

Asset Backed Securities

- Die Verbriefung von Forderungen bei Kreditinstituten -

Diplomarbeit zur Erlangung des Grades

Diplomkaufmann (FH)

an der Fachhochschule Nordostniedersachsen

Fachbereich Wirtschaft/Lüneburg

Studienschwerpunkt: Finanzdienstleistungen

Erstgutachter: Herr Prof. Dr. rer. pol. Huth

Zweitgutachterin: Frau Prof. Dr. Lischke

Vorgelegt von: Lars Torlinski

Matrikelnummer: 150453

**Wohnort: Apothekenstr. 5
21335 Lüneburg**

Tel.: 04131 – 244 006

mobil: 0172 – 437 473 9

email: LarsTor@web.de

Fachsemester: 10

Prüfungszeit: WS 03/04

Vorgelegt am: 27.02.2004

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis	II
Abbildungsverzeichnis	IV
Abkürzungsverzeichnis	V
Einleitung und Vorgehensweise	1
1 Theorie der Finanzintermediation	4
1.1 Finanzintermediäre	6
1.1.1 ... im weiteren Sinne	6
1.1.2 ... im engeren Sinne	9
1.2 Transformationsleistungen von Finanzintermediären	10
1.2.1 Informationsbedarfstransformation	11
1.2.2 Losgrößentransformation	12
1.2.3 Fristentransformation	12
1.2.4 Risikotransformation	13
2 Securitisation	16
2.1 Securitisation und die Möglichkeit zur Disintermediation	16
2.2 Der europäische Markt für Verbriefungen	18
2.3 Der Ablauf einer Forderungsverbriefung	19
3 Asset Backed Securities	22
3.1 Klassische Asset Backed Securities und Mortgage Backed Securities	23
3.2 Collateralised Debt Obligations (CDO)	25
3.3 Der Ablauf einer ABS Transaktion	27
3.4 Die Kontrahenten und ihre Funktionen innerhalb einer ABS Transaktion	30
3.4.1 Originator	30
3.4.2 Special Purpose Vehicle	32
3.4.3 Investoren	34
3.4.4 Ratingagenturen	36
3.4.5 Serviceagent und Trustee	39
3.4.6 Weitere Beteiligte	42
4 Die Zahlungsstromvarianten	44
4.1 Pass Through Konstruktion	44
4.2 Pay Through Konstruktion	46
5 Voraussetzungen für die Verbriefung bankeigener Forderungen	50
5.1 Zwingende Voraussetzungen	50
5.1.1 Ableitung eines Cash-flow	50

5.1.2	Prognostizierbarkeit des Cash-flow.....	50
5.1.3	Möglichkeit zur Separation der Kredite	51
5.2	Begünstigende Eigenschaften.....	51
5.2.1	Homogenität der Forderungen.....	52
5.2.2	Historische Datenbasis	52
5.2.3	Niedrige Quote von Zahlungsausfällen, Verzögerungen und vorzeitigen Rückzahlungen	53
5.2.4	Regionale und demografische Streuung der Kreditschuldner.....	54
5.2.5	Ausreichendes Volumen.....	54
5.2.6	Ausreichende Mindestverzinsung eines Kreditpools	55
5.2.7	Mindestlaufzeit eines Kreditportfolios	55
6	Credit Enhancement	56
6.1	Interne Techniken.....	57
6.1.1	Overcollateralisation	57
6.1.2	Spread Account	58
6.1.3	Subordination	59
6.1.4	Recourse	60
6.2	Externe Techniken.....	60
6.2.1	Letter of Credit.....	61
6.2.2	Cash Collateral Account.....	62
6.2.3	Financial Guaranty Insurance.....	62
7	Sinn und Zweck von Asset Backed Securities bei Kreditinstituten.....	64
7.1	Entlastung der Grundsätze I, II und III.....	64
7.2	Verbesserung der Unternehmenskennzahlen	68
7.3	Liquiditätssicherung	69
7.4	Erschließung neuer Finanzierungs- und Ertragsquellen.....	71
7.5	Risikomanagement	72
7.5.1	Ausfallrisiko	72
7.5.2	Zinsänderungsrisiko	74
8	ABS versus Pfandbrief.....	79
9	Schlussbetrachtung und Ausblick.....	81
	Literaturverzeichnis.....	VII
	Anhang	VII
	A1 – Ratingübersicht für ABS und Commercial Papers.....	VII
	A2 - Grundsatz II und III.....	VIII

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Kontinuum der Kapitalnachfrager, geordnet nach dem Grad der Informationssymmetrie.....	17
Abbildung 2: Wachstum des europäischen Verbriefungsmarktes 1994 – 2002.....	18
Abbildung 3: Grundstruktur der Forderungsverbriefung.....	21
Abbildung 4: Die Klasse der Asset Backed Securities.....	22
Abbildung 5: Entwicklung von ABS und MBS in Europa (2000 – 2001).....	24
Abbildung 6: Entwicklung der CDO.....	26
Abbildung 7: Grundstruktur einer Verbriefung bankeigener Forderungen.....	27
Abbildung 8: Pass Through Konstruktion.....	46
Abbildung 9: Pay Through Konstruktion.....	48
Abbildung 10: Multi Tranche Pay Through Konstruktion.....	50
Abbildung 11: Gewichtung der Risikoaktiva.....	66
Abbildung 12: Bilanz vor und nach dem Forderungsverkauf.....	67
Abbildung 13: Festzins-Situation vor der Verbriefung.....	76
Abbildung 14: Festzins-Situation A nach der Verbriefung.....	77
Abbildung 15: Festzins-Situation B nach der Verbriefung.....	78
Abbildung 16: Verbriefung einer variablen Zinsposition zur Begrenzung des Zinsänderungsrisikos.....	79
Abbildung 17: Vergleich von Pfandbrief und Asset Backed Securities.....	82

Abkürzungsverzeichnis

a.a.O.	=	am anderen Ort
ABCP	=	Asset Backed Commercial Papers
ABS	=	Asset Backed Securities
BaFin	=	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BAKred	=	Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen
BAV	=	Bundesaufsichtsamt für das Versicherungswesen
BAWe	=	Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel
BGB	=	Bürgerliches Gesetzbuch
bspw.	=	beispielsweise
bzgl.	=	bezüglich
bzw.	=	beziehungsweise
CBO	=	Collateral Bond Obligation
CDO	=	Collateral Debt Obligation
CLO	=	Collateral Loan Obligation
DB	=	Deutsche Bank
d.h.	=	das heißt
DM	=	Deutsche Mark
DV	=	Datenverarbeitung
EDV	=	elektronische Datenverarbeitung
engl.	=	englisch
EU	=	Europäische Union
evtl.	=	eventuell
f.	=	folgende
ff.	=	fortfolgende
FGI	=	Financial Guaranty Insurance
FinDAG	=	Gesetz über integrierte Finanzdienstleistungsaufsicht
FRN	=	Floating Rate Note
GIC	=	Guaranteed Investment Contract
Hrsg.	=	Herausgeber
i.d.R.	=	in der Regel
KfW	=	Kreditanstalt für Wiederaufbau

