

## Die Verbriefungsconnection – highway to hell –

Wie das Finanz- und Wirtschaftsministerium den Finanzplatz Deutschland gefährden helfen (Teil 1)

– RA Dr. Volker Gallandi/Gorxheimertal –

### Vorwort:

Als die weltweite Finanzkrise auf ihren bisherigen Höhepunkt zusteuerte, rief sogar der Chef der Deutschen Bank, Josef Ackermann, nach dem Staat. Was er verschwieg, war der Umstand, daß der deutsche Staat längst Mitinitiator der Krise war, die Autobahn in den Abgrund genehmigt und den Bau begleitet hatte. Und das kam so:

### 1. Die jüngste Geschichte der Finanzmärkte

#### 1.1. Die Entwicklung in den USA

Nach den Anschlägen vom 11. September 2001 senkte die US-Notenbank zur Ankurbelung der Wirtschaft die Zinsen in mehreren Schritten auf ein historisches Tief. Die Amerikaner verschuldeten sich entsprechend und kurbelten damit die Wirtschaft an. Die Erhöhung des privaten Kreditvolumens innerhalb kurzer Zeit von 9 auf 14 Billionen Dollar sprach jedoch nie für einen realen Vermögenszuwachs der Privathaushalte.

Die Umsatzvolumina aller Banken stiegen durch diese Entwicklung stark an. Als die bonitätsmäßig guten Kreditnehmer mit Krediten versorgt waren, drehte man das Rad weiter, die Habeichtse (subprime) kamen zum Zug. Es war nur eine Frage der Zeit, wann die Blase der ungesicherten Kredite zu platzen und ein neues 1929 drohte.

Daher griff man eine Idee auf, die es zwar schon nach dem Zusammenbruch des amerikanischen Sparkassensystems gab, die aber nie Breitenwirkung entwickelt hatte, weil sie als unseriös galt: Man wandelte die Forderungen der Banken gegen die Kreditnehmer per Verbriefung in Anleihen um, irreführend Asset backed securities (ABS), d. h. durch Vermögenswerte unterlegte Wertpapiere, genannt. Irreführend insofern, als die Forderung gegen den Kreditnehmer durch die Etikettierung seiner Zahlungspflicht als Asset nicht werthaltiger wurde, die Forderung war ja nur die Kehrseite des Kredits.

Der Abverkauf der Anleihen ließ jedoch, kurzfristiger Effekt der Umetikettierung der Ware Kredit, in den Bilanzen keinen Wertberichtigungsbedarf entstehen. Zugleich entstand ein völlig neues Geschäftsfeld. Aus Krediten wurden Anleihen, diese wurden mit neuen Krediten beliehen, diese wurden neu verbrieft, weiterverkauft etc., bis zu sieben Mal. Aus der Blase der Überfinanzierungen wurde eine Blase fiktiver Vermögenswerte im Anleihemarkt, der bis 2007 auf 21 Billionen Dollar wuchs.

#### 1.2. Deutsche Begehrlichkeiten ebnen den Weg ins Nichts

Diese scheinbar geniale Lösung ließ die US-Wirtschaft über den Finanzsektor weiter boomen. In dieser Hinsicht eher Lemminge als Pioniere sahen die deutschen 'Finanzmarktexperten' in Ministerien, Politik und Wirtschaft Handlungsbedarf. Denn man war das Schlußlicht der internationalen Entwicklung: 2004 hatte Deutschland im Markt der 249 Milliarden Euro ABS in Europa nur einen Marktanteil von 2 %. Der Markt verhieß Wachstumsraten von 25 % pro Jahr, das ABS Emissionsvolumen lag deutlich vor anderen Segmenten des Euro-Anleihemarktes. Jede Umetikettierung von Darlehen in Anleihen brachte frische Gebühren, viele verdienten mit.

**kapital-markt-intern** – Redaktion Verlagsgruppe **markt-intern**: Herausgeber Dipl.-Ing. Günter Weber; verantw. Redaktionsdirektoren Dipl.-Kfm. Uwe Kremer, Heidi Scheuner, Rechtsanwalt Thorsten Weber; Abteilungsleiter Rechtsanwalt Georg Clemens, Dipl.-Kfm. Christoph Diel, Rechtsanwalt Lorenz Huck, Dipl.-Kfm. Karl-Heinz Klein, Dipl.-Vwt. Hans-Jürgen Lenz, Rechtsanwalt Carsten Nilles, Dipl.-Vwt. Stephan Schenk, Rechtsanwalt Gerrit Weber; Chef vom Dienst Bwt.(VWA) André Bayer.

