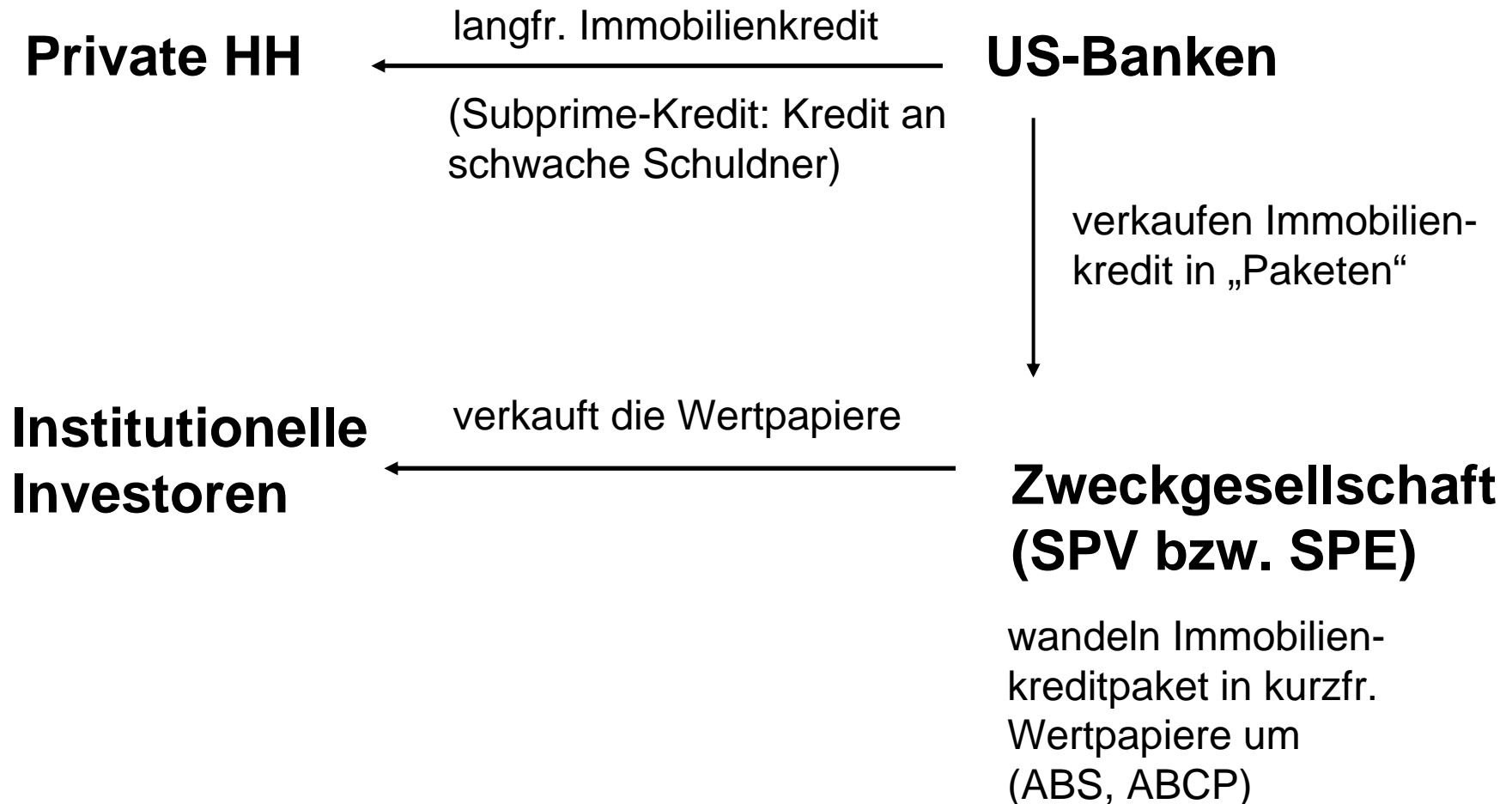


Wie kam es zur Subprime-Krise, und wie gerieten Banken in Schieflage?

