

# Das Revival der Asset Backed Securities

Johannes Bartels\*

31. August 2014

## 1 Kontext

Seit dem Ausbruch der Finanzkrise leiden besonders kleinere und mittlere Unternehmen, vor allem in Südeuropa, darunter, dass die europäischen Banken ihnen keine Kredite mehr vergeben. Daher liegt es im Interesse der Europäischen Union, deren ausreichende Versorgung mit Krediten zu gewährleisten. Die Vergabe von Zentralbankgeld an die Banken im Euroraum wird zwar nicht explizit an Vorgaben zu ihrer Verwendung vergeben, dennoch beklagen auch Mitglieder des EZB-Direktoriums, dass das billige Geld, welches den Banken zur Verfügung gestellt wird, nicht den kleinen und mittleren Unternehmen zugute kommt (s. [Mer13] oder [Pra13]). Bereits seit längerem unterstützt der Europäische Investitionsfonds (EIF) mit Hilfe von Asset Backed Securities die Kreditvergabe an den Banken vorbei an die betroffenen Unternehmen, indem er Bürgschaften für spezielle Kreditportfolien von Banken übernimmt, welche im Rahmen der Emission von ABS diese Portfolien aus den Bilanzen nehmen und somit die darin enthaltenen Risiken in den unregulierten Schattenbanksektor verlagern (s. [Eur13], Seite 34).

Ziel dieses Artikels ist es nicht, die Notwendigkeit von Krediten an kleinere und mittlere Unternehmen zu beleuchten: Ob angesichts der hohen Arbeitslosigkeit in Südeuropa Aufträge in ausreichendem Masse vorhanden sind, damit Kredite an kleine und mittlere Unternehmen sinnvoll genutzt werden können, ist fraglich. Im Hinblick auf die zahlreichen Fehlinvestitionen der Vergangenheit - z.B. im spanischen Immobilienmarkt - müsste auch allgemein erörtert werden, welche Investitionen gefördert werden sollen.

## 2 Asset Backed Securities

Unter Asset Backed Securities (ABS) werden Wertpapiere (securities) verstanden, welche durch unverbriefte Forderungen (assets) gedeckt (backed) und gesichert sind. Diese Forderungen werden durch eine Zweckgesellschaft (Special Purpose Vehicle), welche ausschließlich zum Zweck des Verkaufs von ABS gegründet wird, in der Regel von Banken

---

\*Der Beitrag gibt ausschließlich die persönliche Meinung des Verfassers wieder. J. Bartels, Bonn, E-Mail: bartels@mathi.uni-heidelberg.de

erworben. Dieses Vehikel bündelt zu einem oder mehrere Wertpapiere (Verbriefung) und emittiert diese an Investoren. Die Rückzahlung der Wertpapiere geschieht dann gemäß einer Wasserfallstruktur: Die einzelnen Investoren werden nicht gleichmäßig mit den Kreditrückzahlungen bedient, sondern der Reihe nach. Somit trägt der Investor, welcher als letztes bedient wird, das höchste Ausfallrisiko und erhält i.d.R. hierfür die höchsten Zinszahlungen als Gegenleistung. Diese Wertpapiere gehören zu den komplexesten Finanzprodukten am Markt. Es gibt sie erst seit den 80-er Jahren.

## **3 Abwägungen**

### **3.1 Vorteile**

Durch diese Form der Kreditfinanzierung wird für Kreditnehmer eine neue Möglichkeit geschaffen, Kredite zu erhalten. Aus Investorensicht zeichnet sie sich dadurch aus, dass die Investitionen stark diversifiziert werden. Dies hat im Prinzip zur Folge, dass das Ausfallrisiko verringert wird.

Lt. einer Studie der Bank of England und der Europäischen Zentralbank [Ban14] kommt der Transfer des Risikos aus dem Bankensektor heraus der Realwirtschaft zugute: Durch das Weiterreichen von Krediten, welche an die Realwirtschaft vergeben wurden, an Special Purpose Vehicles reduzieren sich die Eigenkapitalanforderungen der Banken. Somit werden neue Kredite an die Realwirtschaft ermöglicht.

Ferner wird institutionellen Anlegern, insbesondere Versicherungen und Altersvorsorgeeinrichtungen, die Diversifizierung ihres Anlageportfolios erleichtert. Diese Diversifizierung geschieht hinsichtlich der Laufzeit, der Emittenten und der Währung (s. [Ban14]).

Die Schaffung eines liquiden Sekundärmarkts für ABS erleichtert die Nutzung von ABS als Sicherheiten für Kredite und durch die Bündelung von Forderungen entsteht die Möglichkeit, schwer verkäufliche Kredite weiterzuverkaufen (s. [Ban14]).

