analysieren. Sie haben ihre Anlageentscheidung oftmals vorrangig auf die externen Ratings gestützt und die eigene Analyse durch Ratings ersetzt. Bemerkenswert ist auch, dass in einigen Fällen Investoren mit einer sehr geringen Personalausstattung sehr große Risikovolumina verwaltet haben. Dies hat – aus Kapazitätsgründen – den Anreiz erhöht, Kreditentscheidungen wesentlich auf das Urteil und die Aussagen Dritter, der Ratingagenturen, zu gründen. Vermutlich haben die Analyseprozesse vielfach nicht der Entwicklung der Märkte und der Komplexität der Produkte standgehalten.

Ein Faktor dürfte auch gewesen sein, dass sich Investoren – infolge eines sehr günstigen Marktumfeldes – nicht veranlasst sahen, komplizierte Produkte im Detail zu prüfen. Hier lässt sich ein typisches Herdenverhalten feststellen. Letztlich haben Verbriefungsprodukte als neues und lukratives Finanzprodukt auf viele Investoren anziehend gewirkt. Die Übertreibung ist somit auch ein Beispiel für irrationales Anlegerverhalten, wie es auch während der Technologieblase zu Beginn des Jahrtausends beobachtet wurde.

Neue Rechnungslegungsvorschriften/ Bewertungsvorschriften für Banken

Die Ausfallrisiken in den amerikanischen Hypothekenkrediten sind unabhängig von der Bilanzierung vorhanden. Letztlich lässt aber die kapitalmarktorientierte IFRS Rechnungslegung nicht zu, dass Banken als Finanzintermediäre in guten Zeiten stille Reserven anlegen, mit denen in Zeiten eines wirtschaftlichen Abschwungs Verluste aufgefangen werden können. Eine solche Reservenpolitik gestattete die bisherige HGB Bilanzierung ausschließlich den Kreditinstituten. Hintergrund dafür war seinerzeit, dass die Banken so auch in einem wirtschaftlichen Abschwung weiterhin die Kreditvergabe sicherstellen sollten.

Krisenverschärfend wirken insofern auch die neuen Bilanzierungsregeln und das Erfordernis der Veröffentlichung von Zwischenabschlüssen bzw. die Vorschriften zur vierteljährlichen Berichterstattung für börsennotierte Banken. Die neuen Rechnungslegungsstandards verlangen für Produkte in bestimmten Bewertungskategorien eine sofortige Bilanzierung zum Fair Value. Dies kann zu enormen Schwankungen in den Bankbilanzen führen und bringt eine entsprechende Schwankung der Ergebnisse bzw. des Eigenkapitals mit sich. Dies führt in der Folge auch zu einer deutlichen Volatilität der Bankaktienkurse.

Behandlung von Kreditausfallrisiken

Die Volatilität der Märkte wird dadurch verstärkt, dass jede deutliche Bonitätsverschlechterung der Referenzaktiva Ratingänderungen und folglich auch Korrekturen in der Bewertung der Wertpapiere nach sich zieht. Da das Ende der Ratingänderungen jedoch nicht absehbar ist, lässt sich auch die Höhe der Wertberichtigungen nicht abschließend bestimmen. Hinzu kommt, dass die Preise in der aktuellen Situation auch durch die mangelnde Liquidität, d. h. dem Fernbleiben von potentiellen Käufern und weniger durch tatsächliche Ausfälle (zumindest bei gut und sehr gut gerateten Assets), beeinflusst wird.

VI. Fazit

Die Verbriefungsmärkte haben sich binnen kurzer Frist zu einem bedeutenden Segment des Kapitalmarkts entwickelt. Verbriefung ist ein volkswirtschaftlich sinnvolles Instrument der Refinanzierung, der Eigenkapitalentlastung und der Risikodiversifizierung. Der gesamtwirtschaftliche Nutzen der Verbriefung wird auch durch bestimmte Fehlentwicklungen nicht in Frage gestellt.

Zu diesen Fehlentwicklungen gehören zuallererst:

- Exzessive Kreditausweitung in Verbindung mit mangelhafter Kreditvergabepraxis in den USA, die insbesondere durch wenig regulierte Kreditmärkte sowie problematische Anreizstrukturen ermöglicht wurde. Dies führte dazu, dass extrem „schlechtes“ Material verbrieft wurde.
- Die Qualitätsprüfung durch die Ratingagenturen – und somit ein wichtiger externer Kontrollmechanismus – hat bei US-Subprime und bei CDOs auf Subprime-RMBS versagt. Gleichzeitig haben Investoren zu stark auf die (externen) Urteile der Ratingagenturen gebaut, ohne eine fundierte Kenntnis der zugrunde liegenden Märkte zu haben.
- Ferner wurden in den letzten Jahren komplizierte und gehebelte Produkte geschaffen, die die Risiken für viele Produkte undurchsichtig gemacht haben.