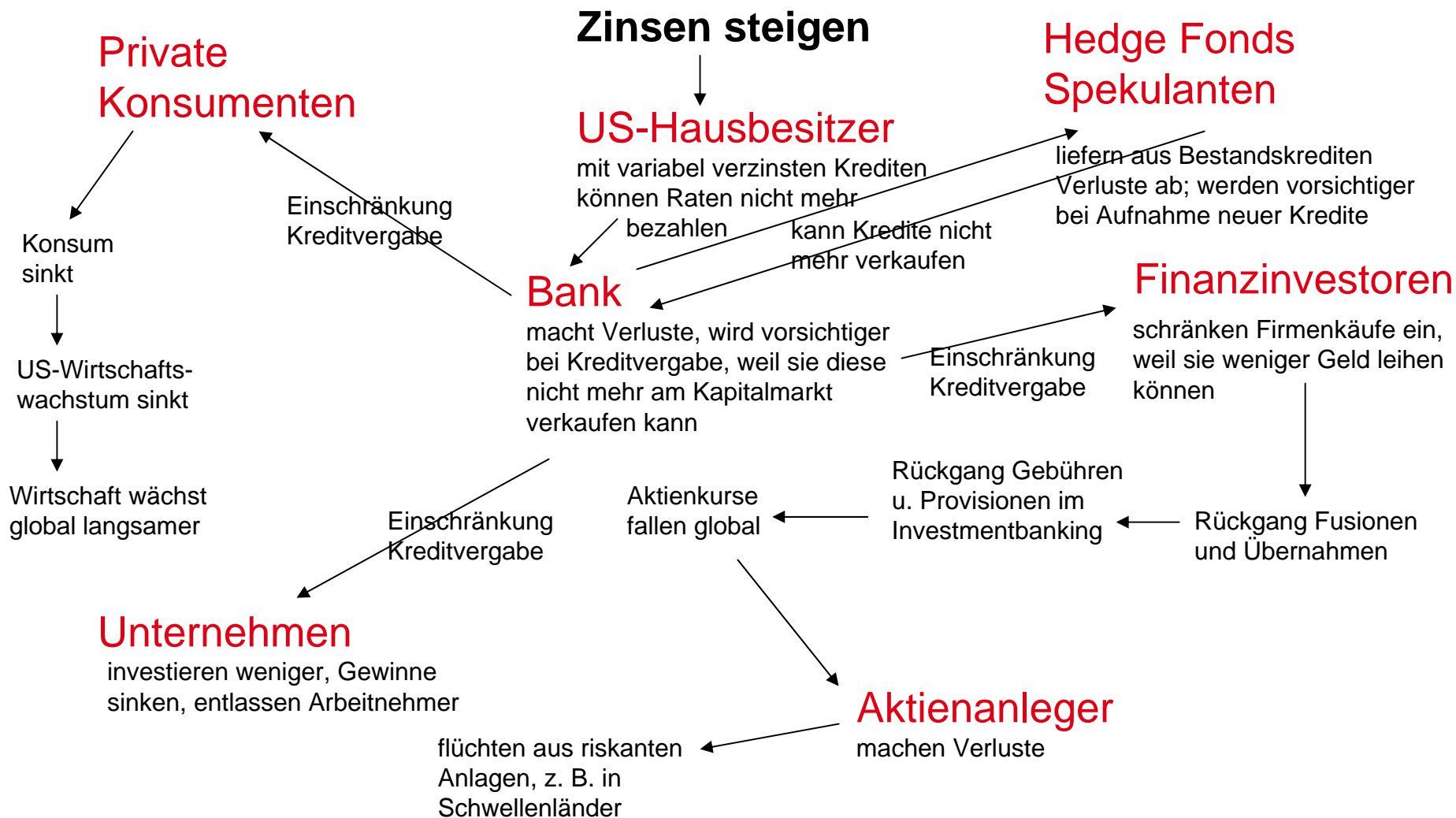
Ursachen und Schlussfolgerungen für die Praxis
am Beispiel der IKB Deutsche Industriebank AG

Stand: 9/2008

Die US-Subprime-Krise



Die Subprime-Krise im „Überblick“



Ursachen der Subprime-Krise (1)

- **Mangelnde Transparenz**
 - ⇒ ... bei Kriterien und Modellen der Kreditbeurteilung von Rating-Agenturen
 - ⇒ ... Finanzinnovationen: Neu und oft schwer zu durchschauen (MBS, CDO, CDO², CDO³, CDS, ...)
 - ⇒ ... Verkauf verbrieftter Kredite an nicht regulierte Akteure, wie Hedgefonds
- **„Originate-and-distribute“-Politik amerikanischer Hypothekenbanken**
 - ⇒ Kredite kreieren, verbriefen, am Kapitalmarkt verkaufen
- **Niedrige Zinsen**

Ursachen der Subprime-Krise (2)

- **Fehleinschätzung der Marktentwicklung**
 - ⇒ **Stetig steigende Marktwerte der Immobilien?**

- **Verbriefungs-“Manie“**
 - ⇒ **Informationsasymmetrien zw. Originator - Endinvestor**
 - ⇒ **Ausplatzierung des Risikos und synthetische Verbriefung fördern Risikoneigung**

- **Schaffung von mehr AAA-gerateten Krediten, als AAA-geratetes Vermögen (Forderungen) am Markt war**
 - ⇒ **Tranchen bekamen z. T. nur deshalb gute Ratings, weil sie zusätzlich über Bondversicherer („Monoliner“) abgesichert waren**

Ursachen der Subprime-Krise (3)

- Bei der Kreditvergabe verlassen sich Banken zu stark auf das Urteil von Rating-Agenturen
- Spezialisierte Hedgefonds agieren als Kredit-Versicherer
 - ⇒ Credit Default Swap (CDS): überträgt Kredit-Ausfallrisiko an Vertragspartner gegen Zahlung einer Prämie
 - ⇒ Qualität der Versicherung ist zweifelhaft, wenn der Hedgefonds den Geschäftspartner nicht kennt
- Staatliche Forcierung der Hypothekenkreditvergabe in den USA durch halbstaatliche Fannie Mae und Freddie Mac
 - ⇒ Günstige Kredite: Instrument zur Wählergewinnung
 - ⇒ Profitabel für Investmentbanken: Bündelung der Wohnungsbauhypotheken und Weiterverkauf als Anleihe

42,6 Billionen \$

Vermögen der US-Haushalte
Geschätztes CDS-Volumen

Quelle: George Soros, The new paradigm for financial Markets, S. xix, Public Affairs, 2008

