

AUS DER KAPITALMARKTFORSCHUNG

Was schief lief bei der Strukturierung von Subprime-MBS und CDO

Prinzip funktionierte nur bei steigenden Häuserpreisen – Düstere Aussichten am US-Häusermarkt

Von Johannes Auer*

Börsen-Zeitung, 9.7.2009

Der Markt für den Handel mit verbrieften Subprime-Krediten ist austrocknet, wodurch Banken gezwungen sind, ihr Volumen an toxischen Wertpapieren in der Bilanz zu halten. Dies schränkt ihre Geschäftstätigkeit stark ein. US-Finanzminister Geithner stellte für den amerikanischen Markt einen Plan zur Veräußerung illiquider Wertpapiere vor. Bei den Papieren handelt es sich in zwischen nicht nur um Subprime-Kredite, sondern auch um Anleihen und Verbriefungsprodukte von andersartigen Forderungen, wie zum Beispiel Studentenkredite oder Kreditkartenverbindlichkeiten. Auslöser der Banken- und Finanzkrise war jedoch der Zusammenbruch des US-Immobilienmarktes für Subprime-Kredite. Derartige Kredite sind gekennzeichnet durch eine geringe Kreditwürdigkeit der Kreditnehmer. Im Rahmen der Verbriefung wurden diese Kredite in Hypotheken-Pools zusammengefasst und anschließend in Wertpapiere unterschiedlicher Rendite- und Risikoklassen (Mortgage Backed Securities, MBS) strukturiert.

Der Plan der US-Regierung sieht vor, dass private Investoren unter Inanspruchnahme staatlicher Subventionen diese toxischen Wertpapiere im Rahmen eines Auktionsverfahrens aufkaufen. Der Einlagestiftungsfonds Federal Deposit Insurance Corp (FDIC) übernimmt im Fall eines Ausfalls den Großteil der Verluste, wohingegen die privaten Investoren nur ein geringes Risiko tragen und damit Gewinne auf Kosten des Staates erzielen können. Was sind letztendlich die Produkte, für deren Risiken der Staat eintritt? Und welche Produktstruktur und welches Risikoprofil liegen den verbrieften Subprime-Krediten zugrunde?

Geringerer Eigenkapitalanteil

Das Kreditvergabevolumen für Subprime-Kredite ist in den vergangenen Jahren stark angestiegen. Durchschnittlich wuchs dieser Markt mit 26% jährlich. Die globale Auswirkung der Krise ist primär jedoch auf die Verbriefung von Subprime-Krediten zurückzuführen: 75% des Vergabevolumens wurden 2006 verbrieft, 2001 lag der Anteil noch bei 46%. Damit ist ein Viertel des emittierten Wertpapiervolumens des gesamten Hausbaukreditmarktes in 2006 auf Subprime-Kredite zurückzuführen. Diese Zahlen deuten auf ein immenses Subprime-MBS-Volumen in den Bilanzen der Banken.

Neben dem Volumen hat auch das Risikoprofil von verbrieften Subprime-Krediten zugenommen. Das Verhältnis ausstehender Kredite zum Beleihungswert einer Immobilie ist angestiegen. Im Umkehrschluss bedeutet dies, dass der Eigenkapitalanteil abnahm. Sinkende Immobilienpreise in Kombination mit einem geringen Eigenkapitalanteil führen zu einem abnehmenden Anreiz hinsichtlich der Bedienung des

Schuldendienstes. Hinzu kam, dass Immobilien teilweise zweifach beliehen wurden, wobei der Anteil an Zweitkrediten, der dem Kreditgeber des ersten Kredits nicht offengelegt wird, zunahm. Auch erfolgte in der Boomzeit der Kreditvergabe oftmals keine präzise Einkommensoffenlegung. Die Gründe, weshalb diese Kreditnehmer trotz ihrer geringen Bonität und eines teilweise nicht offengelegten Einkommens Kredite mit einem geringen Eigenkapitalanteil erhalten haben, sind primär auf Anreizverzerrungen im Verbriefungsprozess zurückzuführen.

Zahlungsschocks

Subprime-Hypothekendarlehen wurden von Kreditgebern mit unterschiedlichen Verzinsungsoptionen angeboten. Neben einer fixen Verzinsung (Fixed Rate Mortgage, FRM) über die gesamte Laufzeit und einer flexiblen Verzinsung (Adjustable Rate Mortgage, ARM) dominieren hybride Verzinsungsformen den Subprime-Markt. Hybride Verzinsungsformen stellen eine Kombination aus FRM und ARM dar. Ein flexibler Zinssatz im Rahmen einer ARM setzt sich aus einer über die Laufzeit des Kredits fixen Marge und einem Index zusammen. Die Anpassung der Zinssätze ist dabei durch Zinsdeckel begrenzt. Eine Kombination von Zinsdeckel und ARM kann zu negativer Amortisation, d. h. zu einem Anstieg des Kreditvolumens, führen.

