

Rudolph, Bernd

Article

Warum ABS schlechte Produkte sein können, aber nicht müssen

ifo Schnelldienst

Provided in Cooperation with:

Ifo Institute – Leibniz Institute for Economic Research at the University of Munich

Suggested Citation: Rudolph, Bernd (2014) : Warum ABS schlechte Produkte sein können, aber nicht müssen, ifo Schnelldienst, ISSN 0018-974X, ifo Institut - Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München, München, Vol. 67, Iss. 22, pp. 9-14

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/165507>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

Warum ABS schlechte Produkte sein können, aber nicht müssen

9

Die Ankündigung der EZB, Asset Backed Securities (ABS) nicht nur als Beleihungsgrundlage für Kredite an die Banken zu akzeptieren, sondern zur Ankurbelung der Wirtschaft sogar anzukaufen, hat zu kritischen Äußerungen in der Öffentlichkeit geführt. Journalisten warnen vor der Rückkehr der toxischen Produkte, die die Finanzkrise ausgelöst haben, und sind besorgt, weil über die Verbriefungstechnik die Haftung der Banken als Originatoren der Kredite verwässert oder sogar außer Kraft gesetzt werden könnte. Juristen bezweifeln die Legalität der angekündigten Maßnahmen, Ökonomen je nach Ausgestaltung des Ankaufprogramms dessen positiven Einfluss auf die Realwirtschaft. Die Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose der deutschen wirtschaftswissenschaftlichen Forschungsinstitute stellt in ihrer Gemeinschaftsdiagnose Herbst 2014 fest, dass zur Einschätzung der Wirkung des Ankaufprogramms für Kreditverbriefungen die Erfahrungswerte fehlen. Die Projektgruppe weist aber auf problematische Anreize der Ankündigung der EZB hin, auch riskantere Wertpapier-Tranchen anzukaufen: »Eine Altlastenbereinigung der Bankbilanzen durch die Geldpolitik konterkariert die Bestrebungen im Zusammenhang mit der Bildung einer Bankenunion, dass Eigentümer und Gläubiger im Krisenfall Verluste tragen sollen. Das Signal, dass die EZB notfalls auch die Kreditrisiken von Banken übernimmt, dürfte auf lange Sicht den Anreiz der Banken zu noch riskanteren Finanzgeschäften (den sog. Moral Hazard) verstärken und somit dem Ziel eines stabileren Finanzsystems entgegenwirken.« (Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose 2014, S. 45).

Alle Einschätzungen sind zunächst einmal nachvollziehbar und nicht ohne weiteres von der Hand zu weisen. Aus Finanzmarktsicht stellt sich allerdings die grundsätzlichere Frage, welche Vor- und Nachteile mit einer Nutzung der ABS-Märkte verbunden sind, wie sie gestaltet und reguliert sein müssen, damit die genannten Defizite und möglichen adversen Anreize vermieden werden und insbesondere damit ein Desaster wie beim Zusammenbruch der Subprime-Märkte im Sommer 2007 verhindert werden kann. Schließlich stellt sich die Frage, ob die Aktivitäten der EZB geeignet sind, zur möglicherweise wünschenswerten Belebung und soliden Ausgestaltung der Verbriefungsmärkte beizutragen.

ABS-Bonds und ABCP-Programme

Kreditverbriefungen sind Instrumente zur Refinanzierung von Unternehmensforderungen über die Emission von ABS. In Deutschland nehmen diese Instrumente in der Realwirtschaft insbesondere Industrieunternehmen, große Mittelständler und Leasinggesellschaften zur Refinanzierung ihrer Kundenforderungen in Anspruch. Wie bei einem Verkauf ihrer Handelsforderungen an eine Factoring-Gesellschaft vermeiden die Unternehmen mit dieser Transaktion die zusätzliche Aufnahme von Krediten und entlasten sich von den Ausfallrisiken ihrer Forderungen. Factoring-Gesellschaften ebenso wie die Käufer der ABS tragen das Ausfallrisiko eines definierten Kreditportfolios und nicht, wie bei Industriefinanzierungen, das Ausfallrisiko des emittierenden Unternehmens. Die ABS sind auf das Vermögen einer Zweckgesellschaft gerich-

tet, das im Wesentlichen aus dem übertragenen Kreditportfolio besteht und mehr oder weniger breit gestreute Kreditrisiken enthält.