Die Ursachen der Subprime-Krise

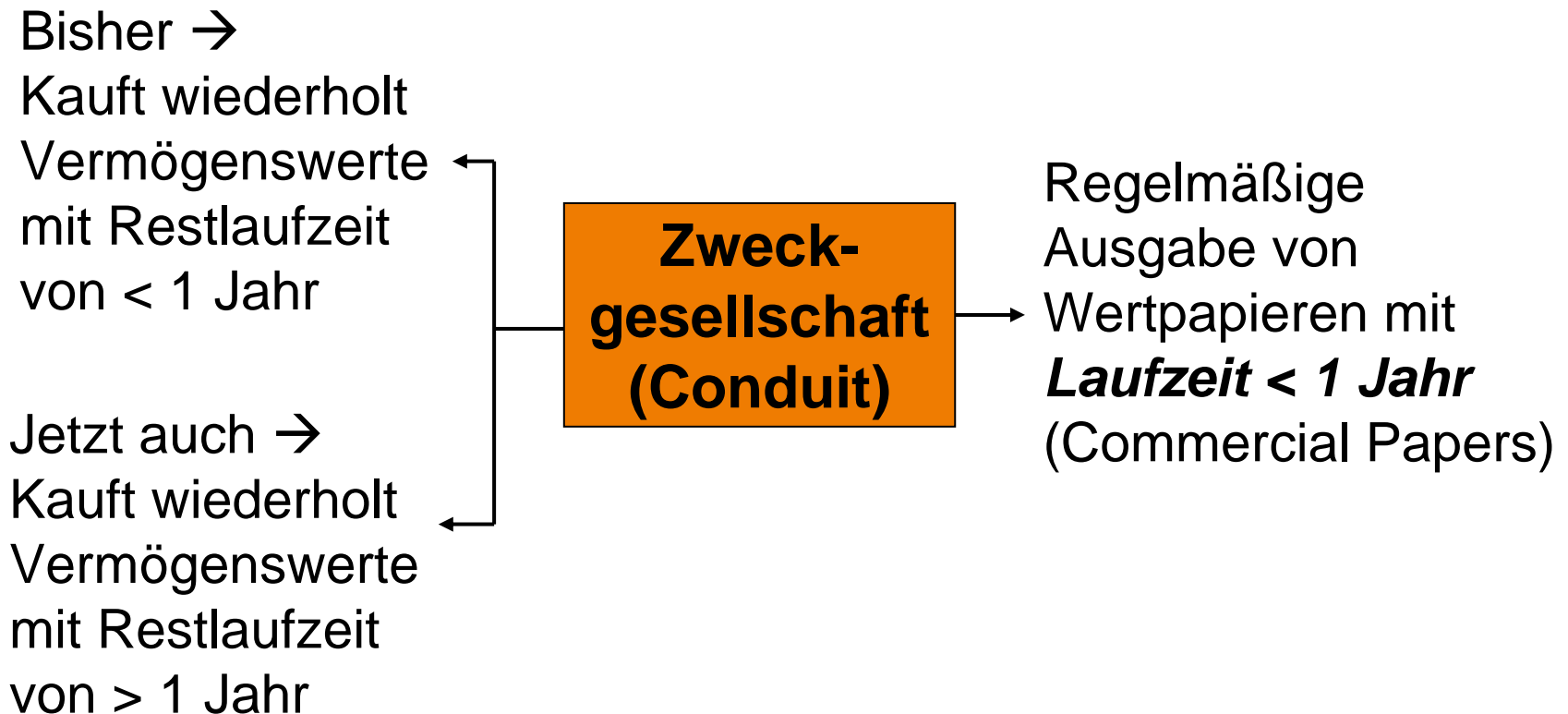
- **Risikotransfer von Banken, die ihre Kunden kannten, hin zu Kapitalmarktinvestoren ohne direkte Kundenverbindung**
- **Risikoreiche Kreditvergabepolitik**
 - ⇒ **Aufgeweichte Kreditvergabestandards („covenants light“)**
 - ⇒ **Kredite an bonitätsschwache Schuldner („suprime mortgages“), „Ninja loans“ – no job, no income, no assets**
 - ⇒ **Variable Kreditzinsen (adjustable rate mortgages, „ARM“)**
 - ⇒ **Niedrige Anfangsraten unter Marktniveau („teaser rates“)**
 - ⇒ **Provisionsbasiertes System von der Kreditvergabe über die Verbriefung bis zur Platzierung am Kapitalmarkt**
 - ⇒ **Aggressiver Vertrieb, Betrug (Fälschung Selbstauskünfte)**

Warum verkaufen Banken ihre Kredite?

1. Entlastung des Eigenkapitals
2. Konzentration auf Kernkompetenzen innerhalb der Wertschöpfungskette und innerhalb des Kreditportfolios
3. Risikostreuung innerhalb des Kreditbestands
4. Verbesserung des Liquiditätsmanagements
5. Senkung der Finanzierungskosten
6. Ertragsmanagement: Dazu später mehr ...

Wie funktionieren ABCP-Programme?

Regelmäßige Emission von kurzfristigen Wertpapieren



Wie funktionieren ABCP-Programme?