KWG	=	Kreditwesengesetz
MBS	=	Mortgage Backed Securities
Mio.	=	Millionen
Mrd.	=	Milliarden
OTC	=	Over-The-Counter
o.V.	=	ohne Verfasser
S.	=	Seite
Schufa	=	Schutzgemeinschaft für allgemeine Kreditsicherung
sog.	=	sogenannte
SPV	=	Special Purpose Vehikel
USA	=	United States of America
u.U.	=	unter Umständen
Vgl.	=	vergleiche
z.B.	=	zum Beispiel
z.T.	=	zum Teil
zzgl.	=	zuzüglich

Einleitung und Vorgehensweise

Seit Beginn der achtziger Jahre ist ein gravierender Strukturwandel innerhalb des internationalen Bankgeschäfts zu beobachten. Die bis dato traditionelle Finanzierung des Anlagengeschäftes durch Gelder von den Kreditmärkten wird durch die Ausgabe von Wertpapieren auf den Kapitalmärkten verdrängt.¹

Diese Substitution von Kreditfinanzierungen durch Wertpapierfinanzierungen ist durch die sog. Securitisation möglich geworden.² Generell beschreibt Securitisation die Verbriefung eines Anspruchs in einem Wertpapier, welches an einer offiziellen Börse oder Over-The-Counter (OTC) gehandelt wird. Somit besteht für ein solches Papier ein entsprechender Marktpreis, welcher sich an Angebot und Nachfrage orientiert. Wird ein solches Vorgehen auf eine Aktivposition innerhalb einer Bilanz bezogen, so spricht man von Asset Backed Securities (ABS).³

Diese Wertpapiere, die Aktiva aus Bilanzen von Großunternehmen und Banken verbrieft werden, werden häufig zur Liquiditätsbeschaffung genutzt und von Investoren als attraktive Anlage angesehen.⁴

Da vor allem Bankbilanzen über ein großes, zur Securitisation geeignetes Forderungsvolumen verfügen⁵, ist das Ziel dieser Ausarbeitung das Konzept von ABS Transaktionen im Bankensektor darzustellen.

Im ersten Kapitel dieser Arbeit soll die Theorie der Finanzintermediation beschrieben werden. Anschließend folgen die Definitionen von Finanzintermediären und deren Transformationsleistungen. Es soll gezeigt werden, warum die Existenz von Finanzintermediären innerhalb eines Finanzsystems berechtigt ist.

¹ Vgl. DAVID, Securitisation – Verbriefung von Bankforderungen, Deutscher Sparkassenverlag, Stuttgart, 2001, S. 17.

² Vgl. DAVID, a.a.O., S. 17.

³ Vgl. BERNET, Bankstrategische Aspekte der Verbriefung von Kreditpositionen, erschienen in: Die Bank, Heft 6/1999, S. 396.

⁴ Vgl. BÜTTNER, Die wertpapiermäßige Verbriefung von Bankforderungen zu Asset Backed Securities, Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden, 1999, S. 19.

⁵ Vgl. DAVID, a.a.O., S. 15.

In Kapitel 2 werden das Prinzip der Securitisation und ihr Nutzen zur Disintermediation, aufgezeigt. Um dem Leser Entwicklungstendenzen dieser Finanzierungstechnik zu verdeutlichen, werden die historische Entwicklung und deren Gründe dargestellt. Abgeschlossen wird dieses Kapitel mit dem Ablauf einer klassischen Forderungsverbriefung.

Den Hauptteil dieser Arbeit stellen die Kapitel 3 bis 7 dar. Der Abschnitt Asset Backed Securities soll die Arten von ABS⁶ skizzieren, um danach den komplexen Ablauf einer ABS Transaktion mit seinen Beteiligten und deren Aufgaben zu zeigen.

Da der aus verbrieften Forderungen hervorgehende Cash-flow unterschiedlich weitergeleitet werden kann, soll Kapitel 4 die verschiedenen Zahlungsstromvarianten erläutern.

Kapitel 5 beschreibt die Voraussetzungen für die Verbriefung bankeigener Forderungen. Hier soll unterschieden werden zwischen den zwingenden Voraussetzungen, welche die Securitisation erst möglich machen und begünstigenden Eigenschaften, deren Vorhandensein die Verbriefung unter Kostenaspekten positiv wie negativ beeinflussen kann.

In Kapitel 6 sollen Möglichkeiten zur Bonitätsverbesserung der zu Grunde liegenden Forderungen aufgezeigt werden, um eine positivere Bewertung der gesamten Transaktion zu erreichen. Es wird unterschieden zwischen unternehmensinternen Techniken und Varianten, welche durch die Involvierung Dritter vorgenommen werden können (externe Techniken).

Das 7. Kapitel zeigt die Einsatzmöglichkeiten von ABS bei Banken. Neben der Entlastung der Eigenkapitalgrundsätze, der Einflussnahme auf Unternehmenskennzahlen und Liquidität sollen die Erschließung neuer Finanzierungs- und Ertragsquellen und die Auswirkungen auf das Risikomanagement beschrieben werden. Zu den jeweiligen Punkten werden Lösungsvorschläge durch den Einsatz von ABS aufgezeigt.

⁶ Die Verbriefung von Forderungen zu sog. „synthetischen“ ABS wird im Rahmen dieser Arbeit nicht behandelt.

Im 8. Kapitel werden Asset Backed Securities mit einer weiteren Art der Verbriefung bankeigener Forderungen, dem Pfandbrief, verglichen. Um die jeweiligen Unterschiede darzustellen dient eine tabellarische Übersicht.

Zum Schluss dieser Ausarbeitung erfolgt eine Schlussbetrachtung mit einem Ausblick. Hier soll noch einmal kritisch darauf eingegangen werden, ob ABS den an sie gestellten Anforderungen entsprechen und ob sich diese Finanzierungsform innerhalb der Bundesrepublik Deutschland durchsetzen wird.