Verkäufer von Forderungen an eine Zweckgesellschaft können nicht nur die Unternehmen der Realwirtschaft, sondern auch die Banken selbst sein, wenn sie, soweit zulässig, bestimmte Kreditforderungen zu einem Pool bündeln und auf eine Zweckgesellschaft »True Sale« übertragen. Das »Special Purpose Vehicle« refinanziert sich dann über die Emission von ABS und leitet den Emissionserlös an die Bank weiter. Mit einer solchen Verbriefungstransaktion wird ein Portfolio von Buchkrediten in ein kapitalmarktfähig-



Bernd Rudolph*

* Prof. Dr. Bernd Rudolph, Ludwig-Maximilians-Universität München und Steinbeis Hochschule Berlin. Der Verfasser bedankt sich für hilfreiche Hinweise insbesondere bei Alexander von Dobschütz, Bayerische Landesbank München, und RA Sarah Zech, Peters, Schönberger & Partner, München.

ges Produkt umgestaltet. In der Regel verbleibt dabei die Kreditakte selbst bei der auslagernden Bank als Servicer, so dass die Kreditsachbearbeiter nicht einmal wissen, dass von ihnen betreute Kredite für die Bank gar kein Risiko oder nur mehr ein Restrisiko darstellen. Im Hinblick auf die Auswahl und Zusammensetzung des Portfolios gilt darüber hinaus die von der Bundesanstalt für Finanzmarktaufsicht (BaFin) zur Vermeidung von Reichtumsverschiebungen erhobene Forderung, dass die verbrieften Forderungen »einen repräsentativen Durchschnitt des entsprechenden Segments in der Bilanz darstellen müssen.«¹

Hinsichtlich der Fristigkeit der ABS-Finanzierungen unterscheidet man ABS-Bonds bzw. Verbriefungsanleihen, die für langlaufende Kredit- und Leasingforderungen der Banken und Absatzfinanzierungsgesellschaften genutzt werden, von den sog. ABCP-Programmen (Asset Backed Commercial Paper), die für kurzlaufende Forderungen aus Lieferungen und Leistungen und für kleinere Leasingportfolios strukturiert werden. Forderungsverkäufer sind in diesem Fall Unternehmen der Realwirtschaft und nicht die Banken, wobei sich für die Transaktion mehrere Unternehmen als Forderungsverkäufer zusammenschließen können. Die Refinanzierung der von der Zweckgesellschaft angekauften kurzfristigen Kundenforderungen erfolgt bei einer ABCP-Struktur mehr oder weniger fristenkongruent, wobei der Ankauf im Rahmen einer stillen Zession erfolgt und die verkaufenden Unternehmen einen am Risikogehalt orientierten Selbstbehalt übernehmen (vgl. True Sale International 2014, S. 8–9). Ergänzend stellen die Banken für die Programme längerfristige Liquiditätszusagen von drei bis sieben Jahren bereit, die den Käufern die Rückzahlung der ABCP bei Fälligkeit absichern. Bei Supported-Programmen verbleiben die Ausfallrisiken aus dem Forderungsportfolio und das Liquiditätsrisiko der Commercial Paper bei den Banken, die dafür aber kein Funding aufbringen müssen.

ABS-Bonds der Banken werden im Gegensatz zu den ABCP typischerweise in mehreren Tranchen mit unterschiedlicher Seniorität nach dem Wasserfallprinzip emittiert. Die ersten Verluste eines Pools werden der Erstverlust-Tranche (First Loss Piece) zugeordnet, die damit für die nachfolgenden Tranchen eine Kreditverstärkung (Credit Enhancement) darstellt. Erst wenn die Erstverlust-Tranche verbraucht ist, schlagen Verluste auf die Mezzanine- und schließlich auf die Senior-Tranche durch. Die Tranchen werden einem separaten Rating unterzogen und sprechen Investoren mit unterschiedlicher Risikoneigung an (vgl. Pytlík,

Schmidtchen und Taistra 2011, S. 158). Das Asset-Backed-Securities-Purchase-Programm (ABSPP) der Europäischen Zentralbank bezieht sich nur auf solche ABS-Bonds und dort nur auf Senior-Tranchen und garantierte Mezzanine-Tranchen.²