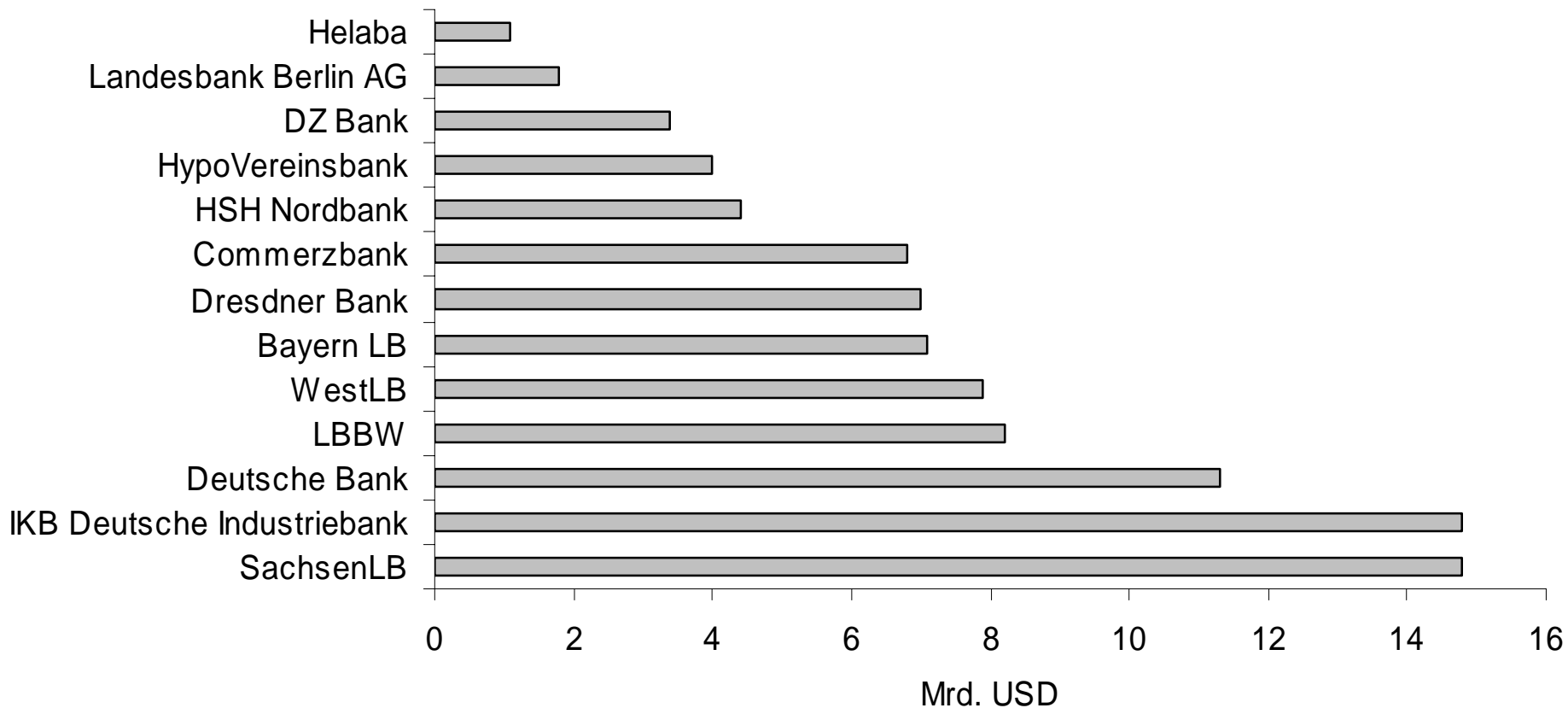
Asset Backed Commercial Papers (ABCP)

- Kurzlaufende
- Nicht börsennotierte Schuldverschreibungen
- Kapitaldienst erfolgt aus den Cash Flows der zugrunde liegenden Vermögensgegenstände (oft: Forderungen)

Liquiditätslinien i. R. v. ABCP-Programmen

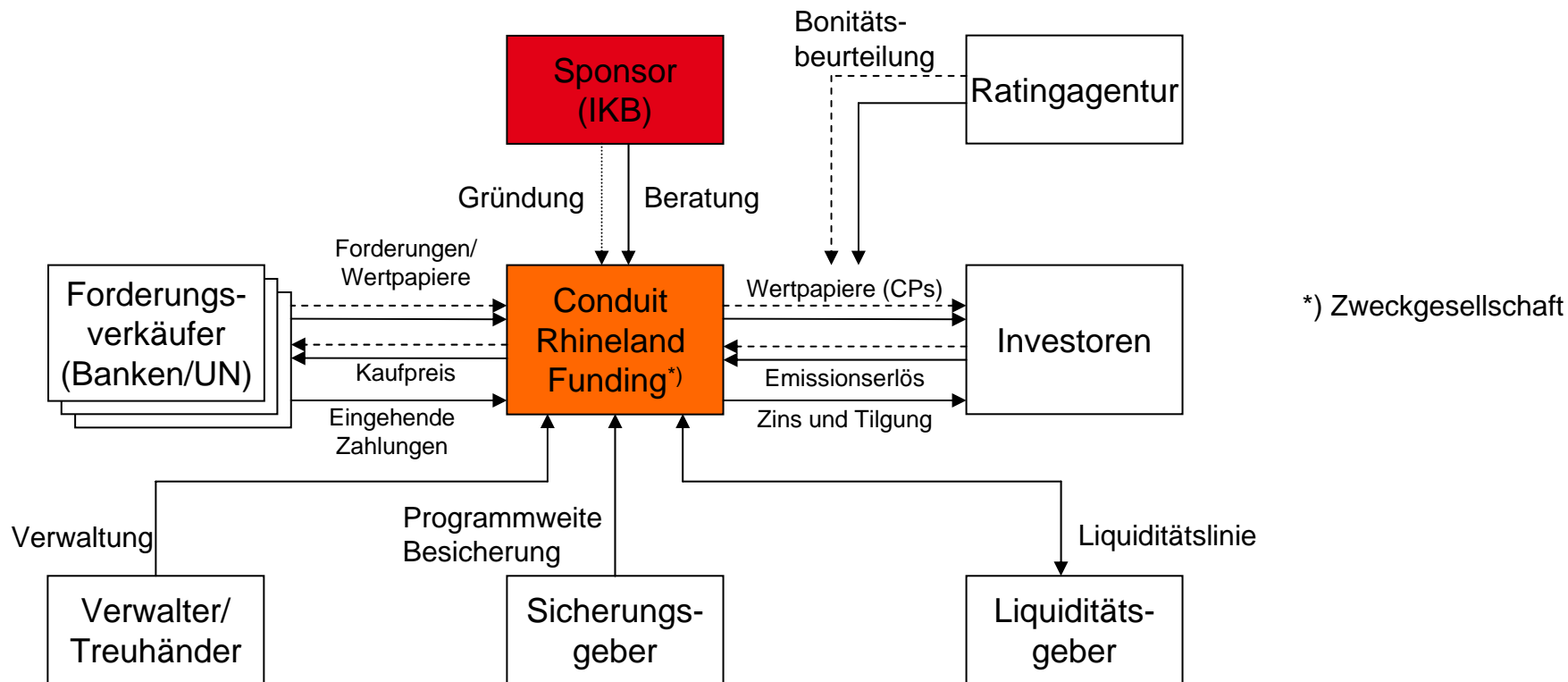
- Stellt die Rückzahlung des Kapitals an die ABCP-Investoren sicher
- Kann ein ABCP nicht am Markt verkauft werden, um mit den Erlösen fällige ABCP zu tilgen, wird auf eine Liquiditäts-/Kreditlinie einer Bank zurückgegriffen

