

Asset Backed Securities und die Subprime-Krise

Die aktuelle Finanzmarktkrise hält nun schon über ein Jahr an und sorgt für immer neue Ereignisse und Schlagzeilen. Längst hat sie die Realwirtschaft erreicht. Ein Begriff, der immer wieder im Zusammenhang mit der Finanzmarktkrise fällt, ist „Asset Backed Securities (ABS)“. Die komplexen Finanzierungsinstrumente haben die Marktturbulenzen mit verursacht.

Funktionsweise der ABS

Asset Backed Securities sind durch Vermögenswerte (Asset) in Form von Forderungen besicherte (Backed) Wertpapiere (Securities). Sie dienen nicht nur der Finanzierung, sondern bieten zudem die Möglichkeit eines effektiven Risiko- und Bilanzmanagements durch Risikotransfer. Hierzu werden illiquide Vermögenswerte, wie zum Beispiel Hypothekarkreditforderungen, zu einem Forderungsportfolio gebündelt und als Paket verkauft, so dass sich für die initiiierende Bank (Originator) ein unmittelbarer Liquiditätsgewinn ergibt. Als Käufer fungiert eine neu gegründete Zweckgesellschaft (Special Purpose Vehicle, SPV), die einzig die Aufgabe hat, die angekauften Forderungen durch die Emission von Wertpapieren in Form von Schuld-

verschreibungen zu refinanzieren. Dieser Vorgang wird auch als Verbriefung bezeichnet. Der Emissionserlös fließt als Kaufpreis an das Unternehmen, das die Forderungen verkauft. Die Wertpapiere werden durch die Zins- und Tilgungszahlungen der Schuldner aus dem Forderungsportfolio bedient.

Um eine Marktakzeptanz zu erreichen, benötigt eine ABS-Transaktion ein hohes Rating. Grundvoraussetzung dafür ist die Separierung der verkauften Forderungen vom Originator. Hierfür ist neben dem rechtlichen Übergang im Wege der Abtretung zudem der wirtschaftliche Forderungsübergang vonnöten. Des Weiteren darf auch keine Verbindung zwischen SPV und Originator bestehen, weshalb die Zweckgesellschaft in der Regel von Sponsoren, das heißt anderen Banken oder spezialisierten Anbietern, gegründet und verwaltet wird. Dadurch wird eine Konsolidierung mit dem Originator im Falle seiner Insolvenz vermieden. Weitere Besonderheiten der ABS sind die Tranchierung und das Wasserfallprinzip. Eine ABS-Emission wird nach Risikogehalt in verschiedene Tranchen aufgeteilt, wobei die sicherste Tranche regelmäßig die größte ist. Schuldverschreibungen erster Qualität mit hoher Bonität tragen das von den Ratingagenturen vergebene Siegel AAA. Teils bekamen Tranchen auch deshalb gute Ratings, weil sie zusätzlich über Anleiheversicherer (Monoliner) abgesichert waren. Mitunter werden bei ABS die Kreditrisiken auch abgetrennt und gesondert verbrieft. Dies geschieht über eine Art Versicherung auf Ausfallrisiken (Credit Default Swaps, CDS). Die Barometer für den CDS-Markt sind in Europa die i-traxx-Indizes.

Sie bilden die Kosten ab, zu denen Investoren den Ausfall von Bondportfolien absichern können. Die riskanteren Positionen werden zu meist von Investmentbanken und Hedgefonds, die sicheren Positionen zum Beispiel von Banken, Pensions- und Investmentfonds gekauft. Nach dem Wasserfallprinzip werden die sichersten Tranchen zuerst, die riskantesten zuletzt bedient. Aufgrund weiterer Besicherungsmaßnahmen und -strukturen – insbesondere Kreditversicherungen – galten ABS bisher als relativ sicher und waren bei den Investoren sehr beliebt, da sie im Vergleich zu Investments desselben Ratings eine höhere Rendite boten.