Risikoeinschätzung von Asset Backed Securities

Es wird gelegentlich darauf hingewiesen, dass eine Auslagerung von Risiken in gesonderte Kreditpools dazu führt, dass die Investoren der ABS leicht hinters Licht geführt werden können, weil in die Pools überdurchschnittlich risikoreiche Kredite eingelagert werden können. Die Inhaber der ABS hätten dabei eine schlechtere Position als in dem Fall, in dem sie über eine Forderung (Covered Bonds) gegenüber der Bank verfügen, die durch einen gleichartigen Asset-Pool besichert ist. Im letzteren Fall haften nicht nur die in den Pool eingebrachten Assets für die Forderung, sondern in erster Linie das gesamte Vermögen der Bank. Darüber hinaus haben die Inhaber der Covered Bonds im Fall der Insolvenz der emittierenden Bank einen Anspruch auf Vorabverwertung der Assets im Pool. Die Emission von Covered Bonds dient allerdings der Bank nur als Funding-Maßnahme, während die Auslagerung und der Verkauf von ABS dem Funding und einem Risikotransfer auf die Käufer der ABS dient. Die Emission von Covered Bonds ändert bei der Bank nicht den Betrag der für die Eigenkapitalunterlegung anzurechnenden »Risk Weighted Assets«, der durch eine Emission von ABS unter geeigneten Bedingungen abgebaut werden kann.³

Der Hinweis auf die spezifische Risikoübernahme durch die ABS-Investoren darf nicht dahingehend missverstanden werden, dass die Position der Gläubiger der beschriebenen Zweckgesellschaft unbedingt schlechter ist als die der Bankgläubiger. Die Ereignisse seit Ausbruch der Finanzkrise haben immer wieder gezeigt, dass in Banken enorm hohe Risiken schlagend werden können, die nichts mit den Risiken im Kreditgeschäft zu tun haben: Verluste aus Tochtergesellschaften, Risiken aus steuerlichen Straftatbeständen, Rechtsrisiken aus dem Fehlverhalten von Mitarbeitern bei der Bestimmung von Marktzinssätzen oder Risiken aus einem nicht mehr tragfähigen Geschäftsmodell der Bank. Mit all diesen Risiken hat der Inhaber eines ABS-Papiers nichts zu tun, muss also auch keine Informationen über die Geschäftsstruktur und Geschäftstätigkeit der Bank einholen, sondern kann sich auf die Analyse des Kreditpools und die Verteilung der Risiken auf die verschiedenen Tranchen der

¹ Deutsche Bundesbank (2004, S. 41, Fußnote 12). Ökonomisch umfassender und im Hinblick auf die Vermeidung von Moral-Hazard-Effekten bei den emittierenden Banken wirksamer wäre allerdings der weitergehende Anspruch, dass bereits das verbrieft Forderungssegment einen repräsentativen Durchschnitt des gesamten durchschnittlichen Forderungsbestandes der Bank abbildet und andernfalls durch geeignete Ausgleichsmaßnahmen dafür gesorgt werden muss, dass es zu keinen Reichtumsverschiebungen zu Lasten der emittierten ABS oder zu Lasten des verbleibenden Bankportfolios kommen darf.

² Während die technischen Details für die Senior-Tranchen bereits bekannt gemacht wurden, stehen die für die Mezzanine-Tranchen noch aus (vgl. European Central Bank 2014).

³ Die Banken sind zur Begrenzung von Moral-Hazard-Risiken gehalten, einen Anteil von 5% der ausgelagerten Risiken selbst zu tragen. In der Regel übernehmen sie dazu einen 5%igen Anteil an allen emittierten Tranchen der ABS-Emission. Eine weitergehende Variante besteht darin, einen 5%igen Anteil an der Equity-Tranche zu übernehmen.