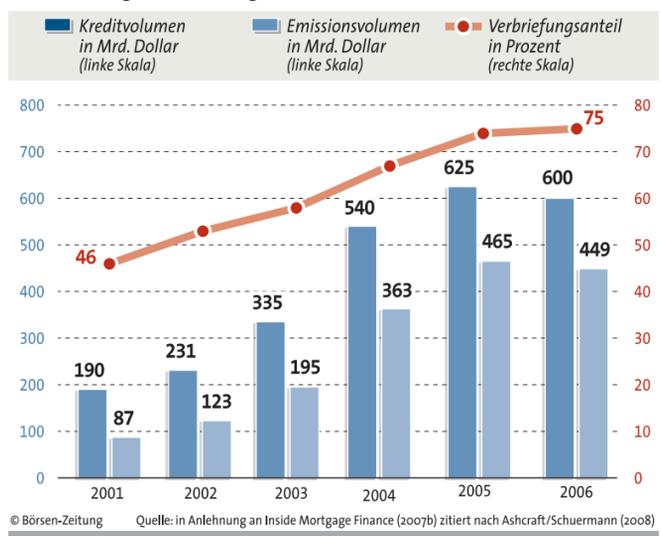
Dies bedeutet, dass aufgrund von Zinsdeckeln steigende Zinszahlungen nicht vollständig abgegolten werden können und diese dem ausstehenden Kreditbetrag hinzuge-rechnet werden. Die häufigste Verzinsungsform am Subprime-Markt ist die sogenannte 2/28 ARM mit einem Anteil von rund 69% 2006. Hierbei handelt es sich um einen Kredit mit 30-jähriger Laufzeit, bei dem die ersten beiden Jahre fest und die restlichen 28 Jahre flexibel verzinst werden. Der anfängliche Zins lag bei der hybriden Verzinsung meist unter dem marktüblichen Zins und erweckte damit eine auf den ersten Blick günstige Hypothekenfinanzierung. Subprime-Kredite können darüber hinaus mit einer Interest-only-Option ausgestattet sein, d. h., dass während der Interest-only-Periode lediglich Zinsen gezahlt werden und erst danach Tilgungszahlungen einsetzen. Eine weitere Option besteht hinsichtlich der Bestimmung von Tilgungszahlungen. Kredite mit 30-jähriger Laufzeit können auf Basis einer 40-jährigen Amortisation getilgt werden; neben einem höheren Zinseffekt führt dies zu einer relativ hohen Ballonzahlung am Ende der Laufzeit.

Beginnend im Jahr 2005 wurde insbesondere 2006 verstärkt auf das Konzept der 40-jährigen Amortisation zurückgegriffen. Die genannten Optionen erwecken den Eindruck, dass durch niedrige Zinsen, eine niedrige oder nicht vorhandene Tilgungsverpflichtung zu Laufzeitbeginn eine günstige Finanzierung vorliegt, die die Attraktivität dieser Kredite erhöhen sollte. Bei steigenden

Hauspreisen war eine Refinanzierung der erhöhten Tilgungsverpflichtungen möglich. Aber nur bei steigenden Hauspreisen! Der Risikogehalt der Wertpapiere wird insbesondere durch die hohe Abhängigkeit von der Zinsentwicklung beein-

Emittent gibt über den Verkauf der strukturierten Produkte das Risiko an Investoren weiter. Allen unmittelbar in den Verbriefungsprozess involvierten Parteien war daran gelegen, Vergabe- wie Verbriefungsvolumen von Subprime-Krediten zu erhöhen.

Verbriefungsanteil steigt, Standards sinken



flusst. Flexible Verzinsungen erhöhen bei steigenden Zinsen das Risiko von Zahlungsschocks und haben aufgrund ihrer Dominanz im Subprime-Markt wesentliche Auswirkungen auf die Wertentwicklung von MBS. Zahlungsverzögerungen und -ausfälle bei Subprime-Krediten des Jahrgangs 2006 und früher sind insbesondere bei ARM festzustellen. Die Methodik, kreditstarken Personen derartige Verzinsungsoptionen anzubieten und sie damit einem hohen Zinsrisiko auszusetzen, ist äußerst fragwürdig. Es ist ebenso anzunehmen, dass Subprime-Kreditnehmer sich der Risiken einer flexiblen Verzinsung nicht unmittelbar bewusst waren.