### **3.2 Nachteile**

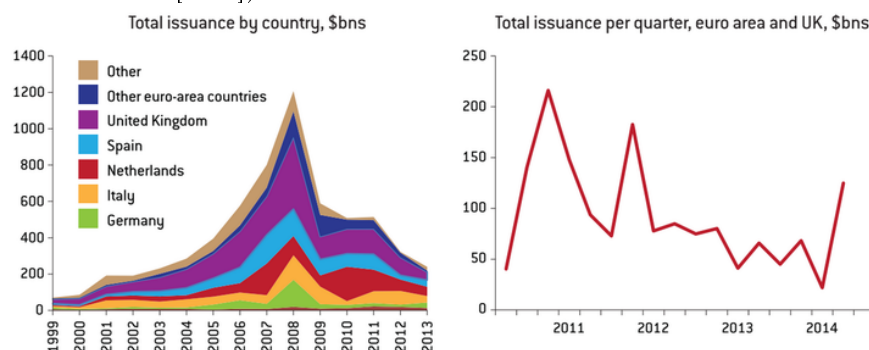
Da das Risiko nicht bei dem Institut verbleibt, welches ihn vergibt, ist es schwer, für diese Kreditvergabe hohe Standards durchzusetzen: Die Haftung für ggf. mangelhafte Bonitätsprüfungen wird an andere weitergereicht. Somit dürfte die Weitergabe des Kreditrisikos auch die Kreditvergabe an überschuldete Kreditnehmer erleichtern, die unter normalen Bedingungen niemals einen Kredit erhalten hätten.

Im Gegensatz zu normalen Kreditportfolien sind die einer ABS inhärenten Risiken aus finanzmathematischer Sicht nicht vollständig erfassbar.

## **4 Lage des europäischen Verbriefungsmarkts**

Die Entwicklung des europäischen Verbriefungsmarkts wird durch die folgende Grafik in Abbildung 1 veranschaulicht.

Abbildung 1: Neuemissionen im Europäischen ABS-Markt, 1999-2013 (2014Q2) (s. [IS14])



Erkennbar ist, dass die Emissionen am Verbriefungsmarkt in den Jahren der Finanzkrise ihren Höhepunkt erreicht haben. Während das Emissionsvolumen bis dahin stets zugenommen hatte, geht es seither kontinuierlich zurück.

## 5 Vorstöße der Europäischen Zentralbank

Im Verbund mit der Bank of England werden in [Ban14] u.a. folgende Forderungen gestellt:

1. Transparente, standardisierte und risikoarme ABS.
2. Ein stabiler Verbriefungsmarkt.
3. Einrichtung eines liquiden Sekundärmarkts für Asset Backed Securities.
4. Größere Angebotsvielfalt der Banken für Investoren durch maßgeschneiderte Verbriefungen.
5. Vermehrte Kreditvergabe durch Nicht-Banken.

Diesen Zielen stehen u.a. folgende Hindernisse im Weg:

1. Ein „Stigma“, welches den ABS infolge der Finanzkrise anhaftet.
2. Regulierung der zahlreichen Sektoren des Finanzmarkts.
3. Unsicherheit künftiger Eigenkapital- und Regulierungsvorschriften für Verbriefungen.
4. Mangel an verfügbaren Daten über ABS.
5. Vorschriften über Ratings von Verbriefungen, die ein Bestrating nicht mehr zulassen.

## 6 Probleme und Einschätzung

Die Informationsasymmetrie zwischen Kreditgeber (i.d.R. eine Bank) und Investor ist nicht zu beseitigen, da der Kreditgeber stets über bessere Informationen über die Bonität der Schuldner verfügt.

Finanzmathematisch sind ABS nicht exakt modellierbar. Welche Fehler bei den Näherungsverfahren zur Ermittlung der Risiken gemacht werden, ist daher unbekannt. Diese Modellunsicherheit macht es unmöglich, diese Finanzprodukte durch mehr Transparenz und Normierung einigermaßen sicher zu gestalten. Daher ist absehbar, dass die Wiederbelebung des ABS-Marktes die Gefahr einer Wiederkehr der Krise nicht mildert, sondern vergrößert.

Die Verlagerung von Kreditrisiken in den unregulierten Schattenbanksektor verringert die Risiken nicht, sondern verschiebt sie nur. Außerdem kommen neue Risiken hinzu: Der Kreditvergabeprozess verliert in der Regel an Qualität, wenn die Risiken nicht bei den Banken gehalten werden, welche die Kredite vergeben.