ABS-Emission konzentrieren. Die Zweckgesellschaft ist in juristischer Sicht »insolvenzfern« aufgestellt, isoliert den ABS-Käufer also vom »Schicksal« der Bank, so dass sogar deren Insolvenz für ihn mehr oder weniger folgenlos bleiben sollte.⁴

Allenfalls würde bei einer Insolvenz möglicherweise die Betreuung der Kredite im Pool, das Servicing, auf eine andere Bank übergehen. Wenn man also von der Undurchsichtigkeit mancher ABS-Produkte spricht, so darf man nicht vergessen, dass Banken keine transparenten Gebilde sind, weshalb die Bankenaufsicht in den vergangenen Jahren große Anstrengungen unternommen hat, die Banken zu mehr Transparenz zu zwingen. ABS-Forderungen stellen sich transparenter dar als Bankforderungen, insbesondere wenn sie in den Bereich der Europäischen Zentralbank gelangen oder für eine Refinanzierbarkeit über die Zentralbank ausgewählt worden sind. Solche ABS unterliegen nämlich den Anforderungen der »Loan-Level-Data«-Initiative, die bereits seit dem letzten Jahr die regelmäßige öffentliche Bereitstellung detaillierter Einzelkredit- und Transaktionsdaten sicherstellt. Auf der Homepage der True Sale International (TSI), einer 2004 aus einer Initiative von 13 Banken in Deutschland zur Förderung des deutschen Verbriefungsmarkts gegründeten GmbH, findet man Hinweise auf die günstigen Folgewirkungen der »Loan-Level-Data«-Initiative: »Die Datenbereitstellung basiert auf europaweit gültigen, sehr detaillierten und durch die EZB vorgegebenen Datentemplates für jede einzelne Kreditart, die in eine Verbriefung einfließt, und wird über das European Data Warehouse organisiert und abgewickelt. Schon jetzt haben Notenbanken und Investoren ungehinderter Zugang zum EDW, und es ist absehbar, dass die Datentemplates der EZB und das European Data Warehouse über ABS hinaus prägend werden für den europäischen Kreditmarkt, aber auch die dahinterliegenden Prozesse und Systeme in Banken sowie für Investoren und Datenlieferanten.«⁵

Die »Loan-Level-Data«-Anforderungen werden durch die von der EU-Regulierung durchgesetzten Due-Diligence-Anforderungen verstärkt, die dem Abbau von Informationsasymmetrien in Verbriefungstransaktionen dienen. Die Vorgaben für die Mindestbeteiligungen der Originatoren an den ausgelagerten Kreditrisiken sollen dafür sorgen, dass diesen stets ein »Skin-in-the-game« verbleibt, das auch nicht durch Hedging-Aktivitäten oder Versicherungsgeschäfte weitergereicht werden darf. Schließlich sind zumindest für Banken als Investoren strenge Mindestanforderungen an die Eigenkapitalunterlegung erworbener Verbriefungspositionen erlassen worden, die dafür sorgen sollen, dass die Übernahme von Kreditrisiken auch im Fall einer Investition in ABS durch einen ausreichenden Risikopuffer abgedeckt ist.

⁴ Aus ökonomischer Sicht gilt allerdings zu bedenken, dass die Insolvenz einer Bank als negatives Signal für die Kreditqualität des Pools aufgefasst werden und damit bei den ABS zu einem Wertverfall führen kann.

⁵ Vgl. http://www.true-sale-international.de/leistungen/veranstaltungen/veranstaltungskalender/einzelansicht/?ch-Hash=0f33e9e10f298f107393f57fd252ee4&tx_tnews%5Btt_news%5D=855.

