

## Verbriefungen im Asien-Pazifik-Raum: Auswirkungen auf Liquidität und Kreditrisiken<sup>1</sup>

*Die dynamische Entwicklung der strukturierten Finanzprodukte im Asien-Pazifik-Raum ist auf die Verbriefung von Verbraucher- und Hypothekenkrediten zurückzuführen; im Vordergrund steht dabei die Transformation von Liquidität. Die Zahl der Verbriefungsgeschäfte mit Unternehmensschulden in der Region war bisher relativ gering, doch im Hinblick auf die Übertragung von Kreditrisiken besteht ein noch weitgehend ungenutztes Potenzial.*

*JEL-Klassifizierung: G150, G180, G210 und O160.*

In den letzten Jahren haben an den Finanzmärkten des Asien-Pazifik-Raums die Verbriefungen inländischer Aktiva deutlich zugenommen.<sup>2</sup> Dieses Wachstum beruht im Wesentlichen auf Neubündelungen von Hypotheken für Wohneigentum und von Verbraucherkrediten und weniger auf der Verbriefung von Unternehmensschulden. In den von der Asien-Krise 1997 betroffenen Ländern wurden neue Gesetze und Vorschriften erlassen, die Verbriefungen ermöglichen; teilweise geschah dies aus der Notwendigkeit heraus, mit der grossen Zahl notleidender Kredite im Gefolge der Krise fertig zu werden. Zwar gab es in diesem Zusammenhang einige Verbriefungsgeschäfte mit Unternehmensschulden, doch der Aufschwung nach der Krise ging mit einer wachsenden Bedeutung der privaten Haushalte einher, die sich zur wichtigsten Schuldnerkategorie entwickelten. Deshalb beziehen sich die Verbriefungsgeschäfte der Region überwiegend auf Forderungen gegenüber privaten Haushalten.

Die Verbriefung bietet im Allgemeinen zwei wesentliche Vorteile. Zum einen können mittels Verbriefung normalerweise illiquide Aktiva in relativ liquide Instrumente umgewandelt werden. Zum anderen können damit aus Schulden niedriger Bonität Instrumente mit hoher Kreditqualität geschaffen

---

<sup>1</sup> Die Autoren danken Amit Agarawal, Claudio Borio, Kalpesh Gada, Mark Gaw, Rachel Hardee, Frank Lu, Frank Packer, Wit Solberg und Philip Wooldridge für hilfreiche Anregungen und Gespräche und Emir Emiray für die hervorragende Forschungsassistenten. Dieses Feature gibt die Meinung der Autoren wieder, die sich nicht unbedingt mit dem Standpunkt der BIZ deckt.

<sup>2</sup> Im Folgenden wird der Begriff „inländische Verbriefung“ für die Ausgabe von Wertpapieren in Landeswährung verwendet, die durch Pools von Forderungen aus lokal vergebenen Krediten besichert sind. In den meisten Fällen ist die Verbriefung in erster Linie auf Anleger des Landes ausgerichtet, in dem die Transaktion vorgenommen wird.

werden. Da sich die Verbriefungen in der Asien-Pazifik-Region zumeist auf Hypotheken für Wohneigentum und Verbraucherkredite beziehen, wird relativ gesehen eher die Liquidität verbessert als das Kreditrisiko umgeschichtet.

Im nächsten Abschnitt werden die grundlegenden Verbriefungsverfahren erläutert. Im Anschluss daran folgt eine kurze Übersicht über die Zunahme und länderspezifische Merkmale von Verbriefungen in der Asien-Pazifik-Region. Im dritten Abschnitt wird auf die Auswirkung von Verbriefungen auf Liquidität und Risiken bei Wohnimmobilien- und Verbraucherkrediten eingegangen. Der vierte Abschnitt beschäftigt sich mit diesen Aspekten im Zusammenhang von Unternehmensschulden. Als fünftes folgt eine Schlussbetrachtung.

## Verbriefungsverfahren

Bei der Verbriefung werden ähnliche Vermögenswerte zu einem Pool zusammengefasst und auf eine eigenständige juristische Einheit, eine Zweckgesellschaft, übertragen. Die sich aus dem Pool von Vermögenswerten ergebenden Zahlungsströme werden auf die neuen, von der Zweckgesellschaft emittierten Wertpapiere umgeleitet. Die Zweckgesellschaft dient dazu, die zugrundeliegenden Aktiva vom Ausfallrisiko des Originators der Aktiva abzukoppeln – d.h. die Konstruktion ist insolvenzfern („bankruptcy remote“) und die Vermögenswerte werden tatsächlich veräussert (sogenannter „true sale“).<sup>3</sup> Bei hypothekarisch unterlegten Wertpapieren („mortgage-backed securities“, MBS) z.B. stellt diese Konstruktion sicher, dass selbst bei Zahlungsunfähigkeit des ursprünglichen Kreditgebers der zugrundeliegenden Hypothekenkredite dessen Gläubiger keinen Rückgriff auf die Aktiva in der Zweckgesellschaft haben. Die von dieser emittierten Wertpapiere unterscheiden sich typischerweise in vielerlei Hinsicht vom zugrundeliegenden Forderungspool – vor allem bezüglich Liquidität und Kreditrisiko. Verbriefte Papiere weisen im Vergleich zu den ursprünglichen Aktiva grösstenteils entweder eine höhere Liquidität oder ein geringeres Kreditrisiko auf – bisweilen sogar beides.

Transformation von  
Aktiva durch  
Verbriefung ...

Bei der einen Art der Verbriefung geht es im Wesentlichen darum, gewöhnlich illiquide Forderungen in marktfähigere und liquide forderungsunterlegte Wertpapiere („asset-backed securities“, ABS) umzuwandeln. Bei den tendenziell auf diese Weise verbrieften Aktiva handelt es sich hauptsächlich um Kreditforderungen gegenüber privaten Haushalten wie Hypotheken für Wohneigentum, Kreditkartenforderungen und Automobilkredite. Naturgemäss sind diese Forderungen betragsmässig meist eher klein und sehr heterogen. Dennoch wird mit der Bündelung zu einem Pool eine Diversifizierung erreicht, die Kreditverluste berechenbarer macht. Dabei muss der Anleger nicht die Risiken der einzelnen Kredite des Pools kennen, sondern lediglich die Parameter, nach denen die Kredite ausgewählt wurden, sowie deren durchschnittliche Entwicklung gemäss bisheriger Erfahrung. Die Tatsache, dass seitens der Anleger keine grossen Kenntnisse vorausgesetzt werden, trägt in Verbindung

... hinsichtlich  
Liquidität ...