1 Theorie der Finanzintermediation

Unter Finanzintermediation versteht man die Vermittlung von Kapital zwischen Geldnachfragern und Geldnehmern. Die Anfang der 70'er Jahre aufgestellte „Theory of Financial Intermediation“ stellt allerdings die Frage der Existenzbegründung von Kapitalvermittlern bzw. Finanzintermediären.⁷

Die Theorie schlägt zur Begründung der Existenz von Finanzintermediären zwei Wege ein: Die erste Argumentation bezieht sich auf den Einsparungseffekt bei der Vermittlung zwischen Kapitalgebern und -nehmern. Die zweite besagt, Finanzintermediäre seien in der Lage, Informationsprobleme zwischen den Vertragsparteien zu lösen. Beide Erklärungsansätze beziehen sich auf in diesem Zusammenhang anfallende Transaktionskosten.⁸

In der Finanzwirtschaft werden Transaktionskosten auch als Informations- und Kommunikationskosten bezeichnet. Im Rahmen von Finanzverträgen fallen sie an für:⁹

- Anbahnung (Kapitalgeber und -nehmer entstehen Kosten bei der Suche nach geeigneten Marktpartnern)
- Vereinbarung (Kosten, welche bei der Verhandlung der Modalitäten des Finanzkontraktes anfallen)
- Abwicklung (Durchführung des Leistungsaustausches durch Übertragung bzw. Transformation von Finanztiteln)
- Kontrolle (Es entstehen Kosten für die Überwachung der vertraglichen Vereinbarungen)
- Anpassung (Zusatzkosten, welche aufgrund nachträglicher Vertragsmodifikationen, wie Zahlungsaufschub, entstehen)

⁷ Vgl. SÜCHTING/PAUL, Bankmanagement, 4., vollständig neu konzipierte und wesentlich erweiterte Auflage, Schäffer-Poeschl Verlag, Stuttgart, 1998, S. 12.

⁸ Vgl. ALLEN/SANTOMERO, The Theory of financial information, erschienen in: Journal of Banking and finance, Heft 21/1998, S. 1461.

⁹ Vgl. PAUL(a), Bankintermediation und Verbriefung – Neue Chancen und Risiken für Kreditinstitute durch Asset Backed Securities, Gabler Verlag, Wiesbaden, 1994, S.17.

Die Literatur differenziert Transaktionskosten in Transaktionskosten im engeren Sinne und Transaktionskosten im weiteren Sinne.¹⁰

Der Transaktionskostenansatz im engeren Sinne geht von einem gleichen Informationsstand der am Markt agierenden Parteien aus. Da Informationen unter realistischen Bedingungen nicht kostenlos erhältlich sind, kann es somit bzgl. Beschaffung, Verarbeitung und Kontrolle dieser Ressource zu Wettbewerbsvorteilen kommen. Bei einem Transaktionskostenansatz im weiteren Sinne (siehe 1.2.1)¹¹ wird von einer ungleichen Verteilung der Informationen ausgegangen. Die mit dieser ungleichen Verteilung verbundenen Kosten für Geldnachfrager und –nehmer sollen durch die Einschaltung eines Intermediär verringert werden können.¹²

Die Ersparnis von Transaktionskosten im engeren Sinne beruht darauf, dass auch bei der Übertragung von Finanztitel und Zahlungsmitteln zwischen Gläubigern und Schuldnern Faktorkosten anfallen. Durch die Spezialisierung von Finanzintermediären – speziell Banken – können Kostenvorteile ausgenutzt werden, welche sich aus der Spezialisierung und der massenhaften Durchführung dieser Tätigkeit ergeben. Die sich dadurch ergebene Ersparnis von Stückkosten bei wachsender Ausbringungsmenge wird als „Economies of Scale“ bezeichnet.¹³

Diese Skaleneffekte werden mit zwei Argumenten belegt:

Als erstes wird die sog. Kostendegression angeführt. Die mit der Technologie verbundenen Fixkosten, welche bei der Leistungserstellung anfallen, können auf einen größere Zahl von Leistungseinheiten verteilt werden. Zum zweiten werden die sog. Lernkurveneffekte genannt. Hierbei handelt es sich um Übungsgewinne, welche durch wiederholtes Ausführen der gleichen Tätigkeiten anfallen. Dies hat zur Folge, dass mit mehrmaliger Ausführung Arbeitsprozesse qualitativ hochwertiger aber auch zunehmend schneller durchgeführt werden.¹⁴

¹⁰ Vgl. SÜCHTING, a.a.O., S. 13.

¹¹ Die Finanzintermediation im weiteren Sinne, welche sich mit der asymmetrischen Informationsverteilung beschäftigt, wird in 1.2.1 (Informationsbedarfstransformation) beschrieben.

¹² Vgl. SÜCHTING, a.a.O., S. 13.

¹³ Vgl. SÜCHTING, a.a.O., S. 13f.

¹⁴ Vgl. SÜCHTING, a.a.O., S. 14.

1.1 Finanzintermediäre

Finanzintermediäre stellen den Vermittler zwischen Geldanbietern und Geldnachfragern dar. Die Literatur unterscheidet in diesem Zusammenhang zwischen Finanzintermediären im weiteren Sinne und Finanzintermediären im engeren Sinne.

Eine Definition beider Arten sowie ihre Tätigkeiten und Leistungen sollen folgend beschrieben werden.

1.1.1 ... im weiteren Sinne

Als Finanzintermediäre im weiteren Sinne werden solche Institutionen bezeichnet, deren Geschäftstätigkeit darauf ausgerichtet ist, einen unmittelbaren Abschluss von Finanzkontrakten zwischen originären und/oder intermediären Geldgebern und Geldnehmern einfacher und kostengünstiger zu arrangieren bzw. überhaupt zu ermöglichen. Ein Finanzintermediär im weiteren Sinne tritt hierbei jedoch selbst nicht als Vertragspartner auf.¹⁵

Die Literatur bezeichnet diese Gruppe auch als Finanzintermediäre ohne Selbsteintritt¹⁶, wobei deren Leistungsspektrum unisono in folgende drei Kategorien eingeteilt wird:

- Vermittlungsleistungen
- Informationsleistungen
- Risikoübernahme

Bei Vermittlungsleistungen wird im finanziellen Sektor danach differenziert, ob es sich um die Herbeiführung eines unmittelbaren Vertrages zwischen Geldnehmern und Geldgebern bezieht oder auf die Übertragung bereits existierender Ansprüche.¹⁷

Die erstgenannte Leistung wird z.T. auch von Finanzintermediären im engeren Sinne (siehe 2.2.2) bzw. mit Selbsteintritt erbracht. Dies kann z.B. bei Kreditinstituten der Fall sein, wenn sie im Emissionsgeschäft tätig sind. Die Vermittlungsleistung kann

¹⁵ Vgl. BITZ, Finanzdienstleistungen, Oldenbourg Verlag, München, 1993, S. 22.

¹⁶ Vgl. BANK, Gestaltung von Finanzierungsbeziehungen – Diversifikation und Liquidität als Aktionsparameter, Gabler Verlag, Wiesbaden, 1998, S. 35f.