Defizite der Verbriefungsmärkte für Subprime Kredite

Wenn von der Produktgestaltung her derzeit ein insgesamt positives Bild der ABS-Transaktionen gezeichnet werden kann, fragt man sich natürlich, warum dieser Markt in der Vergangenheit so riesige Verluste gezeigt und letztlich den Ausbruch der internationalen Finanzkrise ausgelöst hat. Dazu ist in historischer Hinsicht festzustellen, dass der ABS-Markt bereits in den 1970er Jahren in den USA auf der Basis hypothekarisch gesicherter Kredite entstanden ist und damals zur Entwicklung der Mortgage Backed Securities (MBS) als spezifischer ABS-Kategorie geführt hat. Der Markt entwickelte sich insbesondere wegen der Unterstützung durch die halbstaatlichen Agenturen Fannie Mae, Freddie Mac und Ginnie Mae in den USA dynamisch weiter, umfasste bald auch andere Forderungsarten wie Kreditkartenforderungen, Leasingforderungen sowie normale Kreditforderungen und etablierte sich später auch in Europa.⁶ In den USA kam es allerdings zu Beginn des neuen Jahrhunderts wegen des langanhaltenden Booms am Immobilienmarkt zu massiven Übertreibungen und einem absoluten Missbrauch der Verbriefungstechnik. Der Missbrauch hatte vielfältige Ursachen und nicht zuletzt damit etwas zu tun, dass die Politik über die substantielle und ideelle Förderung qualitativ minderwertiger Hypothekendarlehen ihren Hebel zur Umsetzung sozialpolitischer Ziele bei der Erhöhung der Hauseigentumsquote einsetzte. Viele Marktteilnehmer spielten mit, einige mehr oder weniger am Rande, andere zuweilen auch jenseits der Legalität.⁷ Auch für viele Marktakteure des Subprime-ABS-Markts galt die Maxime, die Charles Prince, der damalige Chief Executive der Citigroup, bezüglich der Teilnahme am Markt für Leveraged Loans formuliert hatte. »As long as the music is playing, you've got to get up and dance,« verriet er der Financial Times in einem Interview noch am 9. Juli 2007. Und fügte hinzu: »We're still dancing.«⁸

In der Tat hatte zu der Zeit, in der in den USA die Verbriefungsmärkte für Subprime-Kredite und danach auch für viele andere Forderungen zusammengebrochen sind, das »Originate-and-Distribute«-Modell massive Defizite aufzuweisen. Zu diesen Defiziten zählten Charakteristika der Transaktionen, der Basismärkte und der Produktkonstruktion:

- a) Die Schaffung von Kreditpools an einem Teilmarkt (Subprime) des US-Kreditmarkts aus zum Teil minderwertigen und völlig unzureichend geprüften Hypothekenforderungen. Diese waren ohne die persönliche Haftung der Kre-

⁶ Obwohl Fannie Mae und Freddie Mac während der Finanzkrise wegen hoher Verluste stark kritisiert wurden, garantieren sie heute wieder über 95% der neu vergebenen Hypothekendarlehen. Zur Ankurbelung der Wohnungsbaufinanzierung soll der Mindesteigenkapitalanteil der Bauherren von 5% auf 3% gesenkt werden (vgl. Schmid 2014, S. 6).

⁷ Vgl. zur Wohnimmobilienkrise in den USA Rudolph (2013, S. C8-1–S14).

⁸ BealBook: Citi Chief on Buyouts: »We're Still Dancing«, *The New York Times*, 10. Juli 2007, 10:54 am.

ditnehmer und ohne Regressmöglichkeit auf die Originatoren der Forderungen weitergereicht und in die Zweckgesellschaften (Special Purpose Vehicles) eingelagert worden.

- b) Das blinde Vertrauen der Anleger in die Ratings der Agenturen, die einerseits durch die geltende Bankregulierung privilegiert waren und andererseits an guten Ratingurteilen verdienten.
- c) Ein viel zu dünnes Eigenkapitalpolster bzw. unzureichende Garantien und »Enhancements« der Banken und Sponsoren der Transaktionen bei der Weitergabe der verbrieften Risiken an die Marktteilnehmer.
- d) Ein nie zuvor gekanntes Ausmaß der Fristentransformation, d.h. der kurzfristigen Refinanzierung langfristiger Darlehensforderungen im Rahmen der »Asset-Backed-Commercial-Paper«-Programme durch Zweckgesellschaften (Conduits, SIFs), von denen viele nach dem Ausbruch der Finanzkrise trotz ihres hoch gerateten Asset-Pools auf die Bücher ihrer Liquiditätssponsoren genommen werden mussten (in Deutschland z.B. »Rhineland Funding Capital« der IKB sowie »Ormond Quay« und »Georges Quay« der Sachsen LB).
- e) Äußerst komplexe und undurchsichtige (opaque) Verbriefungsstrukturen, von denen insbesondere die stark tranchierten CDO (Collateralised Debt Obligations) und die Wiederverbriefungen (CDOs Squared) unrühmliche Schlagzeilen gemacht haben.
- f) Eine verhängnisvolle Überschätzung der Diversifikationseffekte in den Kreditpools, die sich in der Krise letztlich als Klumpenrisiken herausstellten, sowie eine Verkenntung der Risikoverteilung auf die verschiedenen Tranchen bei Änderungen der Asset-Korrelationen.
- g) Schließlich unzureichende Informationen der Marktteilnehmer und Aufsichtsbehörden über die Abnehmer und letztendlichen Träger der transferierten Kreditrisiken, so dass sich unbemerkt gewaltige systemische Risiken aufbauen konnten.

