



## Aktueller Begriff

Deutscher Bundestag ■ Wissenschaftliche Dienste

### Asset Backed Securities und die Subprime-Krise

Die aktuelle Finanzkrise hält nun schon über ein Jahr an und sorgt mit den jüngsten Ereignissen erneut für Schlagzeilen. Längst hat die Krise über die USA hinaus weltweit an den Finanzmärkten für Verwerfungen gesorgt und wirkt sich bereits auf die Realwirtschaft aus. Ein Begriff, der immer wieder im Zusammenhang mit der Finanzkrise fällt, ist der der Asset Backed Securities (ABS). Es handelt sich hierbei um ein komplexes Finanzierungsinstrument, das die aktuelle Krise mit verursacht hat. In diesem Beitrag sollen daher Funktionsweise und Rolle der ABS in der aktuellen Finanzkrise überblicksartig dargestellt werden.

#### Funktionsweise der ABS

ABS dienen nicht nur der Finanzierung, sondern bieten zudem die Möglichkeit eines Risikotransfers. Hierzu werden illiquide Vermögenswerte, wie z.B. Hypothekarkreditforderungen, zu einem Forderungsportfolio gebündelt und als Paket verkauft, so dass sich ein unmittelbarer Liquiditätsgewinn ergibt. Als Käufer fungiert eine neu gegründete Gesellschaft, die einzig den Zweck hat, die angekauften Forderungen durch die Emission von Wertpapieren in Form von Schuldverschreibungen zu refinanzieren (daher auch: Special Purpose Vehicle = Zweckgesellschaft). Der Emissionserlös wird als Kaufpreis an das die Forderungen verkaufende Unternehmen (sog. Originator) gezahlt, während die Wertpapiere durch die Zins- und Tilgungszahlungen der Schuldner aus dem Forderungsportfolio bedient werden. Daher rührt auch die Bezeichnung als „Asset Backed Securities“: Die begebenen Wertpapiere (securities) sind durch Vermögenswerte (asset) in Form von Forderungen besichert (backed). Dabei ist der Prozess der Verbriefung keine neuartige Erfindung, auch der schon in Preußen eingesetzte Pfandbrief ist eine Verbriefungstechnik, wobei sich diese beiden Finanzinstrumente aber trotz einiger Gemeinsamkeiten letztlich deutlich unterscheiden.

Die Zweckgesellschaft nimmt in der Transaktion eine zentrale Rolle ein, auch wenn diese oftmals ähnlich wie eine Briefkastenfirma kaum Personal bzw. Material aufweist und in steuerbegünstigten Jurisdiktionen liegt. Um eine Marktakzeptanz zu erreichen, benötigt eine ABS-Transaktion ein hohes Rating und 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 Zweckgesellschaft und Originator bestehen, weshalb die Zweckgesellschaft in der Regel von Sponsoren, d.h. 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. Die riskanteren Positionen werden zumeist von Investmentbanken und Hedgefonds, die sicheren Positionen z.B. von Banken, Pensions- und Investmentfonds gekauft. Nach dem Wasserfallprinzip werden die sichersten Tranchen zuerst, die riskantesten zuletzt bedient. Aufgrund weiterer Besicherungsmaßnahmen und -strukturen 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 aktuellen Finanzkrise