---

<sup>3</sup> Gorton und Souleles (2005) erläutern die Verwendung von Zweckgesellschaften zur Reduzierung der Konkurskosten.

mit grösseren Nennwerten dazu bei, dass die so geschaffenen ABS eine höhere Liquidität aufweisen. Bei Wertpapieren, die mit Hypotheken für Wohneigentum unterlegt sind („residential mortgage-backed securities“, RMBS), kann es vorkommen, dass Dritte Bonitätsverbesserungen (Credit-Enhancements) bereitstellen, um die Kreditwürdigkeit zu erhöhen, doch in den meisten Fällen verbessern ABS, die durch Forderungen gegenüber Privathaushalten besichert sind, eher die Liquidität, als dass sie das Kreditrisiko transformieren.

... oder Kreditrisiko

Bei der anderen Art von Verbriefung geht es vorrangig darum, aus Aktiva mit niedriger oder mittlerer Bonität Finanzaktiva mit hoher Bonität zu machen. Diese Risikotransformation wird durch die Aufteilung des Pools in Tranchen verschiedenen Ranges erreicht, wobei bestimmte Tranchen zur Deckung von Ausfallverlusten herangezogen werden. Darüber hinaus kann die Tranchenaufteilung gezielt auf die Nachfrage von Anlegern nach Papieren mit einem bestimmten Risikograd zugeschnitten werden. Das entsprechende Wertpapier wird allgemein als „collateralised debt obligation“ (CDO; forderungsbesicherte Schuldverschreibung) bezeichnet. Eine Kategorie von Aktiva, die auf diese Art verbrieft werden, sind Unternehmensanleihen, für die bereits ein Sekundärmarkt besteht. Die Liquidität der sich durch Verbriefung ergebenden „collateralised bond obligations“ (CBO) kann daher sehr wohl geringer sein als diejenige der Vermögenswerte des Pools. Daneben werden auch Bankkredite an Unternehmen als Sicherheit verwendet; diese Kredite sind in der Regel äusserst illiquide. Die bei einer Verbriefung entstehenden „collateralised loan obligations“ (CLO) dürften liquider als die zugrundeliegenden Aktiva sein. Dennoch finden sich sowohl bei CLO- als auch bei CBO-Titeln Senior-Tranchen, die eine höhere Kreditqualität als die Aktiva des Pools aufweisen. Das bedeutet, dass CDO tendenziell eher das Kreditrisiko transformieren als die Liquidität verbessern.

## Zunehmende Verbriefungen im Asien-Pazifik-Raum

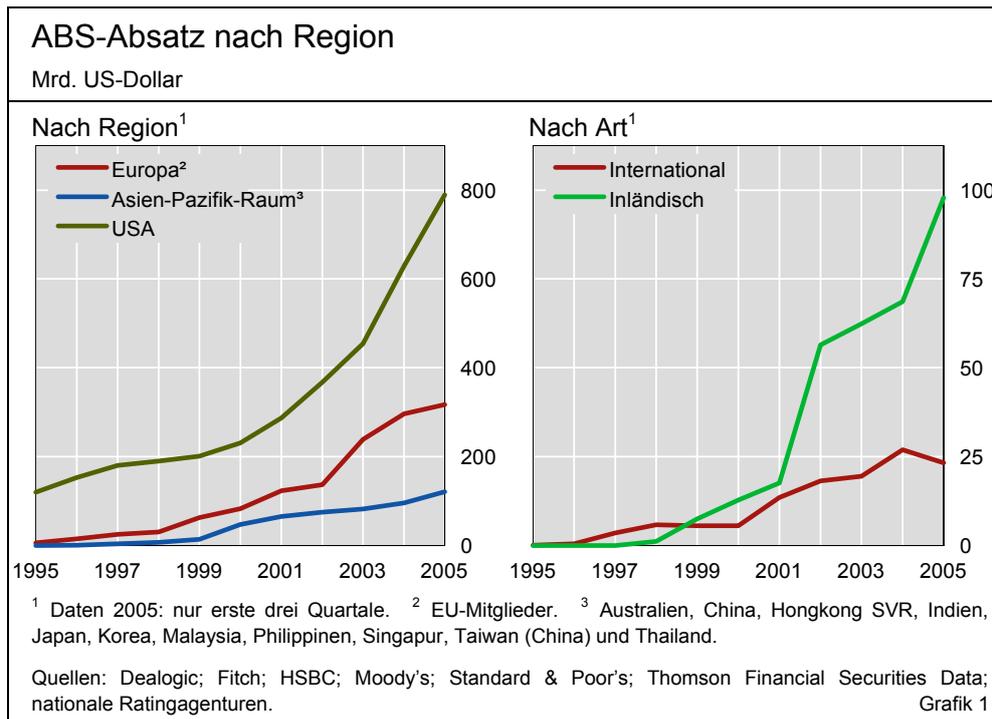
Starkes Wachstum an den asiatischen Märkten

In den letzten Jahren haben Verbriefungen weltweit stark zugenommen. Der ABS-Absatz war zwar im Asien-Pazifik-Raum nicht so hoch wie in Europa oder den USA, doch hat die Region wesentlich zum globalen Wachstum beigetragen (Grafik 1 links). Zunächst wurden asiatische Aktiva verbrieft und dann hauptsächlich im Ausland verkauft. Seit 1999 jedoch liegt der Schwerpunkt der Verbriefungsgeschäfte der Region im Inland und nicht im Ausland, d.h. die verbrieften Aktiva sind zunehmend für den Absatz im Land der ursprünglichen Kreditvergabe bestimmt (Grafik 1 rechts).