Erstaunlich war hinsichtlich des letztgenannten Punktes der mangelnden Information die sich erst spät einstellende Erkenntnis, dass viele Banken, die sich über das »Originate-and-Distribute«-Modell eines Teils ihrer Kreditrisiken entledigt hatten, den frei gewordenen regulatorischen Eigenkapitalspielraum nutzten, um wiederum ABS-Produkte in ihre Bücher zu nehmen, nun in ihre Handelsbücher. Bei Ausbruch der Krise stellte sich dann heraus, dass die Banken im Zuge des Kreditrisikotransfers ihre Risiken umgeschichtet, aber keineswegs außerhalb des Bankensektors platziert hatten. Stattdessen waren aber angesichts der fast voraussetzungslosen Möglichkeiten einer Weitergabe von Kreditrisiken die Kreditvergabestan-

dards der Basisportfolios vielerorts deutlich gesenkt worden. Das »Originate-and-Distribute-Verfahren« in den USA hatte zu massiven »Moral Hazard«-Problemen geführt, die in überaus nachlässigen Kreditvergabe- und Überwachungsstandards ihren Ausdruck gefunden hatten, von den Ratingagenturen und Investoren aber damals blauäugig übersehen wurden.

Zur Performance europäischer ABS-Transaktionen

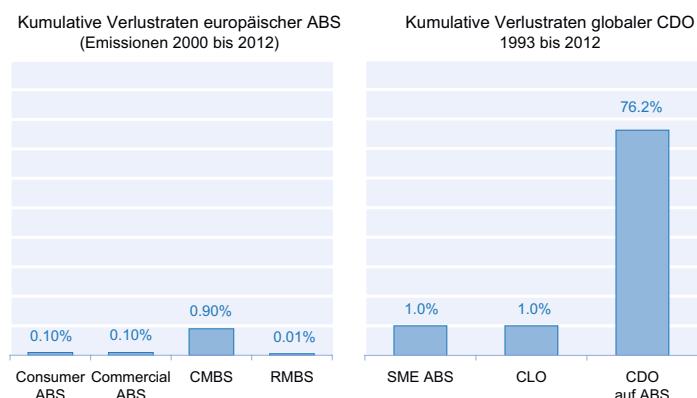
Die überaus markanten Defizite und Auswüchse waren für das amerikanische »Originate-and-Distribute«-Modell typisch, nicht aber für die europäischen Märkte, die erstens deutlich kleinere Volumina und zweitens selbst in der Krise keine auffällig gestiegenen Ausfallraten aufwiesen.⁹ Die vorliegenden Daten deuten darauf hin, dass die in Europa und insbesondere in Deutschland verbrieften Kredite solide Instrumente waren. Sie unterschieden sich jedenfalls ganz wesentlich von den Papieren, die als Auslöser für die Finanzkrise gelten müssen.

Trotz dieser günstigen Einordnung und der in Europa insgesamt guten Erfahrungen mit der Performance von Verbriefungsprodukten haben sich die Verbriefungsmärkte in Europa seit der Finanzkrise nicht wieder erholt.¹⁰ Diese Entwicklung steht ganz im Gegensatz zu den USA, wo dieser

⁹ Eine empirische Untersuchung von True Sale Transaktionen im Zeitraum von 2010 bis 2014 kommt zu dem Ergebnis, dass deutsche ABCP-Transaktionen (Asset Backed Commercial Paper) risikoärmer sind als das traditionelle Kreditgeschäft und im Konjunkturverlauf sehr stabil (vgl. True Sale International 2014, S. 4).