Nach dem Zusammenbruch der New Economy und den Terroranschlägen vom 11.9.2001 und der daraus folgenden Finanzkrise 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 nur aufgrund der ABS möglich war, da die Banken durch den Verkauf der Kredite frisches Kapital erhielten, das Kreditrisiko aus der Bilanz entfernt wurde und die nötige Eigenkapitalunterlegung erhalten blieb. Sog. Structured Investment Vehicles (SIV), Finanzierungszweckgesellschaften großer Banken, kauften diese ABS in großen Massen auf, bündelten sie erneut zu Portfolios und emittierten zur Refinanzierung eigene, kurz laufende ABS (sog. ABCP, Asset Backed Commercial Paper). Dieser Prozess wurde mehrfach wiederholt, so dass ABS zur Grundlage von ABS wurden, die wieder Grundlage von weiteren ABS wurden (sog. CDO, Collateralised Debt Obligations), bis irgendwann niemand mehr sagen konnte, was für Kredite eigentlich Grundlage der ABS waren. Es entstand eine Kette von ABS, die allerdings alle abhängig von der Performance der ursprünglichen Kredite waren, in denen auch 300 - 400 Mrd. US-Dollar an Subprime-Krediten steckten. Der Gewinn der SIV lag in der Zinsdifferenz der angekauften und emittierten ABS. Die Investoren derartiger Papiere verließen sich aufgrund der fehlenden Transparenz auf das Urteil der Ratingagenturen, die regelmäßig das höchste Rating ausgaben, selbst aber wohl die Strukturen nicht mehr durchschauten oder ignorierten. 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: Als erste waren die im großen Maß kreditfinanzierten Hedgefonds betroffen, sie hielten die riskantesten ABS-Tranchen. Die Hedgefonds mussten ihre Positionen abbauen und teilweise geschlossen werden. Ein Vertrauensverlust setzte ein, der ABS-Markt brach zusammen. Dies stellte die SIV vor das Problem, dass niemand mehr bereit war, ihre ABCP zu kaufen und die gehaltenen ABS aufgrund der Subprimeverluste täglich an Wert verloren. Den SIV waren von den sie kontrollierenden Banken und auch von anderen Banken umfangreiche Liquiditätshilfen zugesichert worden, deren Inanspruchnahme die entsprechenden Banken an den Rand der finanziellen Leistungsfähigkeit brachte, da die SIV Positionen in Milliardenhöhe aufgebaut hatten. Der Vertrauensverlust griff auf die Bankenbranche über, da niemand sagen konnte, wer welche Risiken in den Bilanzen hatte bzw. 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. Für auf dem ABS-Markt für US-Hypothekarkredite stark engagierte Banken bedeutete dies das Aus. Die SIV haben ihre Papiere weltweit verkauft, so dass sich die Krise über die Grenzen der USA hinaus ausweitete. 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.

### **Chancen und Risiken der ABS**

ABS bieten Banken, aber auch anderen Unternehmen, große Vorteile, insbesondere ermöglichen sie ein effektives Risiko- und Bilanzmanagement. So können z.B. sog. Klumpenrisiken, die durch vermehrte Kreditvergabe an einen bestimmten Wirtschaftssektor oder Kunden entstehen, vermieden oder verteilt werden. Insofern können ABS im Grundsatz einen Beitrag zur Stabilität des Finanzsystems leisten. Die Kehrseite liegt in der Anreizwirkung der ABS: 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, verlor die Bonitätsprüfung für sie an Bedeutung. Weiterhin führten die mehrfache Verbriefung und die komplexe Transaktionsstruktur zu einer Verschleierung der Risiken, so dass sich die Investoren auf die Ratingagenturen verließen, die ihrerseits jedoch versagten. Aktuell werden deshalb verschiedene Modelle der Regulierung der Verbriefungstechnik diskutiert, um dieser fatalen Anreizwirkung entgegenzuwirken.

#### Quellen:

- Jäger/Voigtländer (2008). Hintergründe und Lehren aus der Subprime-Krise. Abrufbar unter [http://www.tsi-gmbh.de/fileadmin/tsi\\_downloads/trends03\\_08\\_Hintergruende\\_und\\_Lehren\\_aus\\_der\\_Subprime-Krise.pdf](http://www.tsi-gmbh.de/fileadmin/tsi_downloads/trends03_08_Hintergruende_und_Lehren_aus_der_Subprime-Krise.pdf) [Stand: 16.10.2008].
- Hartmann-Wendels (2008). Asset Backed Securities und die internationale Finanzkrise. In: Das Wirtschaftsstudium S. 690 – 694.
- Hemmerich (2008). Vom US-Immobilienmarkt zur internationalen Finanzkrise. In: Das Wirtschaftsstudium, S. 514 – 520.
- Ricken (2008). Verbriefung von Krediten und Forderungen in Deutschland, Düsseldorf.
- Zeising (2007). Asset Backed Securities (ABS) – Grundlagen und neuere Entwicklungen. In: Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht, S. 311 – 317.