Führend beim ABS-Absatz der Region sind Japan, Australien und Korea, auf die rund zwei Drittel des Gesamtabsatzes entfallen (Grafik 2 und Grafik 3 links).<sup>4</sup> Darüber hinaus kommt ein stetiger Strom von Verbriefungsgeschäften

---

<sup>4</sup> Der Gesamtabsatz umfasst inländische und internationale Emissionen. Eine internationale Verbriefung wird definiert als Verbriefung inländischer Vermögenswerte in Form von Wertpapieren, die auf Fremdwährungen lauten und die meist auf ausländische Anleger ausgerichtet sind.



aus Hongkong, Malaysia, den Philippinen, Singapur, Taiwan (China)<sup>5</sup> und Thailand. Im Gegensatz dazu befinden sich die ABS-Märkte in China und Indonesien noch in einer sehr frühen Entwicklungsphase.

Ein Faktor, der wesentlich zum Wachstum der inländischen Verbriefungen in der Region beigetragen hat, war die Asien-Krise 1997. Für diese Verbriefungen waren neue Gesetze und Vorschriften erforderlich, die eine Gründung entsprechender Zweckgesellschaften zuließen.<sup>6</sup> Infolge der Krise gab es hohe Bestände an notleidenden Krediten, und für die Behörden bot die Verbriefung eine Möglichkeit, diese Kredite zu veräußern. Australien, Hongkong, Japan und Neuseeland verfügten zu diesem Zeitpunkt bereits über die notwendigen Gesetze und Vorschriften, nicht aber die Länder, die unter der Krise litten. Daher ergänzten Korea, Malaysia, die Philippinen und Thailand unmittelbar nach der Krise ihre Regelwerke zur Behandlung von Verbriefungen um einige neue Bestimmungen (Deacon 2004). Andere Länder holten dies später nach, u.a. Taiwan 2001 und Indien 2002. Wie in anderen asiatischen Volkswirtschaften haben die chinesischen Behörden gegen Ende des Jahres 2005 Vorschriften erlassen, die es Verbriefungsgesellschaften ermöglichen, notleidende Kredite von Banken und öffentlichen Finanzinstituten zu übernehmen (Zhang 2005; s. Kasten).

Sieht man sich genauer an, wie manche Verbriefungsmärkte entstanden sind, überrascht nicht, dass das Wachstum in Asien nach einem etwas anderen Muster als in den USA und Europa verlief. Dort begann die Verbriefung mit

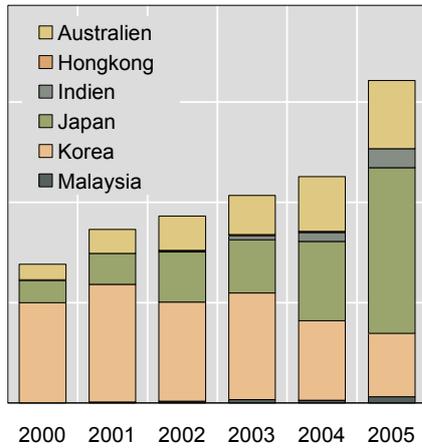
Notleidende Kredite nach der Asien-Krise als Ausgangspunkt

<sup>5</sup> Im Folgenden Taiwan.

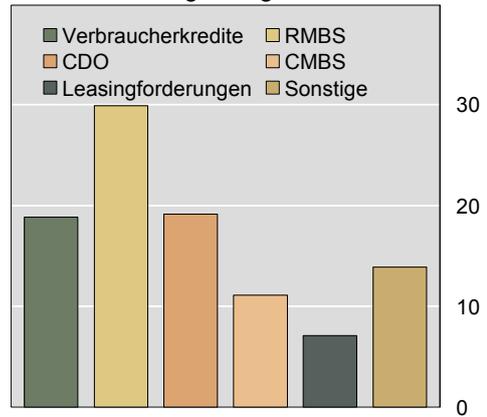
<sup>6</sup> In Ländern mit Common Law sind für die Errichtung von Zweckgesellschaften zwar nicht unbedingt neue Gesetze notwendig, oft aber neue Vorschriften.

## Inländischer ABS-Absatz im Asien-Pazifik-Raum

Nach Land<sup>1</sup>



Nach Forderungskategorie<sup>2</sup>



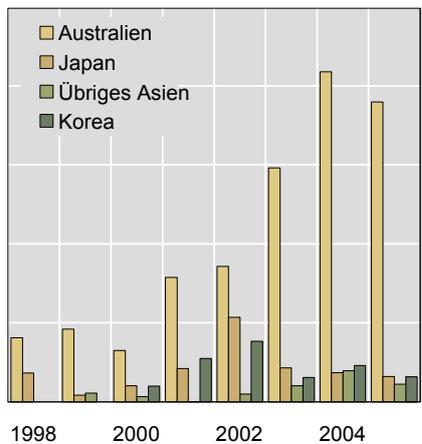
<sup>1</sup> Mrd. US-Dollar. <sup>2</sup> Jahresdurchschnitt 2000–05, in Prozent.

Quellen: Dealogic; Fitch; JPMorgan Chase; Moody's; Standard & Poor's; Thomson Financial Securities Data; nationale Ratingagenturen. Grafik 2

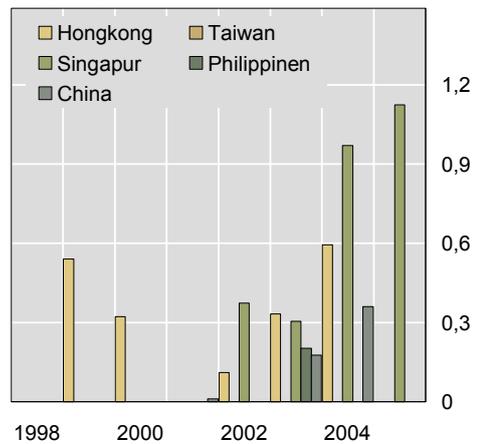
Wohnimmobilien- und Verbraucherkrediten. Im Gegensatz dazu wurden an einigen asiatischen Märkten Wohnimmobilienkredite und Kreditkartenforderungen erst in einer zweiten Phase als Grundlage für ABS herangezogen. Das Wachstum der Basismärkte für Wohnimmobilien- und andere Kredite an Privathaushalte führte in der Region mit der Zeit zwar zu einem Vorherrschen von ABS-Papieren, die mit derartigen Forderungen unterlegt waren (Grafik 2 rechts). Doch die ursprüngliche Verbriefung notleidender Kredite dürfte die Entwicklung von bedeutenden Märkten für CDO, „commercial mortgage-backed securities“ (CMBS; durch Gewerbeimmobilien besicherte Wertpapiere) und verbriefte Leasingforderungen beschleunigt haben.