¹⁰ Vgl. Möglich und Raebel (2014, S. 2–8). In der Zwischenzeit gibt es allerdings auch Bemühungen innerhalb der EU, ABS regulatorisch wieder zu entlasten. So dürfen beispielsweise aufgrund eines Rechtsaktes der EU-Kommission vom 10. Oktober 2014 RMBS, Auto-ABS, SME und Consumer-Loan-ABS als Level 2B HQLA in den Liquiditätspuffer der Liquidity Coverage Ratio eingerechnet werden, wenn sie gewissen Qualitätsstandards genügen.

Abb. 1
Kumulative Verlustraten über verschiedene Zeiträume



Quelle: Fitch, Stand: 22. Okt. 2013; Moody's, Stand: 27. Nov. 2013; zit. nach Union Investment.

Sektor die größten Defizite gezeigt und dennoch seit der Finanzkrise wieder deutlich an Fahrt gewonnen hat. Die Verbriefungsmärkte wiesen in Europa nur bis 2007/2008 enorme Wachstumsraten auf, die danach aber einem drastischen Rückgang des Geschäfts wichen, der als geradezu dramatisch bezeichnet werden muss. Während in den USA die Emissionstätigkeit insbesondere bei den sog. Agency-MBS der Hypothekenversicherer Fannie Mae und Freddie Mac auf einem bemerkenswert hohen Niveau verblieb, brach der Emissionsmarkt in Europa, wo es solche Agency MBS nicht gibt, massiv ein mit dem Ergebnis, dass heute der europäische Verbriefungsmarkt nur ein Fünftel des US-amerikanischen Marktes ausmacht.

Chancen und Risiken der EZB-Initiative

Aus Finanzmarktsicht soll durch die Initiative der EZB ein Aufschwung der Verbriefungsmärkte unterstützt und darüber ein Wachstum der Realwirtschaft stimuliert werden, soweit dies von der Kreditangebotsseite aus möglich ist. Die Hoffnung auf die stimulierende Wirkung nährt sich aus der Erkenntnis, dass den Banken seit der Finanzkrise zahlreiche Verschärfungen des bankaufsichtlichen Instrumentariums und insbesondere der Anforderungen für die Eigenkapitalunterlegung von Risiken und zur Liquiditätsvorsorge auferlegt worden sind. Die neuen Restriktionen bewirken, dass die Unternehmen insbesondere bei längerfristigem Mittelbedarf nach alternativen Finanzierungsmöglichkeiten außerhalb des Bankensektors Ausschau halten, weil die Banken insbesondere bei längerfristigen Engagements eine große Zurückhaltung zeigen. Aber selbst dann, wenn die Unternehmen nicht von einer restriktiven Kreditvergabepolitik der Banken tangiert sind, reagieren sie mit einer Umstellung ihres Refinanzierungsverhaltens. Sie haben nämlich in der Finanzkrise die Erfahrung machen müssen, dass bestimmte Banken als Kreditgeber ausgefallen sind oder sich stark zurückgezogen haben. Als Reaktion wollen viele Unternehmen der Realwirtschaft ihren Finanzierungsmix bankenunabhängiger gestalten und die Kapitel- und Kreditquellen diversifizieren. Das passt zu den Veränderungen auf der Kapitalgeberseite, wo die Anleger wegen des niedrigen Zinsniveaus und des Anlagedrucks ein großes Interesse daran haben, auch in Kreditrisiken mit einem attraktiven Risiko-Ertrags-Profil investieren zu können. ABS-Produkte scheinen sich dort als ideale Ergänzungen der Finanzintermediation anzubieten. »In fact, if the right incentives are given, securitisation markets are the best way to more rapidly guarantee that loans are available for capital markets to invest while decreasing the home bias in banks' balance sheets and ensure that credit is channeled to the best projects at the minimum cost.«¹¹

¹¹ So die sehr positive Beurteilung des Präsidenten der Bank von Portugal Silva Costa bei seiner Begrüßungsrede zu einem Treffen der EIB und des IWF am 23. Oktober 2014 in Brüssel (Silva Costa 2014, S. 2).