Rolle der ABS in der Finanzkrise

Nach dem Zusammenbruch der New Economy und den Terroranschlägen vom 11. September 2001 und der daraus folgenden Krise entwickelte sich durch verschiedene Umstände, unter anderem einem sehr niedrigen Leitzins der US-amerikanischen Notenbank (Fed), ein Immobilienboom in den USA. Dies führte zu einer massenhaften Ausgabe von Hypothekarkrediten auch an bonitätsschwache Schuldner (Subprime), was letztlich auf die Anreizwirkung der ABS zurückzuführen ist. Normalerweise müssen Banken zur eigenen Absicherung die Bonität des Schuldners prüfen und danach ihre Kredite vergeben. Da sie den Kredit im Anschluss jedoch verkaufen konnten und das Kreditrisiko somit aus der Bilanz entfernt wurde, verlor die Bonitätsprüfung für sie an Bedeutung.

Die Käufer von ABS, unter anderem große deutsche Banken wie die IKB Deutsche Industriebank



Autor
Tobias Priesing,
EMBA, LL.M.,
Hannover Abteilungsleiter Beteiligungsmanagement und -controlling bei der Sparkasse Hannover

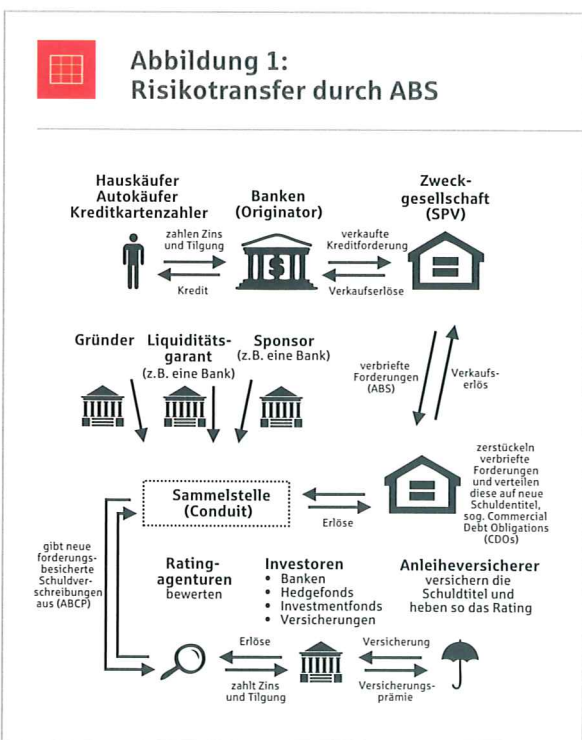
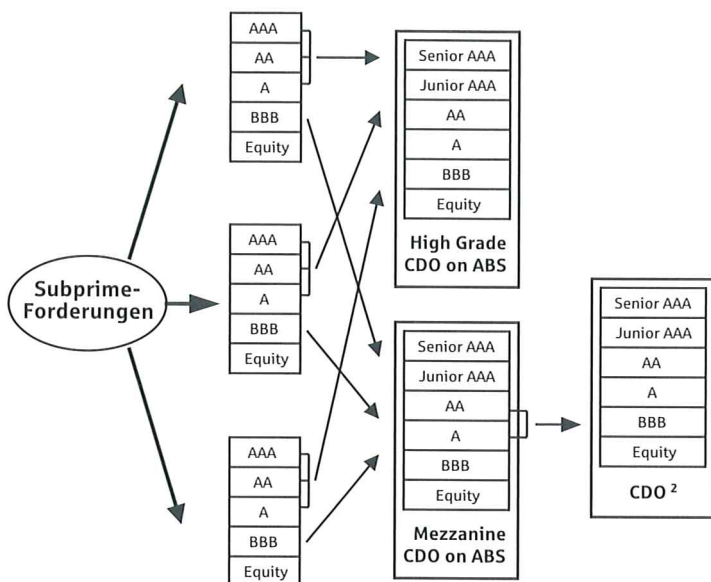