IKB und Sachsen LB vorn!



Ende 2006 ausstehendes ABCP-Volumen deutscher Sponsoren

Das Conduit „Rhineland Funding“



-➔ Austauschbeziehung vor der Transaktion
- ➔ Austauschbeziehung zum Transaktionszeitpunkt
- ➔ Austauschbeziehung während der Laufzeit

Der Übersichtlichkeit halber wurde auf die Darstellung von Vergütungen und Honoraren verzichtet.

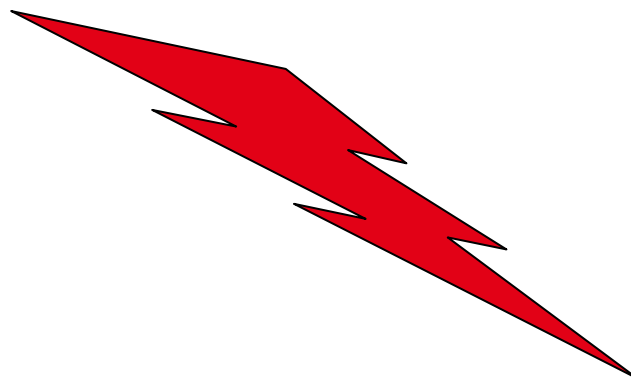
Die IKB als Sponsor von Rhineland Funding

Aufgaben eines Sponsors

- **Gründet Conduit (Zweckgesellschaft)**
- **Legt Commercial Paper-Programm auf und unterhält es**
- **Verwaltet Commercial Paper-Programm („administrative agent“)**
- **Emittiert in seiner Rolle als Verwalter Commercial Papers, wählt die Forderungen aus und kauft sie an**
- **Strukturiert die Forderungsankäufe (Due Diligence, Sicherungstechniken, Vertragsabschluss, etc.)**

Verbriefung als Instrument des Ertragsmanagements

- Die Bank lebt von der Spanne (Marge) zwischen dem verliehenen Kapital (Kredit) und dem ausgeliehenen Kapital (Refinanzierung)



- ⇒ Wie konnte die Bank ihre Marge erhalten, obwohl sie ihre Kredite verkauft hat und die SPV den Käufern der Anleihen Zinsen zahlen mussten?

Die Lösung heißt „Fristentransformation“

■ Immobilienkredite

⇒ Langfristige Kredite, Laufzeit 10 bis 15 Jahre

■ Bei normaler Zinsstruktur gilt: Je länger die Laufzeit,

⇒ desto höher das Risiko (Rückzahlung, Inflation) der Bank,

⇒ desto höher die Zinserträge der Bank

■ **Fristentransformation**

⇒ Umwandlung höher verzinsster langfristiger Kredite über Verbriefung in Anleihen („Asset Backed Commercial Papers“) in kurzfristige, niedriger verzinsten Kredite

Die Lösung heißt „Fristentransformation“

(Vor Berücksichtigung weiterer Kosten der Bank)

$$6 \% \quad ./. \quad 4 \% \quad = \quad 2 \%$$

langfristiger
Hypotheken-
kredit

Anleihe
(„ABCP“)

Marge

Doch die Strategie hat einen Haken! Welchen?

Liquiditätsrisiken von ABCP-Programmen

- **Fristenkongruenz** der Laufzeit angekaufte Forderungen und der Laufzeit emittierte Commercial Papers
 - ⇒ Liquiditätsrisiko

- In kurzen Abständen werden neue Commercial Papers emittiert, für die Käufer gefunden werden müssen
 - ⇒ Absatzrisiko
 - ⇒ Liquiditätsrisiko

- **Lösung:** Liquiditätsgarantien („Credit Enhancement“) von Banken mit erstklassiger Bonität, i. d. R. in Höhe des ausstehenden Emissionsvolumens

- Eine solche Liquiditätslinie stellte die **IKB** Rhineland Funding zur Verfügung

Die Strategie der IKB / Rhineland Funding

Erzielung von Zinserträgen aus **Fristentransformation**

■ **Instrument**

⇒ Finanzierung hochverzinslicher Wertpapiere (hier: mit amerik. Hypotheken besicherte langfristige Wertpapiere) durch geringer verzinsten kurzfristigen Wertpapiere (Commercial Papers)