Kreditverbriefungen im Zuge von ABS-Transaktionen können

- a) für die Verkäufer der Kreditforderungen deren Finanzierungs- bzw. Refinanzierungskosten senken sowie bei den Banken regulatorisches Eigenkapital freisetzen, das für andere Verwendungen verfügbar wird,
- b) für die Investoren als Käufer der in ABS gekleideten Kreditforderungen eine sonst nicht erreichbare Diversifikationsmöglichkeit bieten, die darüber hinaus hinsichtlich des gewünschten Risiko-Chancen-Profiles wie der Laufzeitstruktur auf sie zugeschnitten werden kann und die je nach Ausgestaltung eine liquidere Anlageform darstellt als die ursprüngliche Kreditforderung.

Gelänge eine Wiederbelebung der Verbriefungsmärkte, so hätte das insbesondere den Vorteil, dass die Banken in den Prozess der Kreditvergabe, Kreditüberwachung und Risiko-teilhabe während der gesamten Laufzeit Kreditlaufzeit eingebunden blieben und die Aufsichtsbehörden die Transaktionen und den Umgang mit den Kreditbeständen laufend quantitativ wie qualitativ überwachen könnten. Das herkömmliche Kreditgeschäft der Banken würde gestärkt, die Expertise der Banken genutzt, statt in Zukunft vermehrt andere, weniger erfahrene »Nicht-Banken-Finanz-Intermediäre« zu Originatoren von Kreditforderungen werden zu lassen. Der erwartete Übergang des europäischen bankenorientierten zu einem stärker kapitalmarktorientierten Finanzsystem könnte durch die Wiederbelebung der Verbriefungsmärkte zugleich abgefedert und beschleunigt werden.

Literatur

Altomonte, C. und P. Bussoli (2014), »Asset-Backed Securities: The Key to Unlocking Europe's Credit Markets?«, *Bruegel Policy Contribution* (07).

Bank of England und European Central Bank (2014), »The Case for a Better Functioning Securitisation Market in the European Union«. A Discussion Paper, Mai.

Deloitte (2012), *Asset Securitisation in Deutschland*, 4. Aufl., Vahlen, München.

Deutsche Bundesbank (2004), »Instrumente zum Kreditrisikotransfer: Einsatz bei deutschen Banken und Aspekte der Finanzstabilität«, *Monatsbericht*, April, 27–45.

European Central Bank (2014), »ECB Announces Details of the Asset-Backed Securities Purchase Programme (ABSPP)«, 2. Oktober 2014.

European Investment Bank (2014), »Unlocking Lending in Europe«, Oktober 2014.

Möglich, A.-K. und R. Raebel (2014), »Neuer Anlauf zu Basel III.5«, *DZ Bank Research, ABS & Structured Credits*, 21. Januar, 2–8.

Pytlík, M., M. Schmidtchen und G. Taistra (2011), »Verbriefung – Refinanzierungsinstrument für Leasing-Unternehmen«, *Finanzierung, Leasing, Factoring FLF* (4), 155–160.

Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2014), »Wirtschaft stagniert – jetzt Wachstumskräfte stärken, Gemeinschaftsdiagnose Herbst 2014«, *ifo Schnelldienst* 67(20), 3–61.

Roosebeke, B.V. (2014), »Die EZB teilt aus«, *Börsen-Zeitung*, 5. November, 6.

Rudolph, B. (2013), »Die Wohnimmobilienkrise in den USA als Auslöser der Internationalen Finanzkrise«, in: W. Eber (Hrsg.), *Bauprozessmanagement und Immobilienentwicklung*, Lehrstuhl für Bauprozessmanagement und Immobilienentwicklung, Technische Universität München, München, C8-1–C8-14.

Schmid, S. (2014), »Fannie und Freddie – statt Abwicklung winkt mehr Geschäft«, *Börsen-Zeitung*, 30. Oktober, 6.

Silva, C.C. da (2014), »Reviving Markets in High Quality Securitisation in Europe«, Address at the European Investment Bank International Monetary Fund Meeting, Brüssel, 23. Oktober 2014.

True Sale International (2014), *Verbriefung von realwirtschaftlichen Forderungen gewinnt weiter an Bedeutung – Volumenentwicklung und Performance überzeugen*, Frankfurt am Main, September, online verfügbar unter: http://www.true-sale-international.de/fileadmin/tsi_downloads/Sonstiges/TSI_Verbriefungen_von_Forderungen_gewinnt_fuer_die_Realwirtschaft_weiter_an_Bedeutung__2_.pdf.