- Eine Besonderheit stellen außerbilanzielle Investmentvehikel (namentlich Arbitrage-Conduits und SIVs) dar, über die einige Banken indirekt hohe Risikopositionen aufgebaut und die Subprime-Probleme nach Deutschland importiert haben.

Die genannten Fehlanreize haben die Krise verursacht und dazu geführt, dass Risiken nicht nur umverteilt, sondern zusätzliche Risiken geschaffen wurden. Zudem haben einige Investoren unverantwortlich hohe Volumina gekauft, die sich ex post als äußerst risikoreich erwiesen haben. Diese missbräuchlichen Praktiken gilt es zu verhindern. Hier bietet der deutsche Markt bereits ein gutes Beispiel, das zeigt, wie Verbriefungen transparent strukturiert werden können.

- Korrekte Kreditvergabepraxis (Originating) und solides Kundengeschäft: Bankübliche Sorgfalt bei der Kreditvergabe und -bearbeitung gilt in Deutschland sowohl für Kredite, die die Banken auf der Bilanz halten, als auch für verbrieftete Kredite. Für Kredite im Sinne des Paragraphen 19 Abs. 1 KWG gelten in Deutschland die gleichen Regeln bei der Kreditvergabe, unabhängig davon, ob der Kredit auf der Bilanz ausgewiesen wird oder in eine Verbriefung eingeht. Wesentliche

Bedingungen der Verbriefung von Bankkrediten sind aufsichtsrechtlich geregelt. Eine den Vereinigten Staaten vergleichbare Entwicklung, bei der die Qualität der ausgereichten Kredite unter der Verbriefungsmöglichkeit leidet, gibt es daher im deutschen ABS Markt nicht. Zudem ist es bei der Verbriefung von deutschen Bankaktiva üblich, dass der Originator substantielle Teile des Kreditrisikos zurückbehält. Eine solide Kreditvergabe und -bearbeitung liegt damit im ureigensten wirtschaftlichen Interesse der verbriefenden Bank.

- Der Verbriefungsmarkt in Deutschland ist ein „Bankenmarkt“, bei dem Banken ihre eigenen Kredite verbriefen. Hingegen haben in den USA die Investmentbanken eine große Rolle gespielt, die „fremde“ Kredite systematisch für die Verbriefung angekauft haben.
- Hohe Transparenz und Reportingstandards. Auch die oft beklagte fehlende Transparenz von ABS-Transaktionen für die Investoren wurde im deutschen ABS-Markt frühzeitig adressiert.

So sind bspw. für alle synthetischen ABS-Transaktionen im Rahmen der KfW-Verbriefungsplattformen die Verkaufsprospekte, die New-Issue-Reports der Ratingagenturen sowie die regelmäßigen Investorenreports frei über die KfW-Website für alle Investoren und interessierten Parteien zugänglich.

Weiterhin verständigten sich die dreizehn TSI Banken im Rahmen der Gründung der TSI schon frühzeitig darauf, ABS-Transaktionen über die TSI-Plattform wahlweise mit einem Zertifizierungsverfahren zu begleiten. Das TSI Zertifikat für True Sale Transaktionen baut auf dem Gedanken der Transparenz auf. Dafür stimmt die TSI mit dem Originator detaillierte Investorenreports ab. Die verbriefende Bank verpflichtet sich zudem, im Rahmen einer TSI Zertifizierung alle für den Investor relevanten Informationen, d.h. den Verkaufsprospekt und die laufenden Investorenreports auf den öffentlich zugänglichen TSI Websites regelmäßig zu veröffentlichen.

Es gilt, den in Deutschland eingeschlagenen Weg konsequent weiterzugehen, indem man den Rechtsrahmen für Verbriefungen in Deutschland stärkt und den Verbriefungsmarkt für Banken und Investoren attraktiver macht sowie die im Rahmen der TSI entwickelten Industriestandards für das TSI Zertifikat vor dem Hintergrund der Erfahrungen der Krise weiterentwickelt.