

Verbriefung

„Verbriefung“ bezeichnet in der globalen politischen Ökonomie der Finanzbeziehungen einen Prozess, bei dem Eigentumsrechte oder (künftige) Zahlungsströme in handelbare Wertpapiere verwandelt werden (*securitization*). Verbriefungsprozesse bilden die fundamentale Finanzpraxis, auf deren Basis sich die Expansion und die gesellschaftlichen Bedeutungsveränderungen der (globalen) Finanzbeziehungen vollzogen, welche heute unter dem Schlagwort der Finanzialisierung diskutiert werden. Seit den 1970er Jahren weitete sich die Praxis der Verbriefung mit der Internationalisierung und Re-Regulierung der Finanzmärkte drastisch aus. Sie bildete die Basis für die Entwicklung der Derivatmärkte, unterschiedlichster Typen von Finanztransaktionen und für die Explosion der Sekundärmärkte für Wertpapiere insgesamt. Darüber hinaus führt die Verbriefungspraxis zu einer starken Zunahme der Erfindung neuer Finanzprodukte und Anlageklassen, durch die immer neue Bereiche in das globale Finanzsystem integriert und verbrieft werden – von der Zahlung von Mieten oder Sozialversicherungsbeiträgen über die Verwertung von Natur bis hin zum Bau und Betrieb öffentlicher Infrastruktur. Der Verbriefungstrend ist dabei gleichermaßen Ausdruck wie Vehikel der massiven Expansion der internationalen Finanzmärkte und trägt wesentlich zu einer auf sie orientierten strukturellen Transformation des globalen Kapitalismus bei. Heute wird der Markt für verbrieft Hypothekenkredite als einer der Auslöser der sich seit 2007 entfaltenden globalen Wirtschafts- und Finanzkrise bewertet und als Katalysator von Krisendynamiken diskutiert, die durch Forderungspyramiden, Ausfallrisiken und Spekulation entstehen. Trotz der drastischen Folgen dieser Krise und des kurzfristigen Imageschadens von Verbriefungsprozessen bleibt deren Bedeutung hoch und nimmt in spezifischen Feldern – etwa im Kontext der Finanzialisierung der Entwicklungspolitik – weiter zu.

Technisch werden Verbriefungsprozesse durchgeführt, indem in einem ersten Schritt gleichartige Forderungen bzw. Zahlungsströme in einem so genannten Referenzportfolio gesammelt werden. Zentral ist, dass diese Forderungen über einen längeren Zeitraum hinweg einen stetigen Zahlungsstrom gewährleisten müssen und gleichzeitig als Sicherheit wie als Quelle für das Erwirtschaften von Profit dienen – klassischer Weise etwa Kreditverträge oder einkommensbildende Vermögenswerte wie Eigentumsrechte an Unternehmen (Leyshon & Thrift 2007). Das Referenzportfolio verkauft der so genannte *Originator* an eine Zweckgesellschaft (*special purpose vehicle*,

SPV). Ein SPV ist eine extra für diesen Zweck geschaffene Geschäftseinheit, die rechtlich selbstständig ist und deren Aufgabe in dem Aufkauf der Vermögenswerte (*assets*) und der Übernahme von Ausfall- und Versicherungsrisiken besteht. Dies ermöglicht den ursprünglichen Eigentümer:innen der Referenzportfolios offene Forderungen und damit verbundene Risiken aus ihren Bilanzen auszulagern. Sie können durch den Verkauf des Portfolios das erlangte Kapital erneut investieren – die Verbriefung erhöht also ihre Liquidität. Die SPVs refinanzieren nun im zweiten Schritt des Verbriefungsprozesses ihren Kauf, indem sie aus dem erworbenen Portfolio neue Finanzprodukte kreieren und diese Wertpapiere an den Finanzmärkten verkaufen. Hierbei können die verbrieften Forderungen entlang ihrer Bonität in verschiedene Tranchen aufgeteilt werden, so dass Wertpapiere mit unterschiedlichen Renditeerwartungen und durch Rating-Agenturen bewertete Risikoklassen entstehen. Die neu geschaffenen Wertpapiere sind mit den Zahlungsansprüchen aus dem ursprünglichen Referenzportfolio besichert; aus den damit verbundenen Zahlungsströmen werden die Renditen der Investor:innen finanziert. Diese können die verbrieften Finanzprodukte ihrerseits auf den Sekundärmärkten weiterverkaufen, wodurch die Wertpapiere zu einem Investitions- und Spekulationsobjekt werden (Gabor 2018).