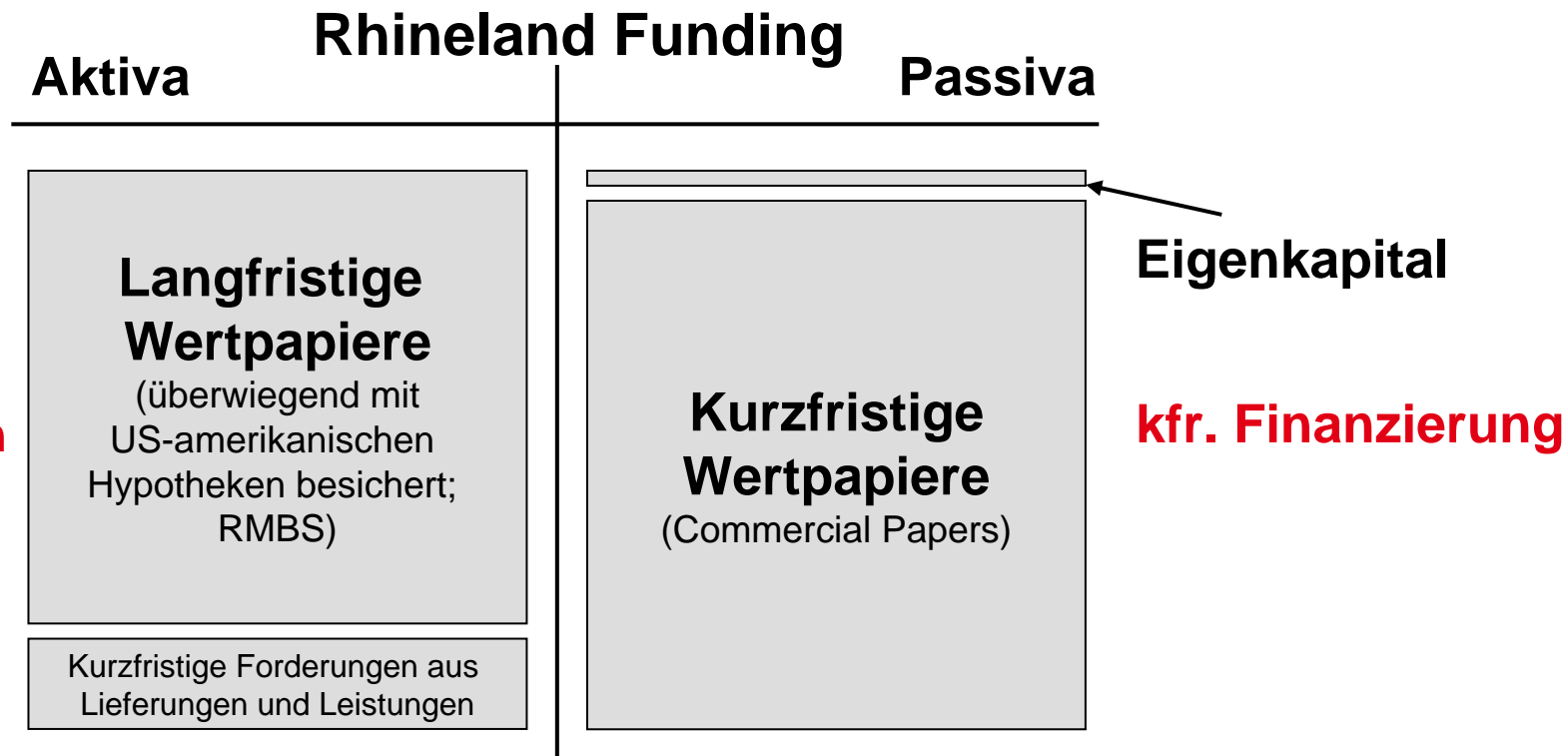
■ **Ziel**

⇒ Hohe Zinserträge aus der langfristigen Anlage – niedrigere Zinsaufwendungen für die kurzfristigen Commercial Papers

⇒ Erträge des Conduit gehen als Beratungshonorare an den Sponsor/die Bank (die IKB!), ein in der jüngeren Vergangenheit sehr einträgliches Geschäft der Banken – auch der IKB!

Die Fristentransformations-Strategie der IKB

Anatomie von Rhineland Funding



Risiko: Mittel sind lfr. gebunden, müssen aber lfd. kurzfristig zurückgezahlt werden. Strategie geht nur auf, wenn laufend (revolvierend) kurzfristig nachfinanziert werden kann!

Die Strategie der IKB / Rhineland Funding

Risiko des Conduit

- **Das Conduit selbst hat fast kein Eigenkapital**
- ⇒ **Findet Rhineland Funding regelmäßig Abnehmer, um aus den Erlösen der emittierten Commercial Papers die fälligen Commercial Papers zurückzuzahlen**

Die Strategie der IKB / Rhineland Funding

Risiko der (institutionellen) Investoren

- Die Institutionellen Investoren sind die Käufer der Commercial Papers
- ⇒ Bedient Rhineland Funding die Commercial Papers?
- ⇒ Zahlen die Hypothekenkreditnehmer ihren Kapitaldienst?
- ⇒ Tilgt Rhineland Funding die Papiere bei Fälligkeit?

Die Strategie der IKB / Rhineland Funding

Risiko der IKB ...