## Internationaler ABS-Absatz im Asien-Pazifik-Raum

Nach Land<sup>1</sup>



Nach Land<sup>2</sup>



<sup>1</sup> Mrd. US-Dollar. <sup>2</sup> Mio. US-Dollar.

Quellen: Dealogic; Fitch; HSBC; Moody's; Standard & Poor's; Thomson Financial Securities Data; nationale Ratingagenturen. Grafik 3

## Verbriefungen in China – vielversprechende erste Schritte<sup>①</sup>

*Guonan Ma*

Nach einem Jahrzehnt der Diskussionen, Experimente und halbherzigen Massnahmen konnten in China letztes Jahr endlich die ersten echten Verbriefungstransaktionen durchgeführt werden – eine Premiere, die den Auftakt zu einer dynamischen Entwicklung in den nächsten Jahren bilden könnte. 2005 hatte die chinesische Regierung ihre Bemühungen um ein Regelwerk für Verbriefungen verstärkt; der Absatz inländischer ABS-Papiere stieg daraufhin von praktisch null auf über \$ 2 Mrd. (CNY 17 Mrd.). Das Tempo der weiteren Entwicklung der chinesischen ABS-Märkte wird vom Zusammenspiel einer Reihe wichtiger Faktoren abhängen, welche die chinesischen Finanzmärkte beeinflussen.

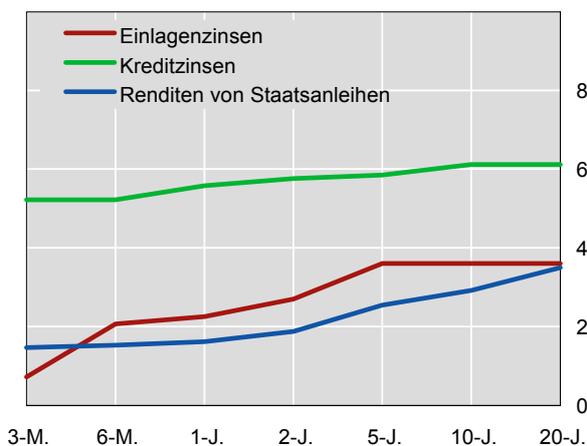
Von Mitte der 1990er bis Anfang der 2000er Jahre hatte es nur wenige ABS-Transaktionen mit chinesischer Beteiligung gegeben, wobei es sich meist um grenzüberschreitende oder Offshore-Geschäfte handelte. Erst in den Jahren 2003/04 schufen zwei bedeutende inländische Verbriefungen von notleidenden Krediten die Grundlagen für eine inländische, insolvenzferne Zweckgesellschaft und für den ersten echten Inlandsverkauf in China ohne Garantie des ursprünglichen Kreditgebers.

Seit Anfang 2005 sind Regierung und Märkte gemeinsam bemüht, die Entwicklung des inländischen ABS-Marktes zu beschleunigen. Erstens intervenierte die chinesische Führung, um die Arbeiten der 10 Regulierungsstellen und staatlichen Agenturen zu koordinieren und die bruchstückhaften aufsichtsrechtlichen Vorschriften für Kreditmärkte zu verbessern. Der wichtigste Schritt war ein gemeinsames Verwaltungsdekret der People's Bank of China (PBC) und der China Banking Regulatory Commission (CBRC) vom April 2005 über ein Pilotprogramm für die Verbriefung von Krediten von Finanzinstituten. Da andere entsprechende gesetzliche Regelungen fehlen, schafft dieses Dekret ein relativ umfassendes Regelwerk für Verbriefungen. Zweitens fielen während fast des ganzen Jahres 2005 die Sekundärmarktrenditen von Anleihen unter die offiziellen Bankkredit- und -einlagenzinsen in China (s. Grafik), was Schuldner von ausserhalb des Finanzsektors vermehrt dazu bewegte, sich direkt an den Markt für Schuldtitel zu wenden – zum Teil auch mittels Verbriefung.

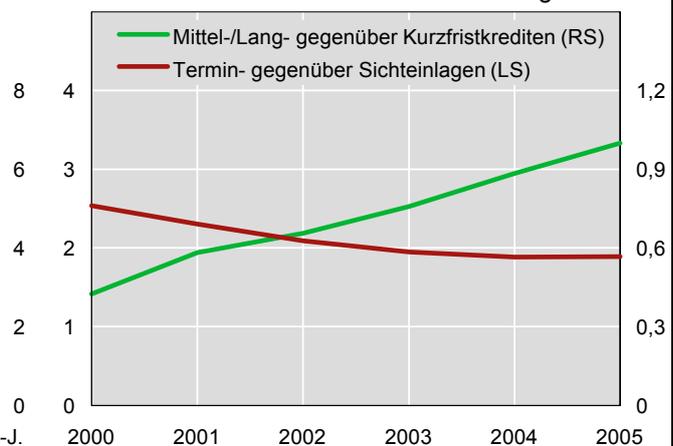
Entsprechend war der ABS-Absatz in nur wenigen Monaten des Jahres 2005 höher als in den vorangegangenen 10 Jahren. Mit zwei Pilottransaktionen von Banken – ein MBS- und ein CLO-Geschäft – wurde insgesamt ein Volumen von fast \$ 1 Mrd. erreicht. Die jeweiligen Wertpapiere

## Zinssätze und Fristenstruktur von Bankaktiva und -passiva in China

Offizielle Bankzinssätze und Marktrenditen



Laufzeiten von Bankkrediten und -einlagen



Quellen: People's Bank of China; Bloomberg.