¹⁷ Vgl. BITZ, a.a.O., S. 22.

allerdings auch durch Finanzmakler und Kreditvermittler wahrgenommen werden. Erstere haben ihre Aufgabe in der Deckung des Finanzbedarfs von Unternehmen durch intermediäre, aber auch z.T. originäre Geldgeber. Letztere vermitteln insbesondere zwischen nicht gewerblichen, privaten Geldnehmern und Kreditinstituten als intermediäre Geldgeber.¹⁸

Eine weitere Gruppe der vermittelnden Intermediäre sind Versicherungsvertreter und Versicherungsmakler. Ein Versicherungsvertreter vermittelt im Rahmen von Agenturverträgen für einen bzw. mehrere Versicherungsunternehmen und wird bei Abschluss mit einer Provision (Vermittlungs- oder Abschlussprovision) entlohnt. Bei einem Versicherungsmakler besteht keine vertragliche Bindung zu einem Versicherungsunternehmen, wobei im Rahmen dieser vermittelnden Tätigkeit ein Rechtsanspruch auf Provision oder Courtage besteht.¹⁹

Vermittlungsleistungen zweiter Art sind typisch für Wertpapiermakler, da sie Kauf- und Verkaufsaufträge von börsengehandelten Wertpapieren gegeneinander ausgleichen. Ihre Vermittlungsaufträge nehmen sie von Börsenhändlern entgegen, die i.d.R. von Kreditinstituten beauftragt werden, welche neben der Tätigkeit im Eigengeschäft auch Aufträge für ein breites Anlegerpublikum wahrnehmen und somit eine, dem Wertpapiermakler vorgeschaltete, Vermittlungsfunktion übernehmen. Solch einem Prozess ist auf jeden Fall ein mehrstufiges Vermittlungssystem vorgeschaltet, bei dem es unerheblich bzw. meist gar nicht nachvollziehbar ist, zwischen welchem Geldgeber und Geldnehmer der Austausch von Wertpapieren stattfindet. Um einem solchen Vermittlungsprozess einen institutionellen Rahmen zu geben, findet der Handel von Wertpapieren innerhalb von Wertpapierbörsen statt. Wertpapierbörsen werden auch als Finanzintermediäre im weiteren Sinne gesehen und tragen zu einer Reduktion der Transaktionskosten einen relevanten Beitrag.²⁰

Die Informationsleistungen beschreiben das Bereitstellen von Informationen über Existenz und Qualität von Geldnehmern und Anlagemöglichkeiten. Diese Informati-

¹⁸ Vgl. BITZ, a.a.O., S. 23f.

¹⁹ Vgl. BITZ, a.a.O., S. 23f.

²⁰ Vgl. BITZ, a.a.O., S. 23f.

onsfunktion bezieht sich im Speziellen auf börsengehandelte Wertpapiere und wird auch von Finanzintermediären im engeren Sinne (Anlageberatung von Kreditinstituten) erbracht. Börsendienste z.B., stellen speziell aufbereitete Informationen über die Entwicklung von Börsensegmenten zur Verfügung und sprechen teilweise sogar Anlageempfehlungen aus.²¹

Um potenziellen Anlegern ihre Investitionsentscheidung zu erleichtern, untersuchen Ratingagenturen Wertpapieremittenten ständig auf ihre Bonität, um sie dann in verschiedene Bonitätsklassen²² einzuordnen. Die Ergebnisse werden publiziert und ständig aktualisiert. Die sog. Evidenz-Zentralen sammeln Informationen über die Verhaltensweisen von Geldnehmern und leiten diese an bestimmte Geldgeber weiter.²³ In Deutschland wird diese Funktion durch die Schufa (Schutzgemeinschaft für allgemeine Kreditsicherung) wahrgenommen. Hier können sich ihre Vertragspartner informieren, wenn sie basierend auf dem Prinzip der Gegenseitigkeit, Informationen über eigene Vertragspartner zur Verfügung stellen.²⁴

Die Übernahme von bestimmten Anlagerisiken, also die Leistung der Risikoübernahme, wird von Kreditversicherern und überwiegend auf das Garantie- und Bürgschaftsgeschäft fokussierten Spezialkreditinstituten wahrgenommen. Das primäre Geschäft dieser Institutionen ist die Übernahme vertraglich definierter Risiken. Dieses Geschäftsfeld wird auch neben sonstigen Transaktionen von Finanzintermediären im engeren Sinne wahrgenommen. Kreditinstitute sind z.B. im Avalkreditgeschäft tätig.²⁵

²¹ Vgl. BITZ, a.a.O., S. 23f.

²² Die bekanntesten Rating-Agenturen sind Standard & Poors, sowie Moody's und Fitch. Sie klassifizieren die Unternehmen mit Hilfe von Kürzeln. Ein AAA (Tripple A) steht bei Standard & Poors für ein Unternehmen mit erstklassiger Bonität und ein D (Default=Ausfall) für ein Unternehmen mit geringster Bonität.

²³ Vgl. BITZ, a.a.O., S. 24.

²⁴ Vgl. GRILL/PERCZYNSKI, *Wirtschaftslehre des Kreditwesens*, 30., überarbeitete Auflage, Gehlen Verlag, Bad Homburg vor der Höhe, 1996, S. 101.

²⁵ Vgl. BITZ, a.a.O., S. 24.

1.1.2 ... im engeren Sinne

Im Gegensatz zu Finanzintermediären im weiteren Sinne treten Finanzintermediäre im engeren Sinne als Vertragspartner auf. Als solche sind all jene Institutionen zu identifizieren, welche auf der einen Seite durch das zur Verfügung stellen einer Bilanz (Transformationsfunktion)²⁶ von originären Kapitalanbietern, Zahlungsmittel aufnehmen (z.B. über Einlagen auf der Passivseite) und auf der anderen Seite Zahlungsmittel an Kapitalnachfrager ausleihen (z.B. Kreditvergabe über die Aktivseite).²⁷

Es ist somit die primäre Geschäftstätigkeit dieser Gruppe von Finanzintermediären, einen Ausgleich von Anlage- und Finanzbedarf herbeizuführen. Der Finanzintermediär tritt in dieser Rolle somit als Partei auf, welcher zwei eigenständige Vertragsverhältnisse eingeht, um das ansonsten unmittelbare Anspruchs- und Verpflichtungsverhältnis zwischen originären Geldgebern und Geldnehmern einzunehmen.²⁸

Diese Intermediationsfunktion hat zur Folge, dass z.B. eine Bank gegenüber den originären Geldgebern als Geldnehmer auftritt und die damit verbundenen Rückzahlungsverpflichtungen übernimmt. Im Falle der Kreditvergabe tritt der Intermediär dann als Geldgeber gegenüber dem originären Geldnehmer auf und hat somit die Stellung eines Anspruchsberechtigten.²⁹

In einer Wirtschaft agieren mehrere Finanzintermediäre untereinander. Es kommt somit also auch zu finanziellen Beziehungen zwischen Finanzintermediären. Der angesprochene Ausgleich zwischen Anlage- und Finanzbedarf wird dann von einem Geflecht von Intermediären herbeigeführt und nicht durch einen einzelnen. In der Bundesrepublik Deutschland besteht dieses System aus folgenden Institutionen³⁰:

- Kreditinstitute einschließlich Teilzahlungsbanken und Realkreditinstituten
- Bausparkassen
- Kapitalanlagegesellschaften
- Leasing- und Factoringunternehmen

²⁶ Vgl. BERNET, a.a.O., S. 396.