Anreizverzerrungen

Das gestiegene Subprime-MBS-Volumen ging mit gravierenden Anreizverzerrungen im Verbriefungsprozess einher. Beispielhaft sei auf das Verhältnis von Kreditgeber und Emittent verwiesen. Ersterer vergibt Subprime-Kredite und verkauft diese an einen Emittenten, zumeist eine Investmentbank. Ihre Einnahmen erzielen Kreditgeber durch Gebühren bei der Kreditvergabe sowie durch Prämien bei Weiterverkauf der Kredite. Diese Entlohnung stellt für den Kreditgeber insofern einen starken Anreiz zur Kreditvergabe dar, als er bei Weiterverkauf der Kredite weder Eigenkapital zu hinterlegen hat noch Risiken in den Büchern hält. Durch diesen Kreditrisikotransfer verliert der Kreditgeber den Anreiz zu einem umfassenden Monitoring des Kreditnehmers, welches aufgrund von Informationsasymmetrie und der geringen Bonität der Subprime-Kreditnehmer notwendig wäre. Auch der

Die Gebühren nahmen mit steigenden Volumen zu, und Risiken wurden weitergegeben.

Ratingagenturen sind von entscheidender Bedeutung im Verbriefungsprozess, da sie eine Bewertung der unterschiedlichen MBS hinsichtlich Kreditrisiko und Strukturierung der Transaktion vornehmen. Aufgrund von Informationsasymmetrie und hoher Komplexität verbrieft Produkte stützen sich Investitionsentscheidungen der Investoren primär auf Ratings, die jedoch lediglich das Bonitäts- und nicht das Marktpreis- und Liquiditätsrisiko beurteilen. Privatwirtschaftliche Ratingagenturen werden von Emittenten vergütet, für die ein Anreiz darin besteht, MBS hoher Qualitätsstandards attestiert zu bekommen. Aufgrund solcher Abhängigkeiten kann es zu Interessenkonflikten kommen. Trotz ihrer bedeutenden Rolle werden Ratingagenturen bislang nicht reguliert.

Hohes systemisches Risiko

Der Emittent, der den Forderungspool aufkauft, strukturiert diesen und emittiert die Subprime-MBS. Eine derartige Strukturierung erfolgt durch Tranchierung, d. h. durch eine Einteilung des Forderungspools in Schichten unterschiedlicher Ausfallrisiken. Wesentliches Konzept der Tranchierung ist das der Nachrangigkeit. Die Grobstruktur einer MBS setzt sich aus Senior-, Mezzanine- und Eigenkapital-Tranche zusammen, die sich anhand ihres Volumens, Ratings sowie Rendite- und Risikoprofils unterscheiden. Der Großteil einer Subprime-MBS entfällt auf die Senior-Tranche. Durch das Konzept der Nachrangig-

keit wird eine Reihenfolge bestimmt, in der die Tranchen Zahlungsausfälle, die aus dem zugrunde liegenden Kreditpool entstehen, zu übernehmen haben. Die Eigenkapital-Tranche trägt als nachrangigste Tranche das höchste Ausfallrisiko, da Erstverluste zunächst auf diese verteilt werden. Übersteigen die Kreditausfälle das Volumen der Eigenkapital-Tranche, so ist die Mezzanine-Tranche betroffen. Erst wenn diese beiden Tranchen die Ausfälle nicht mehr absorbieren können, wird die Senior-Tranche belastet. Entsprechend dem Rendite-Risiko-Konzept werden MBS der Eigenkapital-Tranche am höchsten verzinst, gefolgt von Papieren der Mezzanine-Tranche und abschließend der Senior-Tranche.

Einzelne Kreditausfälle hätten aufgrund der vorgenommenen Strukturierung keine unmittelbaren Auswirkungen auf die Senior-Tranche. Insofern reduziert sich das Risiko der Senior-Tranche auf das Risiko einer Systemkrise, wie plötzlich steigende Zinsen oder fallende Hauspreise. Bei einer derartigen Krise kommt es, bedingt durch die geringe Bonität der Kreditnehmer, bei der Mehrheit der Kredite zu gleichzeitigen Zahlungsausfällen und -verzögerungen. Hieraus resultiert das Argument, dass die Senior-Tranche nicht innerhalb des Finanzsystems gehalten werden sollte, um es vor systematischen Schocks zu schützen. Jedoch sind Banken und von ihnen gesponserte Zweckgesellschaften bedeutende Investoren der Senior-Tranche, womit ein Großteil des systematischen Risikos im Bankensektor verblieb.

Die Konsequenz ist nun, dass diese illiquiden Wertpapiere zu Buchwerten in den Bankbilanzen stehen, zu denen Investoren nicht bereit sind zu kaufen. Ein Verkauf unter Buchwert würde zu zusätzlichen Abschreibungen führen und die Kapitalbasis weiter belasten. Die Eigenkapital-Tranche bietet als riskanteste Tranche den größten Anlass zur Überwachung. Aus diesem Grund und um dem Markt die Qualität der MBS zu signalisieren, sollte der Emittent diese Erstverlust-Tranche einbehalten. Im Widerspruch zu dieser Signalsetzung und zum Kontrollanreiz des Emittenten erfolgte jedoch zumeist ein Weiterverkauf dieser riskanten Tranche.