<sup>①</sup> Dieser Kasten stützt sich auf Zhang (2005).

werden nun am chinesischen Interbankleihemarkt gehandelt. Zwei weitere Emissionen von Wirtschaftsunternehmen erreichten über \$ 1 Mrd.; dabei wurde allerdings die Kreditqualität mit einer Bankgarantie verbessert. Diese beiden Transaktionen von Wirtschaftsunternehmen wurden gänzlich ausserhalb des oben genannten PBC/CBRC-Regelwerks vorgenommen, und die Schuldtitel werden an den beiden Börsen des Landes gehandelt.

Zwar bestehen bezüglich der Strukturen der erwähnten Transaktionen noch einige Fragen, doch können sie offenbar im Grossen und Ganzen als Verbriefungen eingestuft werden. Sie könnten auch durchaus als Modell für zukünftige inländische Transaktionen herangezogen werden und so den Weg für das Wachstum des entstehenden chinesischen ABS-Marktes bereiten. Sie dürften ferner dazu beitragen, dass sich die für ABS notwendigen kohärenteren gesetzlichen Rahmenbedingungen entwickeln.

Die weiteren Aussichten für Chinas ABS-Markt hängen zum Teil vom Zusammenwirken einer Reihe wichtiger Faktoren ab. Dazu gehört erstens der Deregulierungswettbewerb der Aufsichtsinstanzen, der sich positiv auswirken kann, aber auch die Gefahr birgt, dass er die Einführung eines einheitlichen Regelwerks für sämtliche chinesischen Kreditmärkte behindert. Ein zweiter Faktor hängt mit der Frage zusammen, ob nicht zum Finanzsektor gehörende Schuldner in der Lage sind, sich über unterschiedliche Kreditinstrumente Geld zu beschaffen. Derzeit finanzieren sich die chinesischen Wirtschaftsunternehmen nach wie vor überwiegend über Bankkredite. Da aber immer mehr Wirtschaftsunternehmen mit hohem Rating direkten Zugang zu den Schuldtitelmärkten haben, könnte ein grösseres Engagement in strukturierten Papieren für die Geschäftsbanken attraktiv werden. Ein dritter Faktor ist, dass unter den chinesischen Banken die Anreize in Bezug auf Verbriefungsgeschäfte unterschiedlich gross sind. Die führenden vier grossen Geschäftsbanken verfügen über reichlich Liquidität und erhalten stetig frisches Kapital, sodass sie eher daran interessiert sein dürften, in ABS anzulegen. Die staatseigenen Entwicklungsbanken sowie einige kleinere Banken dagegen könnten sich mit strengeren Eigenkapitalvorschriften und grösseren Durationslücken (s. Grafik) konfrontiert sehen und somit eher an der Verbriefung ihrer Kreditportfolios interessiert sein. Viertens könnten veränderte Vorschriften die Anlegerbasis verbreitern. Bis vor Kurzem durften chinesische Investmentfonds und Versicherungsgesellschaften nicht in ABS-Produkte investieren, sodass der Kreis der Anleger im Wesentlichen auf Geschäftsbanken und Wirtschaftsunternehmen beschränkt war. Fünftens schliesslich ist zwar davon auszugehen, dass sich das Hypothekengeschäft in China in den nächsten Jahren ausweiten wird, doch könnten Rechtsunsicherheiten im Zusammenhang mit Zwangsräumungen und Zwangsversteigerungen die Entwicklung von MBS als Anlagekategorie beeinträchtigen.

## Verbriefung von Hypotheken und Verbraucherkrediten

Die jeweilige Bedeutung von MBS und verbrieften Verbraucherkrediten im Asien-Pazifik-Raum ist im Zeitverlauf wie auch an den einzelnen Märkten unterschiedlich. Eine herausragende Rolle spielen MBS am australischen Markt sowie in Hongkong, Japan, Korea und Malaysia, wo neue Gesetze und staatlich unterstützte Institute eingerichtet wurden, um die Entwicklung der entsprechenden Segmente zu fördern.<sup>7</sup> Das RMBS-Segment ist in Australien recht bedeutend; darauf entfallen derzeit 70% sämtlicher Verbriefungen.<sup>8</sup> Bei den Verbraucherkrediten dominierte in Korea bis Ende 2003 die Verbriefung von Kreditkartenforderungen; in jüngerer Zeit galt dies für Thailand. Am

Wachstum im  
Wesentlichen bei  
MBS ...

<sup>7</sup> Ganz allgemein verzeichnete die Region ein Wachstum bei immobilienbezogenen und mit Hypotheken unterlegten Wertpapieren. Weitere Beispiele sind die grossen Immobilieninvestmentfonds (REIT) und die CMBS-Geschäfte in Hongkong und Singapur.

<sup>8</sup> RBA (2004) sowie Battelino und Chambers (2006) erörtern die Faktoren, die zum Wachstum des RMBS-Marktes in Australien beigetragen haben.

Struktur ausgewählter asiatischer MBS-Transaktionen			
	Korea <sup>1</sup>	Malaysia <sup>2</sup>	Hongkong <sup>3</sup>
Insgesamt	KRW 500 Mrd.	MYR 1,55 Mrd.	HKD 2 Mrd.
Anzahl Kredite	103 819	61 743 <sup>4</sup>	2 316
Durchschnittlicher Kreditbetrag	KRW 4,8 Mio.	MYR 25 361	HKD 480 072
Senior-Tranchen (%)	95,8	100	100
Emittent	Korean Housing Finance Corporation	Cagamas MBS Berhad	The Hong Kong Mortgage Corporation Limited
Staatlich unterstützt	Ja	Ja	Ja
Verbriefte Forderungen	Hypotheken für Wohneigentum	Wohnimmobilienkredite für Staatspersonal	Hypotheken für Wohneigentum
Ratingagenturen	National	National	International

<sup>1</sup> MBS 2000–2 Trust. <sup>2</sup> Cagamas MBS 2004–1. <sup>3</sup> Bauhinia MBS Limited Series 2004–2. <sup>4</sup> Per 31. Mai 2005.