**markt-intern** Verlag GmbH, Grafenberger Allee 30, D-40237 Düsseldorf, Telefon 0211-6698-0, Telefax 0211-666583, www.markt-intern.de. Geschäftsführer Hans Bayer, Dipl.-Ing. Günter Weber; Prokuristen Bwt.(VWA) André Bayer, Dipl.-Kfm. Uwe Kremer, Olaf Weber, Rechtsanwalt Thorsten Weber; Justitiar Rechtsanwalt Dr. Gregor Kuntze-Kaufhold. Gerichtsstand Düsseldorf. Vervielfältigung nur mit schriftlicher Genehmigung des Verlages. Druck: Theodor Gruda GmbH, Breite Straße 20, 40670 Meerbusch. Anzeigen, bezahlte Beilagen sowie Provisionen werden zur Wahrung der Unabhängigkeit nicht angenommen. ISSN 0173-3516

02 11 / 66 98 - 164

Fax: 02 11 / 69 12 - 440

e-mail: kmi@markt-intern.de

# Kapital-markt intern Kapital-markt i

k-mi-special Nr. 23/08, S. 2

Am 30.04.2004 beschlossen daher "im feierlichen Rahmen" die halbstaatliche KfW-Bankengruppe gemeinsam u. a. mit der West LB, der Helaba, der Bayerischen Landesbank, der Deutschen Bank, der Commerzbank etc., für den deutschen Markt die True-Sale-International-GmbH (TSI) zu gründen. In der Pressemitteilung heißt es:

"Die TSI-Verbriefungsinfrastruktur haben die KfW-Bankengruppe, Genossenschaftsbanken, Geschäftsbanken und Sparkassenfinanzgruppe gemeinsam entwickelt (...) Die Verbriefungsplattform wird aus drei gemeinnützigen Stiftungen (...) und Verbriefungszweckgesellschaften ('deutsches SPV', Special Purpose Vehicle) bestehen, die jeweils für eine einzelne Transaktion errichtet werden (...) Dieser in Analogie zur international üblichen Strukturen gewählter Aufbau erlaubt die insolvenzferne Errichtung deutscher SPV (...) Für jede True Sale-Verbriefung wird vom jeweiligen Originator ein eigenes insolvenzfernes SPV (...) gegründet (...) Das SPV kauft das zu verbriefende Kreditportfolio von einer Bank an, wandelt es in handelbare, durch Kreditforderungen gesicherte Wertpapiere (ABS = Asset-Backed-Securities) um und verkauft diese an Investoren auf dem Kapitalmarkt."

Die TSI war so die spiritus rector firm der neu geschaffenen Branche, ein Kartell der beteiligten Banken, die sich mit den SPV's, jeweils GmbHn mit der gesetzlichen Mindestkapitalisierung, vor der Haftung drücken wollten (insolvenzfern). Die KfW und u. a. die Ministerialbeamten des Wirtschaftsministeriums Hartmut Schauerte (Staatssekretär) und des Finanzministeriums Jörg Asmussen tüteten das abenteuerliche Konstrukt ein.

Die Hoffnungen, die man mit dem Projekt verband, waren riesengroß. Matthias Renner von der West LB erklärte für die TSI das Verbriefungsmodell zum Wundermittel. Banken entwickeln sich vom Risikonehmer zum Risikohändler. Germany goes Capital Markets. Ohne Verbriefung könnten sich Banken nur entsprechend ihrer eigenen Ratings refinanzieren, mit Verbriefung Bilanzrisiken auslagern und ihr Rating künstlich erhöhen. Es träte eine Risikominderung beim Originator (der Bank) sowie im Bankensystem ein. Und der Clou an alledem: Die Kreditnehmer wissen von nichts!

Um die mittelständische Wirtschaft zu locken, sollte der Zaubertrick, mit dem aus Forderungen angeblich neue Werte in Form von Anleihen gebastelt werden, nicht nur für Bankforderungen, sondern auch für Unternehmensforderungen gelten. Daher fragte die Fraktion der CDU/CSU bei der Bundesregierung an, wie man die Hemmnisse für die Verbriefung so beseitigen könne, daß nicht nur Banken davon profitierten (Bundestagsdrucksache 15/5496 vom 10.05.2005). Offenbar sah man hier schon den neuen deutschen Exportschlager geboren: Kredit- und Forderungsmüll im Goldpapier der ABS, made in Germany by TSI.