Wie die EZB ausführt, haben ABS ein „Stigma“, welches Investoren davon abhält, sie zu kaufen. Dies liegt daran, dass ABS - vor allem in Form von mortgage backed securities - Hauptursache für die Finanzkrise von 2007/08 gewesen ist. Vertrauen beruht jedoch mehr auf Erfahrungen als auf Werbung. Ist es einmal zerstört, kommt es so schnell nicht wieder. Dies lässt sich nicht durch Werbung rückgängig machen.

Ob durch die Wiederbelebung des ABS-Marktes die richtigen Lehren aus der Finanzkrise gezogen werden, ist zweifelhaft. Es ist unverständlich, dass die EZB die Akteure und potentiellen Akteure des ABS-Marktes unverhohlen dazu aufruft, hinderliche Regulierungen zu benennen um sie anschließend infrage stellen und beseitigen zu können. Dies konterkariert die Anstrengungen und spürbarsten Errungenschaften der Regulierer im Nachgang der Finanzkrise. Insbesondere werden die Beschränkungen für Segmente des Finanzsektors torpediert, welche sich in der Krise durch bessere (d.h. schärfere) Regulierung als weniger anfällig und gefährdet erwiesen haben. Anstatt sich deren Regelwerke zum Vorbild für einen Neuanfang nach der Krise zu nehmen, wird erneut der Liberalisierung der Märkte in unverantwortlicher Weise das Wort geredet.

Werden die geforderten Maßnahmen umgesetzt, werden daher neue Probleme geschaffen anstatt alte zu beseitigen.

## 7 Schlußfolgerungen

Unter dem Vorwand, kleinere und mittlere Unternehmen unterstützen zu wollen, redet die EZB einer weiteren Liberalisierung der Märkte das Wort. Dies darf nicht geschehen.

Die bisher gewährten staatlichen Subventionen reichen offenbar nicht aus, um die großen Problembanken zu sanieren. Anstatt hinsichtlich der Solvenz der europäischen Banken reinen Wein einzuschenken und die notwendigen Konsequenzen zu ziehen, werden kampfhaft Wege gesucht, die Banken zu entschulden und deren Risiken an Dritte weiterzureichen. Das ist Realitätsverweigerung. Der Transfer von Risiken in den deregulierten Schattenbanksektor ist unvernünftig und schadet mittelfristig der europäischen

Wirtschaft.

Außerdem darf nicht zugelassen werden, dass die Altersvorsorgeeinrichtungen und Versicherungen die Zechen für Schrottkredite der Banken zahlen müssen.

Es ist nicht Aufgabe der Europäischen Union, den Finanzmarkt zu beleben. Lebhaftige Finanzmärkte sind kein Selbstzweck, sondern lediglich Mittel zum Zweck. Es muss die Frage nach dem Sinn bestimmter Märkte - wie z.B. des ABS-Markts - gestellt werden. Und: ob sie durch die staatlichen Behörden in sinnvoller Weise kontrolliert werden können.

Die bereits erzielten „Erfolge“ bei der Regulierung sowohl von Banken als auch Versicherungen - in Form von reduzierten Eigenkapitalanforderungen - müssen rückgängig gemacht werden. Die Finanzkrise hat gezeigt: nicht die komplexe und „risikogerechte“ Regulierung der Banken macht die Märkte robuster, sondern die konservativen, „pauschalen“ Vorschriften, wie sie z.B. im europäischen Versicherungsmarkt vorwiegend noch eingesetzt werden.

Sollte die Belebung der Wirtschaft in Südeuropa von der Vergabe von Krediten an kleine und mittlere Unternehmen vielversprechend sein, müssen andere Wege gefunden werden. Die weitere Liberalisierung von Märkten mit zweifelhaftem Nutzen für die Volkswirtschaft ist hierzu der falsche Weg.

## Literatur

- [Ban14] Bank of England and European Central Bank. The case for a better functioning securitisation market in the European Union. *A Discussion Paper*, pages 1–28, May 2014.
- [Eur13] European Investment Fund. SME Loan Securitisation 2.0 Market Assessment and Policy Options. *Working Paper 2013/19*, pages 1–52, 2013.
- [IS14] Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA). Europe Finance Issuance and Outstanding. *Homepage der SIFMA*, 2014.
- [Mer13] Yves Mersch. SMEs, Banking Union, and securitisation - exploring the nexus. *keynote speech*, 13 November 2013.
- [Pra13] Peter Praet. Transition of the financial system in the wake of the financial crisis. *Speech*, 13 February 2013.