Quelle: Genannte Emittenten. Tabelle 1

aufstrebenden indischen ABS-Markt wiederum standen grössere Pools von Verbraucherkrediten an Privatkunden im Vordergrund. In Indien stützt sich der schnell wachsende Verbriefungsmarkt auf Verbraucherkredite, was auf die Vertrautheit der Anleger mit den zugrundeliegenden Aktiva und auf die relativ kurzen Laufzeiten der verbrieften Aktiva zurückzuführen ist.<sup>9</sup> Bisher litt der MBS-Absatz in Indien unter den relativ langen Laufzeiten, der ungenügenden Liquidität der Sekundärmärkte sowie unter der geringen Neigung der Anleger, das Risiko vorzeitiger Tilgung einzugehen, mit dem sie sich auch wenig auskennen.

... und Verbraucherkrediten

Eine Reihe stilisierter Fakten deutet darauf hin, dass die Verbriefungen von Hypotheken und Verbraucherkrediten in der Asien-Pazifik-Region tendenziell eher die Liquidität verbessern als das Kreditrisiko transformieren. Zunächst sticht bei der Hypothekenverbriefung die grosse Diversifizierung ins Auge: In Korea und Malaysia beispielsweise beruhen ausgewählte Hypothekenverbriefungen auf Pools von über 100 000 bzw. 60 000 Einzelkrediten (Tabelle 1). Zweitens weisen in der Region die meisten mit Verbraucherkrediten unterlegten Wertpapiere keine nennenswerte Strukturierung auf, d.h. es gibt praktisch keine Aufteilung in Tranchen mit unterschiedlichem Kreditrisikoprofil. Drittens versuchen die Regierungen in der Region zwar, die MBS-Märkte durch das Bereitstellen von Credit-Enhancements zu fördern, doch in vielen Ländern müssen die jeweiligen Garantiegeber lediglich 2–3% ihres Eigenkapitals dafür vorhalten. Die Bedeutung dieser Enhancements bei der Verbesserung der Kreditqualität strukturierter Wertpapiere dürfte daher begrenzt sein.

<sup>9</sup> S. hierzu ICRA (2005) sowie Sharma und Sinha (2006). Die verbrieften Verbraucherkredite umfassen Automobilkredite, Darlehen an Studenten, Kreditkartenforderungen und unbesicherte Privatkredite.

## Verbriefung von Unternehmensschulden

Qualitätsdiskrepanz Die Verbriefung bietet eine Möglichkeit, einen grundlegenden Mangel der asiatischen Märkte für Unternehmensanleihen zu umgehen, dass nämlich die von regionalen Anlegern gewünschte Bonität von Anleihen nicht mit der tatsächlichen Bonität potenzieller Kreditnehmer übereinstimmt. In der jüngsten Vergangenheit haben die asiatischen Behörden versucht, diese Diskrepanz durch die Förderung von Credit-Enhancement-Fazilitäten zu überwinden. Die Erfahrungen mit diesen Fazilitäten waren jedoch nicht uneingeschränkt positiv.

### *Probleme mit Credit-Enhancement-Fazilitäten in Asien*

Credit-Enhancement-Fazilitäten in Asien

In Asien gibt es lokale und regionale Kreditgarantiefazilitäten, über die verschiedene Formen von Credit-Enhancements bereitgestellt werden. Grund für die Schaffung dieser Fazilitäten war der Wunsch, mit ausländischen „monoline insurers“ – Versicherungsunternehmen, die nur eine einzige Risikoart versichern – bei der Bereitstellung von Garantien für asiatische Kredite in Wettbewerb zu treten. 1995 gründete die Asiatische Entwicklungsbank (ADB) gemeinsam mit einer Reihe anderer Institute die erste multilaterale Garantieagentur der Region, die Asian Securitisation and Infrastructure Assurance (ASIA). Durch die asiatische Finanzkrise 1997 erlitt die ASIA mit ihren Engagements in Indonesien und Korea grosse Verluste, und im Januar 1998 führte die Herabstufung der Agentur unterhalb „investment grade“ zu ihrer Schliessung (Oh und Park 2003).

Ein weiteres Beispiel für Schwierigkeiten im Zusammenhang mit Credit-Enhancement-Fazilitäten ist Korea. Bis 1997 waren für koreanische Emittenten von Anleihen Garantien vorgeschrieben. Die Krise des Jahres 1997 trieb jedoch zwei grosse Garantiegeber, die Korea Guarantee Insurance Company und die Hankook Fidelity and Surety Company, in den Bankrott. Seither geht die Entwicklung des koreanischen Marktes allmählich dahin, dass Anleiheemissionen mit Garantie nicht mehr vorherrschend sind, die Regierung sich stärker auf aufsichtsrechtliche Massnahmen konzentriert und die Privatanleger lebhaft mit Kreditrisiken handeln.

### *Strukturierte Finanzprodukte als Lösung*

Die Regierungen der Region gehen mehr und mehr dazu über, die Verbriefung von Unternehmensschulden als eine alternative Möglichkeit zu betrachten, um die Nachfrage der Anleger nach erstklassigen Titeln mit der niedrigen Bonität der meisten Schuldner in Einklang zu bringen. Verbriefungen, die niedriger eingestufte Unternehmenstitel zur Besicherung verwenden, können so strukturiert werden, dass sich für Anleger Tranchen mit im Wesentlichen AAA-Rating ergeben. Doch derartige Konstruktionen funktionieren nur, wenn es auch Investoren gibt, die bereit sind, Papiere der nachrangigen Tranchen einschliesslich der Eigenkapitaltranche, die die ersten Verluste absorbiert, zu übernehmen. First-Loss-Tranchen werden in Asien meist entweder staatlich

unterstützt oder von der als Sponsor fungierenden Bank oder von ausländischen Anleiheversicherungsunternehmen gehalten.<sup>10</sup>