²⁷ Vgl. BANK, a.a.O., S. 35.

²⁸ Vgl. BITZ, a.a.O., S. 12f.

²⁹ Vgl. BITZ, a.a.O., S. 12f.

³⁰ Vgl. BITZ, a.a.O., S. 12f.

- Kapitalbeteiligungsgesellschaften einschließlich Wagnisfinanzierungsgesellschaften und Venture-Fonds sowie
- Kapitallebensversicherungen

Nach BITZ ist es auch zweckmäßig, sonstige Versicherungsgesellschaften zu den Finanzintermediären im engeren Sinne zu zählen. Er begründet dies damit, dass es ihre primäre Geschäftstätigkeit ist, sich zu verpflichten, Vertragspartnern eventuell entstehende Zahlungsverpflichtungen und sonstige finanzielle Beanspruchungen abzunehmen. Zur Erlangung dieses Anspruchs legen die originären Geldgeber bspw. periodisch Gelder an, um zukünftige Zahlungsansprüche zu erwerben. Des Weiteren ist es ein Bestreben der Versicherer die Summe der Beiträge, welche die Zahlungsverpflichtungen an die Versicherungsnehmer übersteigen, vorübergehend anzulegen. In dieser Situation agiert ein Versicherungsunternehmen auch als Geldgeber.³¹

Die gesamte Tätigkeit von Versicherungsunternehmen ist also dadurch gekennzeichnet, dass sie Zahlungsmittel gegen eine bedingte Verpflichtung zukünftiger Zahlungen entgegennehmen und dass sie Zahlungsmittel gegen den Erwerb unbedingter künftiger Rückzahlungsansprüche an andere Geldnehmer weiterleiten.³²

Diese Merkmale kommen den zuvor beschriebenen Merkmalen für Finanzintermediäre im engeren Sinne sehr nahe.³³

1.2 Transformationsleistungen von Finanzintermediären

Um den Nutzen von Finanzintermediären bzw. ihren funktionellen Beitrag innerhalb eines Wirtschaftssystems zu verdeutlichen, bedarf es der Vorstellung, welche Probleme auf die Marktteilnehmer zukommen würden, wenn Finanzintermediäre nicht existent wären.

³¹ Vgl. BITZ, a.a.O., S. 13f.

³² Vgl. BITZ, a.a.O., S. 13f.

³³ Vgl. BITZ, a.a.O., S. 14.

Im Folgenden sollen die Transformationsleistungen von Finanzintermediären und die zu Grunde liegenden Problematiken verdeutlicht werden.

1.2.1 Informationsbedarfstransformation

Das auf den Finanzmärkten bestehende Grundproblem wird als asymmetrische Informationsverteilung bezeichnet.³⁴ Es ist dadurch gekennzeichnet, dass menschliches Wissen ungleich verteilt ist und somit potenzielle Vertragspartner grundsätzlich mit zwei Problemen konfrontiert sind:

Erstens sind sich die Parteien vor Vertragsabschluss unsicher über die Qualität der Produkte bzw. Leistungen, die ihr Gegenüber anbietet („Hidden Information“), Zweitens muss nach Eingehen des Vertragsverhältnisses mit der Möglichkeit gerechnet werden, dass sich die Gegenpartei ohne ihr Wissen vertragswidrig verhält bzw. den eingeräumten Spielraum egoistisch ausnutzt („Hidden Action“).³⁵

Ein Informationsproblem, welchem sich Geldgeber und Geldnehmer gegenübersehen, ist die Unkenntnis über die Existenz potenzieller Vertragspartner und die zeitliche Divergenz von Leistung und Gegenleistung bei Finanzkontrakten. Dieses Problem wird durch das Einschalten eines Finanzintermediärs verringert, da dieser zwischen einer Vielzahl von Geldgebern und Geldnehmern vermittelt. Anbieter und Nachfrager von Kapital erfahren somit eine Reduktion des Informationsbedarfs auf einen geeigneten Finanzintermediär.³⁶

Ein weiteres Informationsproblem, das die Geldgeberseite betrifft, ist der Informationsstand über die Verlässlichkeit der Rückzahlungsversprechen seitens der Geldnehmer sowie deren zukünftige wirtschaftliche Entwicklung. Diese Aufgaben werden von den Finanzintermediären im engeren Sinne übernommen, da sie als Anspruchsberechtigte auftreten und aus eigenem Interesse die Abschätzung der Bonität einzelner Vertragspartner übernehmen.³⁷

³⁴ Vgl. SCHILLER/TYTKO, Risikomanagement im Kreditgeschäft – Grundlagen, neuere Entwicklungen und Anwendungsbeispiele, Schäffer-Poeschl Verlag, Stuttgart, 2001, S. 34.

³⁵ Vgl. PAUL(a), S. 25 und SÜCHTING / PAUL, a.a.O., S. 16f.

³⁶ Vgl. BITZ, a.a.O., S. 25f.

³⁷ Vgl. BITZ, a.a.O., S. 25f.

1.2.2 Losgrößentransformation

Sinn der Losgrößentransformation ist es, den sog. Losgrößenvünschen von Kapitalgebern und Kapitalnehmern gerecht zu werden.