■ ... als **Sponsor**

⇒ Im Falle von Absatzproblemen der Commercial Papers Inanspruchnahme der IKB-Liquiditätslinie für Rhineland Funding

■ ... als **Investor**

⇒ Die IKB hatte zusätzlich zu ihrer Rolle bei Rhineland Funding selbst hypothekenbesicherte Wertpapiere erworben, die voraussichtlich nicht vollständig zurückgezahlt werden können

Warum hat das Risiko der IKB niemand erkannt?

Aus der Lageberichterstattung der IKB des Vorjahres 2005/06 zu Rhineland Funding ...

Rhineland Funding finanziert seine Investments durch die Begebung von kurzfristigen Wertpapieren, so genannte Asset Backed Commercial Papers. In diesem Markt ist es üblich, dass Banken Sicherungslinien für den Fall zur Verfügung stellen, dass es kurzfristig zu Marktstörungen kommt. Diese Sicherung ist nicht kreditrisikoabhängig, sondern hat lediglich eine temporäre Marktausgleichsfunktion. Demgemäß stehen internationale Banken RFCC mit derartigen Linien ebenso zur Verfügung wie die IKB.

Warum hat das Risiko der IKB niemand erkannt?

Die IKB hatte „nur“ Liquiditätsrisiken und keine Kreditrisiken übernommen. Ein Blick in den Anhang des GB 2007 zeigt ...

Eventualverbindlichkeiten und andere Verpflichtungen der IKB setzen sich wie folgt zusammen:

	31.3.2007 in Mio. €	31.3.2006 in Mio. €	Veränderung in %
Eventualverbindlichkeiten	1 012,5	934,7	8,3
Bürgschaften, Garantien, Sonstige	842,9	714,7	17,9
Haftungsübernahmen	169,6	220,0	-22,9
Andere Verpflichtungen	16 703,1	14 103,0	18,4
Kreditzusagen bis zu einem Jahr	14 085,4	12 060,7	16,8
Kreditzusagen von mehr als einem Jahr	2 617,7	2 042,3	28,2
Gesamt	17 715,6	15 037,7	17,8

Den Eventualverbindlichkeiten stehen grundsätzlich Eventualforderungen in gleicher Höhe gegenüber.



In dem Posten Andere Verpflichtungen sind Kreditzusagen über insgesamt 11,9 Mrd. € (Vorjahr: 11,2 Mrd. €) Gegenwert an Spezialgesellschaften enthalten, die nur im Falle von kurzfristigen Liquiditätsengpässen bzw. vertraglich definierten Kreditausfallereignissen von diesen in Anspruch genommen werden können.

Die Liquiditätszusagen entsprechen 1/4 der Bilanzsumme!

Warum hat das Risiko der IKB niemand erkannt?

„In dem Posten Andere Verpflichtungen sind Kreditzusagen über insgesamt 11,9 Mrd. € (...) Gegenwert an Spezialgesellschaften enthalten, die nur im Falle von kurzfristigen Liquiditätsengpässen bzw. vertraglich definierten Kreditausfallereignissen von diesen in Anspruch genommen werden können“.

–_Quelle: IKB GB 2007, S. 198 –

Warum hat das Risiko der IKB niemand erkannt?

–_Hoffmann/Lüdenbach, Die bilanzielle Abbildung der Hypothekenkrise und die Zukunft des Bilanzrechts, Der Betrieb, Heft 41, S. 2.213 ff. –

Das heißt nach heutigen Erkenntnissen übersetzt:

„In dem Posten „Andere Verpflichtungen“ sind Kreditzusagen über 12 Mrd. an Spezialgesellschaften enthalten. Das Risiko ist quantitativ und qualitativ nur wenig diversifiziert. Der ganz überwiegende Teil konzentriert sich auf eine einzige solche Spezialgesellschaft, die überdies auf nur einem Geschäftsfeld (verbriefte amerikanische Hypothekendarlehen) tätig ist. Bei einer spürbaren Verschlechterung des amerikanischen Immobilien- und Hypothekenmarkts könnte daher die Gefahr der gleichzeitigen Inanspruchnahme und in der Folge schwere Liquiditätsprobleme der Banken entstehen“.

Folgen der Subprime-Krise für die IKB

- **Rückzug der Wertpapierinvestoren aus einem von hoher Risikoaversion geprägten Marktumfeld**
- **Fehlende Abnehmer für die Commercial Papers**
- **Rhineland Funding muss Liquiditätslinie der IKB in Anspruch nehmen, um fällige Commercial Papers bedienen zu können**

Folgen der Subprime-Krise für die IKB

- **Kurzfristige Garantiezusage der KfW über 8,1 Mrd. €**
- **Künftige Belastungen in Form von drohenden Ausfällen aus den zur Besicherung der langfristigen Wertpapiere zugrunde gelegten Hypothekenkrediten**
- **Der tatsächliche Kreditausfall steht erst fest, wenn die Kredite amerikanischer Hausbesitzer, die dem Wertpapierbestand von Rhineland Funding zugrunde liegen, vollständig zurückgezahlt oder abgewickelt worden sind!**

Schlussfolgerungen für externe Bilanzleser

- Trotz enger Verbindung der Risiken von involvierter Bank und Conduit erfolgt eine **bilanzielle Erfassung** der Risiken erst bei drohender Inanspruchnahme der Liquiditätslinie
- **Einzelabschluss**: Keine Bildung von Rückstellungen
- **Konzernabschluss**: Keine Konsolidierungspflicht des Conduit
- Die Liquiditätslinie ist nur im Anhang und Lagebericht und dort auch nur z. T. erkennbar („Eventualverbindlichkeiten“, „Andere Verpflichtungen“)
- Bilanzwirksamkeit erst bei Eintritt des Kreditereignisses (Realisierung des Risikos)

Problemzonen der Rechnungslegung

Bedeutung der Anhang- und Lageberichterstattung zu nicht bilanzierten bzw. nicht konsolidierten Risiken?