Ein interessantes Beispiel in diesem Zusammenhang ist eine vor Kurzem gestartete Initiative Singapurs mit der Bezeichnung „SME CreditAssist“. Dabei handelt es sich um eine Pilot-Verbriefungstransaktion, die von einer Regierungsstelle initiiert wurde und mit der explizit das Ziel verfolgt wird, kleinen und mittleren Unternehmen (KMU – englisch SME) besseren Zugang zu Finanzmitteln zu verschaffen, da jüngere und kleinere KMU nach wie vor kaum Zugang zu den Anleihemärkten haben und Banken Kredite an diese Unternehmen oft für zu riskant halten. Der konzeptionelle Durchbruch in dieser Initiative Singapurs besteht darin, neue Kredite entsprechend einer Reihe von im Voraus festgelegten Richtlinien zu vergeben, mit der Absicht, diese letztlich zu verbriefen. So wurden mehr als 400 derartiger KMU-Kredite, die sich insgesamt auf SGD 102 Mio. beliefen, zu einem Pool zusammengefasst, und im April 2006 wurde eine Reihe strukturierter, variabel verzinslicher Notes, die durch diesen Pool besichert waren, von internationalen Ratingagenturen bewertet und öffentlich verkauft. Über 80% dieser verbrieften Aktiva hatten ein „investment grade“-Rating; die verbleibende Eigenkapitaltranche bestand aus nachrangigen Notes.<sup>11</sup> Teile der Eigenkapitaltranche hielt die Regierung Singapurs, was bedeutet, dass die Transaktion bis zu einem gewissen Grad von staatlicher Unterstützung abhing. Es bleibt abzuwarten, wie sich Verbriefungen von KMU-Krediten ohne eine derartige staatliche Beteiligung entwickeln werden.

KMU-Verbriefungen

#### *Umfang der Kreditrisikotransformation*

Gespräche mit Ratingagenturen und Marktteilnehmern legen den Schluss nahe, dass der Umfang der Kreditrisikotransformation in Asien in vielen Fällen noch verbessert werden sollte – durch Überbesicherung, Tranchenbildung und Credit-Enhancements. Da Unternehmensschulden nur beschränkt für Besicherungszwecke zur Verfügung stehen, müssen CDO in Asien oft mit Sicherheitenpools unterlegt werden, die im Vergleich zu den Märkten in den USA und Europa von niedrigerer Bonität und weniger diversifiziert sind.<sup>12</sup> In einigen asiatischen Ländern kommt insbesondere bei Verbriefungen von notleidenden Krediten noch hinzu, dass grössere Unsicherheit darüber herrscht, was bei

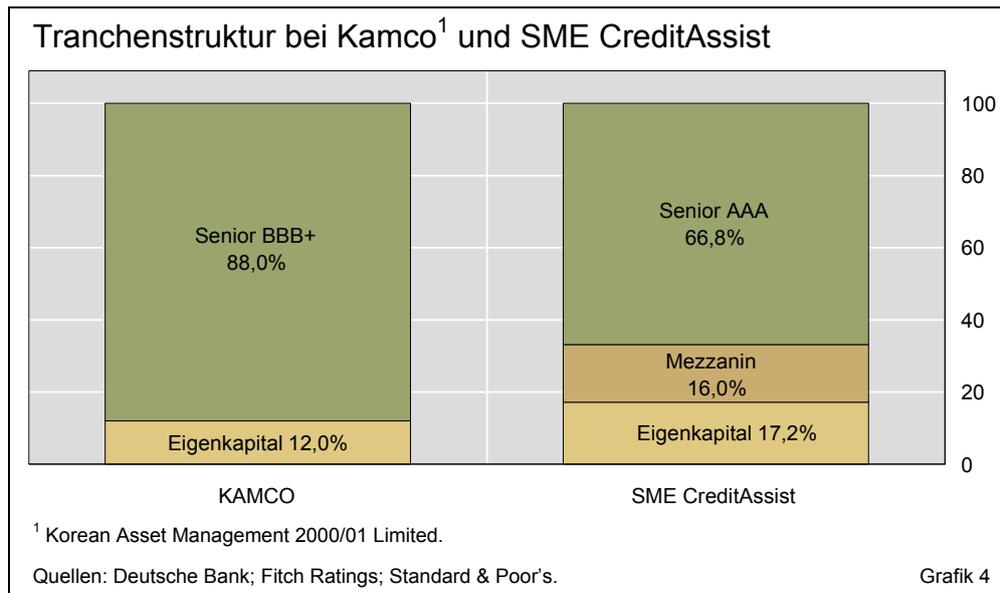
Mit Verbriefungen  
Kreditrisiken über-  
tragen

---

<sup>10</sup> Diese Konstruktion trägt der Tatsache Rechnung, dass alle Emittenten mit einem „Moral-Hazard“-Problem konfrontiert sind. Das heisst, dass unter den Emittenten die Tendenz herrscht, die First-Loss-Risiken (Eigenkapitaltranche) ganz oder teilweise zu behalten oder Credit-Enhancements zu kaufen, um die „Moral-Hazard“-Barriere zu überwinden. S. DeMarzo und Duffie (1999).

<sup>11</sup> Die Konstruktion umfasste Notes zu 67% mit AAA-, 7% mit AA-, 6% mit A- und 3% mit BBB-Rating und eine Eigenkapitaltranche von 17% nachrangigen Notes. Der Spread der Notes lag in einem Bereich von 50 (AAA) bis 190 (BBB) Basispunkten über dem Swap-Angebotssatz von Singapur. Quellen: Gespräche mit Vertretern der DBS Bank in Singapur; Lu und Redimerio (2006); Chang und Hardee (2006).

<sup>12</sup> Amato und Remolona (2003) verweisen darauf, dass die Schwierigkeit der Diversifizierung von Kreditrisiken auch an reiferen Märkten ein wichtiger Faktor bei der Bewertung und Strukturierung des Kreditrisikos sein kann.



einem Ausfall passiert. Bei derartigen Verbriefungen ist deshalb häufig ein noch höherer Grad an Kreditrisikotransformation notwendig, da die Bonität der zugrundeliegenden Aktiva niedrig ist.