Die betragsmäßige Divergenz von Kapitalangebot und Kapitalnachfrage entsteht durch das unterschiedliche Anlage- bzw. Kapitalaufnahmeverhalten der Marktteilnehmer. Finanzintermediäre führen Angebot und Nachfrage zusammen (Pooling), so dass nur ein Spitzenausgleich stattfinden muss.³⁸

Durch diese Transformationsleistung von Finanzintermediären mit Selbsteintritt werden Such- und Transaktionskosten für Anbieter und Nachfrager von Kapital reduziert.³⁹

1.2.3 Fristentransformation

Unter Fristentransformation versteht man die Transformation zweier Konditionsmerkmale bei Kapitaltransaktionen. Es werden die Kapitalüberlassungsfristen (Laufzeit) und die Zinsbindungsfristen (Festzinsperiode) transformiert.⁴⁰

Das erstgenannte Merkmal entsteht durch die Problematik, dass sich zwei Kontraktpartner über die Höhe des Finanz- und Anlagebedarfs einig sind, ihre Vorstellung über die Dauer des Finanzkontraktes allerdings divergieren.⁴¹ Finanzintermediären im engeren Sinne (hier: Kreditinstitute) ist es möglich, die zeitliche Komponente zu transformieren, da sie nicht davon ausgehen müssen, dass alle Einlagen bei Fälligkeit abgezogen werden, sondern ein Teil der Einlagen prolongiert werden (Prolongationsprinzip). Des Weiteren kann ein Kreditinstitut davon ausgehen, dass abgezogene Einlagen durch nachfolgende substituiert werden (Substitutionsprinzip). Der aus diesen Prinzipien anfallende Bodensatz kann längerfristig ausgeliehen werden.⁴² Ein solches Vorgehen seitens eines Kreditinstituts wird als „Goldene Bankregel“ bezeichnet, wenn der Bodensatz aus Sichteinlagen besteht.⁴³

³⁸ Vgl. BANK, a.a.O., S. 37.

³⁹ Vgl. BÖRNER, Strategisches Bankmanagement – Ressourcen. Und marktorientierte Strategien von Universalbanken, Oldenbourg Verlag, München, 2000, S. 160.

⁴⁰ Vgl. BÖRNER, a.a.O., S. 161.

⁴¹ Vgl. BITZ, a.a.O., S. 25.

⁴² Vgl. BÖRNER, a.a.O., S. 161.

⁴³ Vgl. GRILL/PERCYZINSKI, a.a.O., S. 194.

Die Problematik der Zinsbindungsfristen entsteht dadurch, dass am Geld- und Kapitalmarkt für unterschiedliche Laufzeiten unterschiedliche Zinsniveaus herrschen.⁴⁴

Finanzintermediäre im engeren Sinne können diese unterschiedlichen Zinsbindungsfristen transformieren. Sie ermöglichen dies durch die Vorgehensweise, im Passivgeschäft Zinsbindungsfristen einzugehen, die unter denen des Aktivgeschäfts, aber auch unter der durchschnittlichen Kapitalbindungsfrist der Passivseite liegen.⁴⁵

Durch dieses Prinzip entsteht das Zinsänderungsrisiko, was bedeutet, dass bei der Prolongation von Geldanlagen und –aufnahmen höhere bzw. niedrigere Zinsniveaus als bei damaligem Vertragsabschluss herrschen. Zur Vorbeugung solchen Risikos schließen Kreditinstitute Zinsgleitklauseln mit Geldnehmern bzw. –gebern ab, um das Risiko z.T. auf diese abzuwälzen.⁴⁶

Somit sind Finanzintermediäre in der Lage, Friktionen zwischen Anbietern und Nachfragern hinsichtlich der Fristigkeitspräferenzen durch Fristentransformation auszugleichen.⁴⁷

1.2.4 Risikotransformation

Bei einem Vertragsabschluss zwischen Geldgeber und Geldnehmer ist der Geldgeber der Unsicherheit ausgesetzt, die in der Zukunft anfallenden Rückzahlungsansprüche durch den Geldnehmer nicht zu erhalten.

Somit hängt ein Vertragsabschluss von der zukünftigen wirtschaftlichen Entwicklung und den zukünftigen Verhaltensweisen des Geldnehmers ab.⁴⁸

Das in 1.2.1 beschriebene Problem der asymmetrischen Informationsverteilung hat somit ein Risiko für den Geldgeber zur Folge, bei dem er bereit sein muss, es über

⁴⁴ Vgl. SCHIERENBECK, Ertragsorientiertes Bankmanagement – Controlling in Kreditinstituten, 4., überarbeitete und erweiterte Auflage, Gabler Verlag, Wiesbaden, 1994, S. 72.

⁴⁵ Vgl. BÖRNER, a.a.O., S. 161.

⁴⁶ Vgl. BITZ, a.a.O., S. 27.

⁴⁷ Vgl. BÖRNER, a.a.O., S. 161.

⁴⁸ Vgl. BITZ, a.a.O., S. 25.

die Dauer der Vertragslaufzeit mitzutragen. Diese Art von Risiko wird auch als Ausfallrisiko bezeichnet.⁴⁹

Dieses, den Geldgeber betreffende Risiko, kann durch Eintritt eines Intermediäres verändert werden. Maßgeblich sind hierfür die Teileffekte Intermediärhaftung, Risikodiversifikation, Risikoselektion und –gestaltung sowie bedingte Verpflichtungsstrukturen.⁵⁰

Intermediärhaftung beschreibt den Vorteil für den Geldgeber, dass ein Intermediär im Rahmen seines erwirtschafteten Vermögens bzw. des ihm zur Verfügung gestellten Eigenkapitals für evtl. Rückzahlungsansprüche haftet. Des Weiteren erfolgt dies durch externe Haftungsträger wie z.B. Sicherungsfonds.

Unter Risikodiversifikation ist in diesem Zusammenhang die Tatsache zu verstehen, dass ein Intermediär Zahlungsmittel zwischen einer Vielzahl von originären Geldgebern und Geldnehmern vermittelt. Selbst wenn die Möglichkeit des völligen Ausfalls bei jedem einzelnen Engagement ein spürbares Ausmaß aufweisen sollte, so wird die Gefahr bzw. die Wahrscheinlichkeit des gleichzeitigen Ausfalls aller Engagements mit steigender Anzahl verringert, da bei jedem einzelnen Geldnehmer unterschiedliche Eintrittsursachen vorliegen können, welche ein Nichterfüllen der Rückzahlungsverpflichtungen zur Folge haben können.⁵¹

Durch ihre Spezialisierung sind Finanzintermediäre in der Lage, potenzielle Risiken von Einzelengagements zu identifizieren.

Dies ermöglicht Finanzintermediären im engeren Sinne aufgrund von geeigneten Sicherungs- und Kontrollmaßnahmen, Risiken als unmittelbarer Geldgeber zu identifizieren und auf besonders riskante Engagements zu verzichten.

Es ist einem Finanzintermediär im engeren Sinne allerdings auch möglich, aufgrund der hier beschriebenen Risikoselektion und –gestaltung, sich für Engagements zu entscheiden, welche isoliert betrachtet als riskant einzuschätzen wären. Hierdurch

⁴⁹ Vgl. OEHLER, Kreditrisikomanagement – Portfoliomodelle und Derivate, Schäffer-Poeschl Verlag, Stuttgart, 2000, S. 6.

⁵⁰ Vgl. BITZ, a.a.O., S. 28.