Abbildung 2:
Verkettungen ABS



AG, HSH Nordbank oder die ehemalige Sachsen LB, stützten ihre Investitionsentscheidung größtenteils ausschließlich auf Einschätzungen der Ratingagenturen. Zudem nahmen sie die Papiere nicht auf ihre eigenen Bilanzen, sondern bündelten sie in den sogenannten Conduits erneut zu (neuen) Portfolios. Conduits, auch Structured Investment Vehicles (SIVs) genannt, sind Zweckgesellschaften, die verschiedenartige Vermögenswerte unterschiedlicher Klassen mit verschiedenen Laufzeiten kaufen. Refinanziert wurden diese Conduits durch extrem kurzfristige Wertpapiere: Asset Backed Commercial Papers (ABCP). Sinn dieser Transaktion ist es, zusätzliche Erträge aus der Zinsdifferenz zwischen lang- und kurzlaufenden Finanztiteln zu erzielen.

Auf Seiten der ABCP-Käufer wurde verlangt, Liquiditätsgarantien (Liquiditätsfazilitäten) für diese ABCP-Programme vorzuhalten. Für den Fall auftretender Liquiditätsengpässe bei der Conduit, also den Fall, dass keine neuen Commercial Papers am Markt platziert werden können oder sich die Zahlungseingänge auf die Forderungen verzögern, wurden von Banken mit bestmöglicher kurzfristiger Bonität Liquiditätslinien in Höhe des ge-

samten ausstehenden Commercial Papers-Volumens zur Verfügung gestellt, um die fristgerechte Tilgung fälliger Papiere sicherzustellen. Eine Voraussetzung, um von den Ratingagenturen ein erstklassiges Kurzfrist-Rating für die Commercial Papers zu erhalten. Für den Fall der Inanspruchnahme sind die Liquiditätsgeber dann auch gleichzeitig Investoren, unabhängig davon wie „werthaltig“ die zugrunde liegenden Forderungen sind (siehe Abbildung 1).

Die Liquiditätsgarantien tauchten aufgrund ihrer kurzen Laufzeit zwar nicht in der Bilanz des Garantiegebers auf, stellten jedoch eine Shortposition dar. Je besser nun die Bonität des Garanten der Bank B, desto geringer das Risiko für die zeichnenden Investoren der Commercial Papers.

Der skizzierte Prozess der Forderungsverbriefung wurde mehrfach wiederholt, so dass ABS zur Grundlage von ABS wurden, die wieder Grundlage von weiteren ABS wurden, bis irgendwann niemand mehr sagen konnte, was für Kredite eigentlich Grundlage der ABS waren (siehe Abbildung 2). Es entstand eine Kette von ABS, die allerdings alle abhängig von der Performance der ursprünglichen Kredite waren, in denen über

500 Mrd. US-Dollar an Subprime-Krediten steckten.

Diese Vorgehensweise wurde dann problematisch, als der Immobilienboom in den USA endete, die Häuserpreise rapide sanken und die Fed die Zinsen anhob. In der Folge führte dies bei den Subprime-Schuldern zu massenhaften Kreditausfällen. Da die ABS von diesen Krediten abhängig waren, setzte sich eine Kettenreaktion in Gang, an deren Ende aufgrund des Vertrauensverlustes der Investoren der Zusammenbruch des ABS-Marktes stand.

Auch den Investoren von ABCP blieb die Lage am amerikanischen Immobilienmarkt nicht verborgen, was die Conduits vor das Problem stellte, dass niemand mehr bereit war, ihre Commercial Papers zu kaufen und die gehaltenen ABS aufgrund der Subprimeverluste täglich an Wert verloren. Um die Conduits zu schützen, mussten die Liquiditätsgaranten die Commercial Papers selbst auf die Bilanz nehmen, was angesichts der Werthaltigkeit und des Volumens eine (zum Teil) nicht tragbare Verpflichtung war.

Der Vertrauensverlust griff auf die gesamte internationale Bankenbranche über, da niemand sagen konnte, wer welche Risiken in den Bilanzen hatte beziehungsweise noch hat. Die sonst übliche kurzfristige Kreditgewährung unter den Banken kam in Folge dessen zum Erliegen, die Geldmarktzinsen stiegen und die Refinanzierung erwies sich insbesondere für kurzfristig refinanzierte Banken als schwierig oder unmöglich. Bis heute halten zahlreiche Banken derartige Anleihenpakete, ohne abschätzen zu können, welche Risiken darin enthalten sind. Da die Kreditbranche eine zentrale Rolle in modernen Volkswirtschaften einnimmt, strahlt die Finanzkrise auch auf andere Wirtschaftsbereiche aus und führt so zu den bestehenden Verwerfungen.