## 2. Die Scheinsicherheit als besondere Komponente des deutschen ABS-Modells

### 2.1. Das deutsche ABS-Modell

Nimmt man das Eigenlob des Ministerialdirektors Asmussen in der Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen 2006 (Seite 1016-1021) für bare Münze, ist es der konzertierten Aktion aus Ministerien und Banken dann gelungen, "das wohl größte Verbriefungsprogramm in Europa" zu schaffen. Europaweit wird man von einem ABS-Segment im Billionenbereich ausgehen können, da das Volumen bereits 2004 bei 249 Milliarden € lag. Um den genannten Erfolg zu erzielen, bot und bietet die TSI auf ihrer Homepage eine besonders deutsche und scheinbar sicherheitenorientierte Konstruktion der ABS, nämlich die True-Sale-Verbriefung mit Zertifikat an.

Man wirbt mit der Staatsnähe des Kartells, denn die sogenannten Rechtsrahmen I und Rechtsrahmen II schaffen angeblich über die Einführung von Refinanzierungsregistern eine sichere insolvenzfesten Treuhandlösung für das problematische Produkt ABS. Im Insolvenzfall wird vom Insolvenzgericht ein Sachverwalter für das Refinanzierungsregister bestellt, der neben den Insolvenzverwalter tritt und die im Register eingetragenen Forderungen und Gegenstände verwaltet etc. Leider werden auch durch dieses bürokratische Konstrukt die zu Grunde liegenden Forderungen doch nicht wertvoller.

(Beitrag wird fortgesetzt)

Namentlich gekennzeichnete Beiträge geben nicht in jedem Fall die Meinung der Redaktion wieder.

In Europas größtem Informationsdienstverlag...

steuertip finanztip  
kapital-markt intern  
kapital-markt intern  
GmbH intern Bank intern  
steuerberater intern  
Ihr Steuerberater  
EXZELTIV (Schweiz)

...erscheinen die wöchentlichen Branchenbriefe:

Autos Tankstellen Wasser Schweißerei Maschinenbau Apotheke Anwaltschaft  
Elektronik Seifen/Reinigung DOP Fischhandel Energie Fachhandel Sport Elektro  
Fachhandel Markt Fachhandel Fachhandel Fachhandel  
Eisenwaren Gartenmöbel Möbel Schokolade Fachhandel Foto Fachhandel  
Werkzeuge Gartenmöbel Möbel Schokolade Fachhandel Foto Fachhandel  
Spezialkommissionen Spielzeug Musikinstrumente  
Wohlfühlartikel

Immobilien intern  
versicherungstip  
investment intern  
recht intern  
Anleihen  
inside track (USA)

## Die Verbriefungsconnection - highway to hell -

### Wie das Finanz- und Wirtschaftsministerium den Finanzplatz Deutschland gefährden helfen (Teil 2)

- RA Dr. Volker Gallandi/Gorxheimertal -

In Teil 1 wurde die Entwicklung, die unter dem Begriff 'subprime' zur größten Finanzkrise seit den dreißiger Jahren geführt hat, kurz skizziert. Immer größer wurde in den USA der Kreis der Kreditnehmer gezogen und so auch viele 'faule Kredite' vergeben. Die damit eingehandelten Risiken wurden dank der genialen Idee der Investmentbanker verbrieft und weiterveräußert. Damit sind die Ausfallrisiken nicht weg, aber jemand anderes - z. B. der deutsche Steuerzahler - muß sie tragen. Ausgehend von den USA griff die Methode, schlechte Risiken zu schönen und weiterzuverkaufen, mit aktiver Geburtshilfe von Finanz- und Wirtschaftsministerium auch auf Deutschland über. Trotz - typisch deutsch - bürokratischer Hürden wurden aber auch hier die Forderungen nicht werthaltiger.