⁵¹ Vgl. BITZ, a.a.O., S. 28.

wird das Gesamtrisiko für den Finanzintermediär und somit auch für seine Geldgeber reduziert.⁵²

Der letzte Teileffekt, die bedingten Verpflichtungsstrukturen, skizziert die Möglichkeit von Finanzintermediären die Bedingungsstrukturen von übernommenen Zahlungsverpflichtungen systematisch anders zu gestalten als die der eigenen Zahlungsansprüche gegenüber den Geldnehmern. Besonders bei Versicherungen wird diese Art der Risikotransformation deutlich.⁵³

Eine Versicherung erwirbt überwiegend unbedingte Zahlungsansprüche mit den ihr zufließenden Geldern. Die Geldnehmer sind im einfachsten Fall verpflichtet, die ihnen überlassenen Geldbeträge, unabhängig von der Entwicklung ihrer wirtschaftlichen Situation, zzgl. Zinsen an die Versicherung zurückzuzahlen. Den Geldgebern gibt eine Versicherung andererseits bedingte Zahlungsverprechen. Diese hängen dann von unsicheren zukünftigen Größen wie z.B. materiellen oder immateriellen Schäden ab.⁵⁴

⁵² Vgl. BITZ, a.a.O., S. 28ff.

⁵³ Vgl. BITZ, a.a.O., S. 28ff.

⁵⁴ Vgl. BITZ, a.a.O., S. 28ff.

2 Securitisation

2.1 Securitisation und die Möglichkeit zur Disintermediation

Aufgrund des angelsächsischen Ausdrucks „Securities“ für Wertpapiere, wird die Verbriefung von Forderungen als „Securitisation“ bezeichnet.⁵⁵

Mit Securitisation bezeichnet man zum einen im eher generellen Sinne die Möglichkeit bonitätsstarker Unternehmen, durch sog. Corporate Bonds (Unternehmensanleihen) Finanzierungsmittel an den internationalen Geld- und Kapitalmärkten aufzunehmen und zum anderen ist darunter die Verbriefung von Forderungen zu verstehen, bei der nicht handelbare Vermögensgegenstände in fungible (handelbare) Wertpapiere umgewandelt werden.

Beide Techniken der Verbriefung geben Marktteilnehmern die Möglichkeit sich Fremdkapital an den internationalen Kapitalmärkten aufzunehmen. Die Schaffung eines neuen Investorenkreises hatte zur Folge, dass sich Unternehmen unabhängiger von Banken⁵⁶ machen könnten.⁵⁷

Entstehungsland für dieses Finanzierungsinstrument sind die USA. Hier wurden Anfang der 80'er Jahre Portfolios zur Wohnungsbaufinanzierung und Kreditkartenforderungen in Anleiheform am Kapitalmarkt platziert.

Als weitere Synonyme für die Forderungsverbriefung setzten sich die Begriffe Asset Securitisation, Asset Backed Securities und Mortgage Backed Securities durch.⁵⁸

Besonders Großunternehmen nutzten immer mehr ihr Know-how bzgl. Finanzierungen und ihr gutes Marktstanding, um neben ihrer Funktion als Kreditnachfrager auch als eigenständiger Teilnehmer und Anbieter von Finanzdienstleistungen an den internationalen Geld- und Kapitalmärkten aufzutreten. Dies war bislang ausschließlich

⁵⁵ Vgl. DAVID, a.a.O., S. 18.

⁵⁶ Vgl. SENGERA(b), Verbriefung – und Disintermediation, erschienen in: Die Bank, Heft 4/2002, S. 238.

⁵⁷ Im Rahmen dieser Arbeit soll im Weiteren nur die Variante der Verbriefung von Forderungen behandelt werden.

⁵⁸ Vgl. SENGERA(b), a.a.O., S. 239.

Banken vorbehalten. Es war die Entstehung rechtlich verselbstständiger Finanzabteilungen (In-House-Banks) zu beobachten, was zu einem verschärften Wettbewerb führte (siehe Abbildung 1). Diese Abteilungen waren in der Lage, hausinternes Investmentbanking anzubieten, um dadurch unmittelbar mit Bankdienstleistungsinstituten in Konkurrenz zu treten.⁵⁹

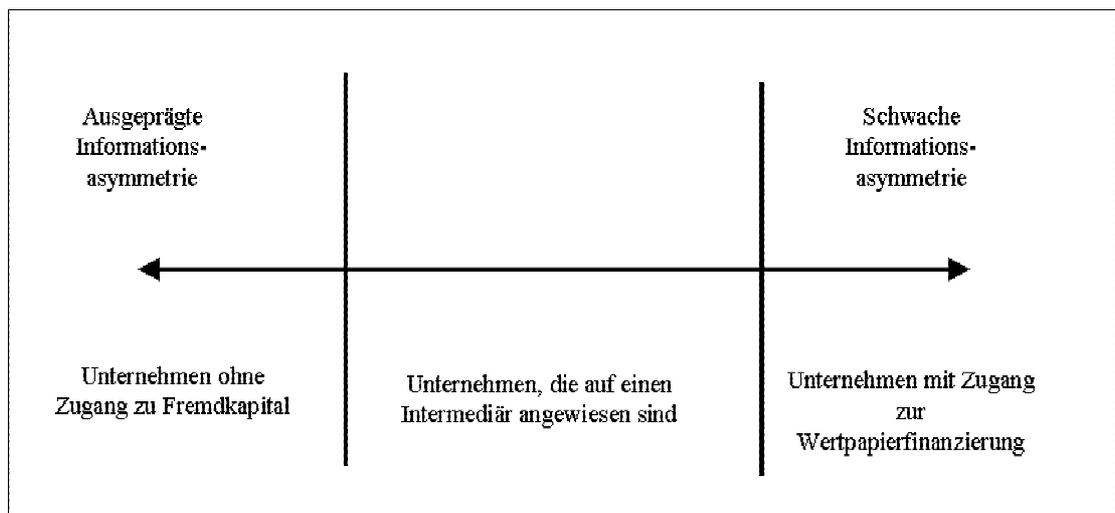


Abbildung 1: Kontinuum der Kapitalnachfrager, geordnet nach dem Grad der Informationsasymmetrie⁶⁰

Die entstandene Fungibilität von Kreditforderungen hat zur Folge, dass die Wertschöpfungskette „Kredit“ aufgebrochen wurde. Im speziellen Kreditinstitute haben nun die Möglichkeit, nach Akquisition, Analyse und Administration von Kreditengagements, das Ausfallrisiko dieser Forderungsbestände an den Kapitalmarkt weiterzureichen.⁶¹

⁵⁹ Vgl. BÄR, Asset Securitisation – Die Verbriefung von Finanzaktiven als Innovative Finanzierungstechnik und neue Herausforderung für Banken, Paul Haupt Verlag, Bern, 1997, S. 22.

⁶⁰ Quelle: PAUL, a.a.O., S. 44.