Mit Verbriefungsprozessen geht damit eine Formveränderung einher – etwa von Kreditverträgen in Wertpapiere, welche weitreichende Folgen hat. Um diese Formveränderung zu verstehen, hilft die von Karl Marx vorgenommene Differenzierung zwischen zinstragendem und fiktivem Kapital. Marx bezeichnet den klassischen Kredit als zinstragendes Kapital. Geld nimmt hier die Form einer Ware an und soll sich durch künftige Zinszahlungen verwerten. Fiktives Kapital bezeichnet demgegenüber eine verbrieft und handelbare Forderung, etwa eine Anleihe oder Aktie. Durch Verbriefungsprozesse werden die zuvor unverkäuflichen Rechte und damit verbundene Risiken, beispielsweise das Recht auf (Rück-)Zahlungen im Rahmen von Kreditverträgen, in ein neu geschaffenes Wertpapier verwandelt, das als Ware auf dem Finanzmarkt gehandelt werden kann. Durch die Handelbarkeit der Forderungen vollzieht das fiktive Kapital eine eigene Bewegung, bei der dem neu entstandenen Wertpapier ein eigener Preis zukommt. Dieser Preis (Kurswert) muss nicht mit der Höhe des vorgeschossenen Kapitals (Nennwert) zusammenfallen. Er orientiert sich vielmehr an den Erwartungen von Investor:innen über künftige Entwicklungen. Mit dem Preis der gehandelten Wertpapiere unterliegt dann auch der ökonomische Prozess, welcher der Verbriefung zugrunde liegt, Profiterwartungen und (spekulativen) Finanzmarktlogiken. Die Eigentümer:innen der Wertpapiere können durch die Preisbewegungen der Eigentumstitel neben den Zahlungen von Zinsen oder

Dividenden einen zusätzlichen Differenzgewinn erwirtschaften, wenn sie die Wertpapiere verkaufen (Marx: MEGA II/4: 521ff; vgl. Sablowski 2003: 204).

Als Beispiel für einen Verbriefungsprozess kann die derzeit von internationalen Organisationen forcierte Finanzierung von Infrastrukturprojekten im Globalen Süden dienen, etwa beim Bau und Betrieb eines öffentlichen Krankenhauses. Statt den Bau über den Staatshaushalt oder die Aufnahme von Krediten zu finanzieren, wird eine *Public Private Partnership* (PPP) gegründet, und die benötigten Mittel werden über die Ausgabe von Wertpapieren refinanziert. Nicht die öffentliche Hand ist nun Eigentümerin des Krankenhauses, die Mittel werden lediglich in ihrem Namen beschafft. Die in das PPP involvierten Privatunternehmen werden mit der Bereitstellung der Infrastruktur und/oder der mit ihrem Betrieb verbundenen Dienstleistung beauftragt und erhalten hierfür Zahlungen von der öffentlichen Hand oder den Endnutzer:innen. Die PPPs übernehmen theoretisch auch die Investitionsrisiken. Um für privatwirtschaftliche Akteur:innen die Risiken zu senken, sichert jedoch häufig die öffentliche Hand über Investitionsschutzabkommen, Risikobürgschaften oder Preisgarantien die Risiken der Investitionen inklusive der Profite der Wertpapierhalter:innen ab (*de-risking*). Das Risiko der Investor:innen wird dadurch vergesellschaftet. Durch die Refinanzierung der benötigten Mittel über Verbriefung wird der mit dem Bau und Betrieb des Krankenhauses verbundene Zahlungsstrom in eine auf dem Finanzmarkt handelbare Ware transformiert. Dies schafft nicht nur neue Anlageoptionen, die Investitionen haben vor allem das Ziel, Profit zu erwirtschaften. Die an die Wertpapierhalter:innen zu zahlenden Zinsen oder Dividenden müssen nun aus dem Krankenhausbetrieb (oder aus staatlichen Mitteln) finanziert werden. Der Preis des Wertpapiers unterliegt Finanzmarktdynamiken und dem Interesse der Eigentümer:innen, ihn möglichst zu steigern. Dadurch wird nun auch der Bau und Betrieb des Krankenhauses und der damit verbundene Zahlungsstrom Finanzmarktlogiken unterworfen. Dies kann etwa Kostendruck auf den Betrieb und die damit verbundene Abnahme der Qualität der Gesundheitsversorgung, eine Einschränkung des Zugangs für nicht zahlungskräftige Kund:innen oder einen plötzlichen Kapitalabzug zur Folge haben.