Resümee

Die Mechanismen der Subprime-Krise waren nicht neu. Neu waren höchstens die betroffenen Märkte und/oder Instrumente. Es ist eine altbekannte portfoliotheoretische Erkenntnis, dass zwischen syste-

 Deutscher
Sparkassenverlag

DSV Gruppe
So viel Lösung, wie Sie brauchen.

Der Klassiker für angehende Bankkaufleute

Das Standardwerk für die Berufsausbildung behandelt alle ausbildungs- und prüfungsrelevanten Bereiche des Kreditwesens. Ihre Auszubildenden erhalten einen umfassenden Überblick über bankbetriebliche und kreditwirtschaftliche Zusammenhänge. Eine klare Gliederung, Hervorhebungen im Text, grafische und tabellarische Übersichten sowie farbliche Unterlegungen erleichtern das Lernen und ermöglichen schnelle Informationen. Mit dem Sachwortverzeichnis ist das Buch auch nach der Ausbildung ein nützliches Nachschlagewerk!



Grill, Wolfgang/ Perczynski, Hans
Wirtschaftslehre des Kreditwesens
43., überarbeitete Auflage 2009
560 Seiten, 17 x 24 cm, gebunden
Abo-Nr. 105, Artikel-Nr. 303 399 070
39,90 €*

* zzgl. gesetzl. MwSt. und Versandkosten,
Versandkosten entfallen für die Institute der
Sparkassen-Finanzgruppe.

Jetzt aktuell überarbeitet!

Interessiert? Bestellen Sie bequem in unseren Shops auf www.sparkassenverlag.de
oder bei Ihrer Kundenberatung unter 0711 782-1252,
ausbildung@dsv-gruppe.de.

matischen und unsystematischen Risiken strikt zu unterscheiden ist. Dem systematischen Risiko sind alle Papiere eines Portfolios beziehungsweise eines Marktes unterworfen. Es kann nicht wegdiversifiziert werden und stellt das Risiko der Investition selbst dar, wofür ein Investor in der Regel auch eine Prämie verlangen kann. Das unsystematische Risiko eines Portfolios lässt sich durch Diversifikation verringern, weswegen Investoren hierfür keine Prämie erwarten können. Was heißt das nun für den Fall von ABS? Unsystematische Risiken waren durch die Konstruktion in den ABS-Tranchen durch eine breite Streuung über Größenklassen, Regionen und Sicherheiten weitgehend eliminiert. Das hatte viele Investoren zum Kauf verleitet. Aber die Subprime-Verbriefungen waren immer noch zu 100 Prozent anfällig gegenüber dem US-Hypothekenmarkt. Dieser Umstand wurde nicht erkannt bzw. schlichtweg ignoriert.

Intransparenz, egal ob bewusst geschürt oder durch mangelnde Kenntnis der Materie unbewusst eingegangen, birgt Risiken, die nicht nur einzelne Banken, sondern ganze Finanzsysteme in Schieflage bringen können. Als Hauptursachen für die aktuelle Krise lassen sich also folgende Hauptursachen festhalten:

- der Rückgang der Kreditvergabestandards der US-amerikanischen Banken gepaart mit einer zu optimistischen Einschätzung der Immobilien-Preisentwicklung,
- die mehrfache Verbriefung von Kreditrisiken im großen Umfang (zum Teil mehrfache Risikohebel),
- die Intransparenz über die Konstruktionen und damit über die tatsächliche Risikoverteilung,
- der weltweite, unregulierte Transfer dieser Risiken,
- die starke Risikonahme von Instituten, die sich an derartigen Programmen beteiligten,
- das zu geringe Know-how von Investoren, Institutionen und Ratingagenturen, die die Sensitivität unterschätzt haben, mit der die Bonität von Subprime-Forderungen auf Veränderungen des Zinsumfeldes reagiert.