### 2.2. Der Risiko-Mix im deutschen ABS-Modell

Dem will man mit einem weiteren angeblichen Qualitätsunterschied entgegenwirken: Während bei der bisher in Deutschland verbreiteten sogenannten synthetischen Verbriefung lediglich das Kreditrisiko transferiert wird, also Kreditmüll im Substrat, wird bei den True-Sale-Verbriefungen angeblich ein repräsentatives Stück aus dem Gesamtkreditportfolio herausgelöst, also Kreditmüll und gute Kredite im Mix. Weiter werde eine Loslösung der Forderungen vom Originator (Bank) erreicht, Vorteil laut TSI:

*"True-Sale-Verbriefungen verkürzen die Bilanz und führen zu einer Verbesserung der Bilanz-Kennzahlen."*

Das Kartell hilft seinen Mitgliedern also bei der Bilanzmanipulation. Die Zusage, daß man eine repräsentative Portfoliozusammensetzung verbrieft würde, ist ebenfalls Augenwischerei. Denn jeder, der sich im Bereich der strengsten Version der Prüfung von Kreditinstituten, der Außenprüfung, auskennt, weiß, daß die Prüfungen im Regelfall vorher angekündigt werden und sich nur auf vorher bestimmte Teilbereiche beschränken. Die für die ABS gewählte mildere Form der Prüfung durch Rating-Agenturen beschränkt sich systemimmanent auf eine Schlüssigkeitprüfung des von der Bank gelieferten und gestalteten Materials. Das Versagen der Rating-Agenturen (großzügige Vergabe des AAA) wiederum kennt man noch aus der Asienkrise.

### 2.3. Die Rolle der im Staatsbesitz befindlichen KfW-Bank als Sicherungsgeberin

Als weiteres Lockmittel der TSI wird die zum größten Teil staatseigene KfW zur obersten Garantiebank ohne Haftungslimit erklärt, auch dies aber nur zum Schein: *"Die KfW stellt dabei die gewünschte Absicherung derart zur Verfügung, daß sie Forderungsausfälle aus dem Kreditportfolio (...) absichert (...) Das Verlustrisiko (...) wird dabei durch die Ausgabe von Schuldscheinen durch die Zweckgesellschaft übernommen und von dieser durch Ausgabe von Inhaberschuldverschreibungen (Credit-Linked-Notes) an den Kapitalmarkt weitergegeben (...) In den diesen Schuldscheinen zugrunde liegenden abstrakten Schuldversprechen verpflichtet sich die KfW, an den Inhaber der Schuldscheine, also die Zweckgesellschaft, Zahlungen (...) zu leisten (...) Entsprechend den Bedingungen der von der Gesellschaft ausgegebenen Credit-Linked-Notes ist die Gesellschaft den Gläubigern gegenüber berechtigt, die Leistungen aus den Credit-Linked-Notes entsprechend des in den Credit-Linked-Schuldverschreibungen abgebildeten Kreditverlaufs zu kürzen."*

Das heißt, die wertlosen GmbH haften für Schuldscheine, die KfW als Garant haftet nur nach dem Wert der zugrunde liegenden Forderungen, die Garantie steht nur auf dem Papier. Die Investoren sind daher diejenigen, die in der Verbriefungskette als letzte 'die Hunde beißen'. Diese verlassen

**kapital-markt intern** - Redaktion Verlagsgruppe **markt intern**: Herausgeber Dipl.-Ing. Günter Weber; verantwortl. Redaktionsdirektoren Dipl.-Kfm. Uwe Kremer, Heidi Scheuner, Rechtsanwalt Thorsten Weber; Abteilungsleiter Rechtsanwalt Georg Clemens, Dipl.-Kfm. Christoph Diehl, Rechtsanwalt Lorenz Huck, Dipl.-Kfm. Karl-Heinz Klein, Dipl.-Vwt. Hans-Jürgen Lenz, Rechtsanwalt Carsten Nilles, Dipl.-Vwt. Stephan Schenk, Rechtsanwalt Gerrit Weber; Chef vom Dienst Bwt.(VWA) André Bayer.

**markt intern** Verlag GmbH, Grafenberger Allee 30, D-40237 Düsseldorf, Telefon 0211-6698-0, Telefax 0211-666583, www.markt-intern.de. Geschäftsführer Hans Bayer, Dipl.-Ing. Günter Weber, Prokuristen Bwt.(VWA) André Bayer, Dipl.-Kfm. Uwe Kremer, Olaf Weber, Rechtsanwalt Thorsten Weber; Justitiar Rechtsanwalt Dr. Gregor Kuntze-Kaufhold. Gerichtsstand Düsseldorf. Vervielfältigung nur mit schriftlicher Genehmigung des Verlages. Druck: Theodor Grunda GmbH, Breite Straße 20, 40670 Meerbusch. Anzeigen, bezahlte Beilagen sowie Provisionen werden zur Wahrung der Unabhängigkeit nicht angenommen. ISSN 0173-3516

02 11 / 66 98 - 164

Fax: 02 11 / 69 12 - 440

e-mail: [kmi@markt-intern.de](mailto:kmi@markt-intern.de)