Verbriefungsprozesse verlagern also Kredit- oder Versicherungsrisiken weg von den ursprünglichen Eigentümer:innen des Referenzportfolios und ermöglichen diesen Zugang zu Liquidität. Gesellschaftlich können Verbriefungsprozesse dabei weitreichende Konsequenzen haben: Sie erschließen neue gesellschaftliche Bereiche für eine Aneignung und profitorientierte Verwertung durch Finanzmarktakteur:innen, forcieren Kommodifizierungs- und Privatisierungsprozesse und unterwerfen die neu eröffneten Anlagefelder

den Profiterwartungen und Finanzmarktlogiken sowie den damit verbundenen spekulativen Dynamiken. Dies führt gerade in Kontexten des Globalen Südens zu einer strukturellen Transformation der Finanzbeziehungen hin zu kapitalmarktbasierten Finanzsystemen, zur Etablierung von Sekundärmärkten und einer weiteren Finanzialisierungs- und Privatisierungsdynamik, was mit einer strukturellen Reorganisation der involvierten Bereiche und ihrer Nutzungsbedingungen sowie – in einem weiteren Sinne – der sozioökonomischen Beziehungen insgesamt verbunden ist. Gerade im Nord-Süd-Kontext sind Verbriefungspraktiken damit ein machtvolleres Vehikel zur Öffnung von Ökonomien für im Globalen Norden verankerte wirtschaftliche Interessen und neo-koloniale Aneignungsprozesse.

Jenny Simon

Literatur

- Gabor, Daniela (2018): *Understanding the Financialisation of International Development through 11 FAQs*. <https://us.boell.org/sites/default/files/financialisationfaqs.pdf>, letzter Aufruf: 10.5.2021.
- Leyshon, Andrew, & Nigel Thrift (2007): „The Capitalization of Almost Everything“. In: *Theory, Culture & Society*, Bd. 24, Nr. 7-8, S. 97-115 (<https://doi.org/10.1177/0263276407084699>).
- Marx, Karl (2012 [1863/65]): *Ökonomische Manuskripte 1863-1867. Teil 2. Manuskript 1863/65 zum 3. Buch des „Kapital“*. Marx-Engels-Gesamtausgabe (MEGA), Abt. 2: *Das Kapital und Vorarbeiten* / Bd. 4, *Ökonomische Manuskripte 1863-1867*, Berlin.
- Sablowski, Thomas (2003): „Bilanz(en) des Wertpapierkapitalismus. Deregulierung, Shareholder Value, Bilanzskandale“. In: *PROKLA. Zeitschrift für kritische Sozialwissenschaft*, Nr. 131, S. 201-233 (<https://doi.org/10.32387/prokla.v33i131.666>).