- **Keine Aussage zu der Zweckgesellschaft im Risikobericht des Lageberichtes, sondern lediglich an zwei anderen Stellen des Lageberichtes („Rahmenbedingungen“, „Ertragslage“)**
- **Es reicht aus, im Anhang Eventualverbindlichkeiten zu nennen, ohne sie als Klumpenrisiko zu markieren**

Problemzonen der Rechnungslegung

Einzelbilanzielle Passivierung von Risiken aus garantierten Liquiditäts-/Kreditlinien?

- **Vorschriften zur Rechnungslegung von Kreditzusagen mit Gewährleistungscharakter zwingen nur zur Passivierung des Risikos bei überwiegender Wahrscheinlichkeit (> 50%) einer Inanspruchnahme (HGB, IFRS, US-GAAP)**
- **Da massive Auswirkungen der Subprime-Krise auf die betroffenen Banken zwar denkbar, aber nicht unbedingt wahrscheinlich waren, war die Bilanzierung insofern „korrekt“**

Problemzonen der Rechnungslegung

Konsolidierungskriterien für Zweckgesellschaften?

- **Off balance-Gestaltung möglich bei Verzicht des Sponsors (IKB) auf Stimmrechtsmehrheit bei der SPE**
- **Verzicht auf die Stimmrechtsmehrheit ist geschäftspolitisch unproblematisch, da über schuldrechtliche Verträge die Verfolgung eines eng vorgegebenen Zwecks genauso gut sicher gestellt werden kann („Autopilot-Mechanismus“)**
- **IFRS/US-GAAP: Konsolidierungspflicht trifft nur den, der die Mehrheit der Chancen und Risiken trägt; Rhineland Funding: Offensichtlich hat IKB/Rhineland Funding den szenarioorientierten Ansatz gewählt und dementsprechend auf Konsolidierung verzichtet**

Fazit

- **Ursächlich für die Krise sind nicht Bilanzierungsprobleme**
- **Menschliches Versagen auf mehreren Ebenen hat die IKB in die Krise geführt**
- **Bei schweren Marktstörungen, bei denen es dauerhaft keine Käufer mehr für die Wertpapiere gibt, trägt der Liquiditätsgeber zwangsläufig auch die Kreditverluste**
- **In diesem Fall ist die Trennung von Liquiditäts- und Kreditrisiko künstlich**

Fazit

- **Wäre die neue Eigenkapitalvorschrift für Banken (Basel II) ein Jahr früher eingeführt worden, hätte die Krise voraussichtlich verhindert werden können**
- **Basel II schreibt – anders als Basel I – vor, dass Banken auch kurzfristige Liquiditätslinien (Laufzeit < 1 Jahr) mit Eigenkapital unterlegen müssen**
- **Mangels Eigenkapital wäre die IKB dazu jedoch kaum in der Lage gewesen**
- **Die IKB hätte Rhineland Funding dementsprechend keine Liquiditätslinien in diesem Umfang zur Verfügung stellen können**

Nachtrag aus Dow Jones Newswires, 23.12.2007

DJ Treuhänder ernennt Konkursverwalter für IKB-Vehikel Rhinebridge

LONDON (Dow Jones) Der Treuhänder des IKB-Investmentvehikels Rhinebridge plc, die Bank of New York, hat am Dienstag drei Manager von Deloitte & Touche LLP als Konkursverwalter für die Zweckgesellschaft ernannt. Das durch die Krise am US-Hypothekenmarkt in Schieflage geratene Finanzvehikel Rhinebridge war vergangene Woche bei wichtigen Kapitaltests durchgefallen und wird seitdem im "Vollstreckungsstatus" geführt. Rhinebridge hatte sich wie ein weiteres Investmentvehikel der IKB, Rhineland Funding, am US-Hypothekenmarkt verspekuliert und dadurch der IKB große Verluste beschert. Die Vermögenswerte des Finanzvehikels haben sich von Anfang August bis Mitte Oktober nach früheren Angaben auf 1,2 Mrd USD halbiert, teils durch einen Verkauf der Papiere. Die Gesellschaft hatte sich zuletzt nur mit dem Verkauf von Papieren, allerdings meist unter dem ursprünglichen Wert, refinanzieren können.

Quellen

Stephan Ricken, Verbriefung von Krediten und Forderungen in Deutschland, Hans-Böckler-Stiftung, 2008

Hoffmann/Lüdenbach, Die bilanzielle Abbildung der Hypothekenkrise und die Zukunft des Bilanzrechts, Der Betrieb, Heft 41, S. 2.213 ff

Jeder mit jedem, Die ZEIT vom 09.08.2007, S. 18

Dow Jones Newswires vom 23.10.2007

George Soros, The new paradigm for financial Markets, Public Affairs, 2008

Fragen, Anregungen, weitere Informationen?

Alexandra Krieger

Hans-Böckler-Stiftung

Abt. Mitbestimmungsförderung

Leiterin Referat Wirtschaft I

Hans-Böckler-Straße 39

40476 Düsseldorf

Tel.: 0211 / 7778-163

Fax: 0211 / 7778-4163

alexandra-krieger@boeckler.de

www.boeckler.de, Stichwortsuche: Finanzinvestoren