KMU-Verbriefungen  
 und Verbriefung  
 notleidender  
 Kredite

Der Umfang der Risikotransformation im Zusammenhang mit der Verbriefung von Unternehmensschulden in Asien kann zum Teil anhand der Tranchenstruktur der einzelnen Transaktionen beurteilt werden. Bei der SME-CreditAssist-Transaktion machte die Eigenkapitaltranche 17% aus, was auf eine im Vergleich zu RMBS eher geringe Diversifizierung der zugrundeliegenden Aktiva hindeutet (Grafik 4). Bei der Verbriefung notleidender Kredite durch Kamco, die führende koreanische Asset-Management-Gesellschaft, entfielen auf die Eigenkapitaltranchen jeweils rund 10% bis fast 30% (Fung et al. 2004). Trotz einer bedeutenden Beteiligung der staatlich unterstützten Korea Development Bank hält Kamco den gesamten bzw. den grössten Teil der Eigenkapitaltranchen der meisten dieser Verbriefungen. Dies lässt auf ein hohes Restrisiko dieser First-Loss-Tranche schliessen (Schmidt 2004).

### Schlussbetrachtung

Vollständigere  
 Märkte

Die zunehmende Verbriefung in Asien trägt dazu bei, die Finanzmärkte Asiens durch die Schaffung völlig neuer, von den Anlegern gewünschter Wertpapiere zu vervollständigen. In diesem Feature wird insbesondere gezeigt, dass es durch Verbriefungen möglich ist, Aktiva an den Märkten auf zwei Arten aufzuwerten. Erstens können normalerweise illiquide Aktiva wie Hypotheken und Verbraucherkredite in liquidere Instrumente umgewandelt werden. Zweitens können die Märkte das herrschende Ungleichgewicht zwischen den angebotenen Aktiva mit hohem Kreditrisiko und der Vorliebe der Anleger für Aktiva mit niedrigem Kreditrisiko beseitigen. In Zukunft dürften reifere und damit umsatzstärkere und transparentere ABS-Märkte zu konsistenteren Preisen an den Kreditmärkten führen, indem sie einen Zusammenhang zwischen der

Bewertung der diversifizierten Portfolios und der Bewertung der zugrundeliegenden Kredite schaffen. Darüber hinaus dürfte die Verbriefung die Möglichkeit bieten, Risiken zwischen den ursprünglichen Kreditgebern, z.B. Banken, aufzuteilen bzw. zu übertragen.

Gleichzeitig wirft die zunehmende Verwendung von Verbriefungsverfahren in der Region auch wirtschaftspolitische Fragen auf. Beispielsweise stellt sich die Frage nach den längerfristigen Auswirkungen von direkten oder indirekten staatlichen Garantien bei der Entwicklung der inländischen MBS-Märkte. Staatliche Garantien können den Wettbewerb verzerren und bei staatlich unterstützten Wohnbaufinanzierungsgesellschaften zu unerwünschten Risikokonzentrationen führen. Oder es fragt sich, was die möglichen Folgen sind, wenn sich die Teilnehmer an den Märkten für strukturierte Finanzprodukte zu sehr auf die Bewertungen nationaler Ratingagenturen verlassen und darüber vergessen wird, dass bessere Rechnungslegungsstandards und Offenlegungspflichten notwendig sind? Eine weitere Herausforderung an einigen Märkten ist die begrenzte Verfügbarkeit verlässlicher historischer Daten zu Finanzprodukten für private Haushalte. Zwar haben sich mehrere Länder erfolgreich darum bemüht, Kreditauskunfteien einzurichten bzw. bestehende auszubauen, doch bei Hypothekenkrediten stehen hinsichtlich Zahlungsver säumnis bzw. vorzeitiger Tilgungen noch immer nur begrenzt Daten zur Verfügung. Schliesslich werden sich mit der Einführung komplexerer Finanzinstrumente die Anforderungen an die für Marktüberwachung und Aufsicht zuständigen Stellen in der Region unweigerlich erhöhen.

Wirtschafts-  
politische Fragen

Übermässiges  
Vertrauen in  
Ratings

Bessere  
Verfügbarkeit von  
Daten als Heraus-  
forderung

## Bibliografie

Amato, J. D. und E. Remolona (2003): „Das Rätsel der Bonitätsaufschläge“, *BIZ-Quartalsbericht*, Dezember.

Battelino, R. und M. Chambers (2006): „An overview of the Australian corporate bond market“, in *BIS Papers*, Nr. 26, „Developing corporate bond markets in Asia“, S. 45–55, Februar.

Chang, C. und R. Hardee (2006): „SME CreditAssist (Singapore) Ltd – Series 1“, Fitch Ratings, Structured Finance.

Deacon, J. (2004): *Global securitisation and CDOs*, Wiley.

DeMarzo, P. und D. Duffie (1999): „A liquidity-based model of security design“, *Econometrica*, 67, S. 65–99.

Fung, B., J. George, S. Hohl und G. Ma (2004): „Public asset management companies in East Asia – a comparative study“, *FSI Occasional Paper*, Nr. 3.

Gorton, G. und N. Souleles (2005): „Special purpose vehicles and securitization“, *NBER Working Papers*, Nr. 11190.

ICRA (2005): „Update on Indian structured finance market – robust volume growth during FY 2005“, *ICRA Rating Feature*.

Lu, F. und A. Redimerio (2006): „Presale: SME CreditAssist (Singapore) Ltd.“, Standard & Poor's.

Oh, G. und J. Park (2003): „Developing the Asian bond markets using securitization and credit guarantees“, *Korean Institute of Finance Working Paper* Nr. 2003–04.

Reserve Bank of Australia (2004): „Asset securitisation in Australia“, in *Financial Stability Review*, S. 48–56, September.

Schmidt, F. (2004): „Asia's credit markets – from high-yield to high-grade“, Wiley.

Sharma, V. K. und C. Sinha (2006): „The corporate debt market in India“, in *BIS Papers*, Nr. 26, „Developing corporate bond markets in Asia“, S. 80–87, Februar.

Zhang, Z. (2005): „From banks to capital markets: sowing the seeds of securitisation in China“, *HSBC Global Research*, November.