Der Verbriefungsprozess stoppte an dieser Stelle nicht. Es kam zu einer weiteren Verbriefung bereits verbrieft Subprime-MBS und damit zu einer erhöhten Komplexität. Die dabei entstandenen Wertpapiere fallen unter die Kategorie der Collateralized Debt Obligations (CDO). Hierbei wurden insbesondere Mezzanine-Tranchen isoliert und erneut strukturiert, so dass hieraus größtenteils „AAA“ bewertete Tranchen entstanden. In Abhängigkeit der zugrunde liegenden Vermögenswerte kann zwischen hochwertigen und Mezzanine-CDO unterschieden werden.

Mezzanine-CDO sind überwiegend in Subprime-MBS investiert und somit hinsichtlich der Aktiva risikoreicher als hochwertige CDO. Un-

ter günstigen Wirtschaftsbedingungen ist die Rendite von CDO ähnlich derjenigen der zugrunde liegenden MBS. Im Falle ungünstiger Wirtschaftsbedingungen zeigt sich, dass insbesondere Mezzanine-Tranchen einem „Alles-oder-nichts-Effekt“ ausgesetzt sind, d. h., unter den meisten Bedingungen wird eine positive Rendite erzielt, jedoch erleiden Inhaber im Falle ausgeprägter systematischer Schocks einen erheblichen Verlust. Trotz der komplexen Struktur von CDO hat sich deren Volumen zwischen 2005 und 2007 etwa verdreifacht. Bis 2005 basierten CDO primär auf sogenannten Cash Securities, d. h. auf tatsächlich erworbenen Wertpapieren. Ab 2005 nahm der synthetische Anteil an CDO zu.

Im Falle von Zahlungsausfällen und -verzögerungen aus dem zugrunde liegenden Pool ist die Priorität der CDO-Tranche gegenüber den anderen Tranchen sowie das Vorhandensein externer Besicherungsformen wie Credit Default Swaps (CDS) entscheidend. Die Absicherung einzelner Tranchen durch CDS führte zu einer verstärkten Abhängigkeit zwischen den absichernden Parteien und verteilte das Risiko in der Finanzbranche. Der Versicherungsriese AIG hat sich auf Absicherungsgeschäfte per CDS konzentriert und damit Milliardenverluste erlitten. Die entstandenen Verstrickungen würden bei Insolvenz eines systemrelevanten Instituts zu einem Kollaps des Finanzsektors führen. AIG ist ein systemrelevantes Institut und wurde daher durch staatliche Hilfsaktionen gestützt.

Zwangsvollstreckungen

Wie beschrieben sind die teils hochriskanten Kreditverbriefungen komplex, im weltweiten Finanzsystem verteilt und bedauerlicherweise illiquide. Ist eine Aufwertung der Wertpapiere durch eine Erholung des US-Hausbaumarktes zu erwarten? Positive Tendenzen sind nicht zu erkennen. Die Hauspreise fallen weiter, so dass nach Schätzungen ein Fünftel der hypothekarisch gesicherten Kredite den Wert der jeweiligen Immobilie übersteigt. Die Hypothekenzinsen sind zwar niedrig, jedoch gibt es dennoch zahlreiche Zwangsvollstreckungen.

Eine steigende Arbeitslosigkeit wird zu weiteren Zahlungsverzügen bei der Bedienung des Schuldendienstes führen. Die Aussichten sind also negativ. Um sicherzustellen, dass Banken ihrer Geschäftstätigkeit, nämlich insbesondere der Kreditvergabe, nachkommen, müssen die Bilanzen dieser Institute von toxischen Wertpapieren bereinigt werden. Andernfalls ist eine weitere Ausbreitung der Krise auf die Realwirtschaft zu befürchten. Das durch die amerikanische Regierung vorgeschlagene Subventionierungskonzept fauler Wertpapiere verteilt die Risiken einseitig zugunsten des Staates.

* Johannes Auer ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut für Finanzierung an der Humboldt-Universität zu Berlin.

WM Seminare Partnerprogramm

WM Seminare organisiert unter den eingeführten Marken

Börsen-Zeitung und WERTPAPIER-MITTEILUNGEN

Seminare und Tagungen im Themenbereich Bank- und Kapitalmarkt.

Ein Schwerpunkt ist die juristische und bankbetriebliche Durchdringung dieser Thematiken.



Bei unseren Veranstaltungen sprechen namhafte Referenten vor 20 bis 500 hochqualifizierten Entscheidern.

Nutzen Sie diese interessanten Veranstaltungen für Ihr Marketing - werden Sie unser Partner!

Eine aktuelle Übersicht finden Sie unter

www.wm-seminare.de