⁶¹ Vgl. SENGERA(a), Securitisation – Wandel im Kreditgeschäft, erschienen in: Kreditwesen, Heft 19/2002, S. 1006.

2.2 Der europäische Markt für Verbriefungen

Der Trend, Kredite bzw. Forderungen handelbar zu machen, setzt sich in den letzten Jahren in starkem Maße auch in Europa fort. Die folgende Grafik zeigt den steigenden Verbriefungstrend innerhalb des europäischen Kapitalmarktes.

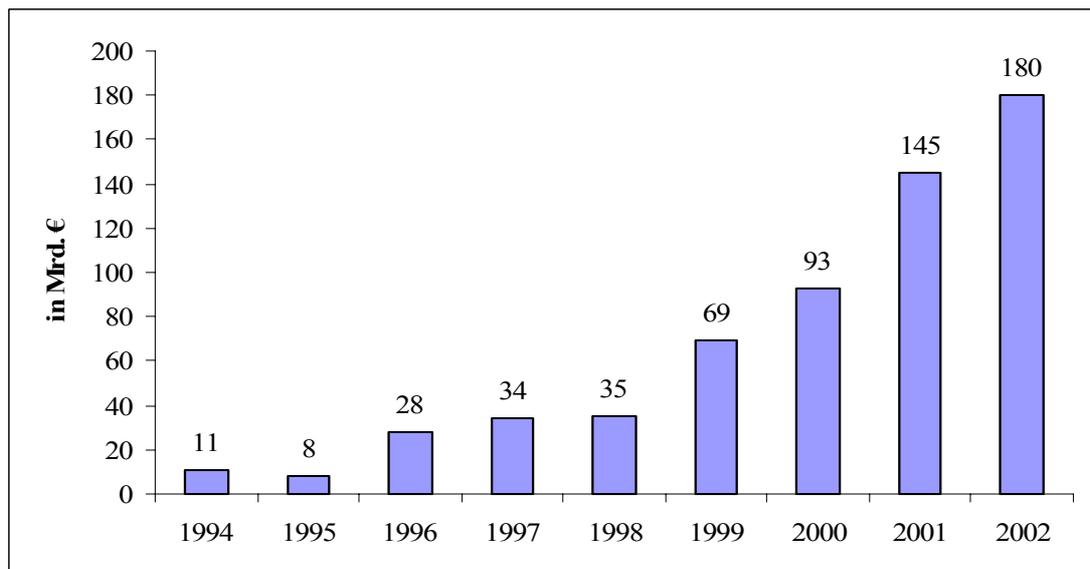


Abbildung 2: Wachstum des europäischen Verbriefungsmarktes 1994 – 2002.⁶²

Das rapide Wachstum des Verbriefungsmarktes in Europa ist anhand von drei Faktoren festzumachen:

Erstens hat die Einführung des Euros die vorhandene Marktfragmentierung aufgehoben und einen Kapitalmarkt geschaffen, welcher der Größe des amerikanischen entspricht. Diese Marktgröße hat zur Folge, dass eine breitere Investorenbasis für verbriefte Produkte geschaffen wurde.⁶³ In diesem Zusammenhang muss auch der Wegfall von zahlreichen Anlagerestriktionen genannt werden, der insbesondere institutionelle Investoren wie Pensionskassen und Versicherungen zur Investition in solche Produkte animiert, da das bis dato vorhandene Wechselkursrisiko entfiel. Die entstandene Marktgröße führte zu Marktliquidität.⁶⁴ Hinzu kommt die Integration der Märkte, welche eine Steigerung der Markttransparenz zur Folge hatte. Die Voraus-

⁶² Quelle: DB(a), Deutsche Bank, Global Markets Research, Ein Markt erwächst den Kinderschuhen, 08.02.2002, S. 1.

⁶³ Vgl. BERNET, a.a.O., S. 396f.

⁶⁴ Vgl. DB(a), a.a.O., S. 2.

setzungen für eine intensiviertere Disintermediation, welche der elementare Sinn und Zweck der Securitisation ist, können somit als gegeben angesehen werden.⁶⁵

Die Technologie ist im Rahmen der Securitisation als zweiter Faktor zu nennen. Sie sorgt für eine Verbesserung der Möglichkeiten bei der Bewertung von Kreditrisiken und deren Pricing. Die Technologie erhöht die Markttransparenz, da eine Reduktion der Informationsasymmetrie zwischen Kapitalgebern und Kapitalnehmern möglich wird. Diese Entwicklung hat zur Folge, dass das Bedürfnis nach einem Intermediär sinkt. Man kann hier von einem Ausschalten der Transformationsfunktion sprechen. Das bilanzielle Zwischenschalten eines Intermediär hatte zur Folge, dass die aus der Informationsasymmetrie entstehenden Risikokosten minimiert werden.⁶⁶

Als dritter Faktor ist zu nennen, dass die Volatilitäten und das damit verbundene Risiko, welches sich steigend auf die Risikokosten auswirkt, zunehmen werden. Dies nimmt Einfluss auf die Bewertungsparameter des Kreditgeschäfts. Hier sind der Zinssatz und die Bonitätsänderungen der Kreditschuldner bzw. die Schwankungen der Kreditausfälle um den vorher prognostizierten Erwartungswert zu nennen. Kreditinstitute haben in der Rolle des Kreditgebers somit ein Interesse an der Absicherung bzw. Auslagerung dieser Risiken.⁶⁷

2.3 Der Ablauf einer Forderungsverbriefung

Eine allgemeine Definition, welche die Verbriefung von Forderungen beschreibt ist bis dato nicht existent.⁶⁸

Eine solche Definition kann allerdings in Anlehnung an die Definition von Asset Backed Securities (ABS) vorgenommen werden.

⁶⁵ Vgl. BERNET, a.a.O., S. 396 ff.

⁶⁶ Vgl. BERNET, a.a.O., S. 396 ff.

⁶⁷ Vgl. BERNET, a.a.O., S. 396 ff.

⁶⁸ Vgl. BÄR, a.a.O., S.34.

Das ehemalige Bundesaufsichtsamt für Kreditwesen (BAKred – heute BaFin⁶⁹) nahm bzgl. ABS wie folgt Stellung:

„Unter dem Begriff Asset Backed Securities sind Wertpapiere oder Schuldscheine zu verstehen, die Zahlungsansprüche, gegen einen ausschließlich dem Zweck der Asset Backed-Transaktionen dienenden Zweckgesellschaft zum Gegenstand haben. Die Zahlungsansprüche werden durch einen Bestand an unverbrieften Forderungen („assets“) gedeckt („backed“), die auf die Zweckgesellschaft übertragen werden und im wesentlichen den Inhaber der Asset Backed Securities (Investoren) als Haftungsgrundlage zur Verfügung stehen.“⁷⁰

Ausgehend von dieser Definition kann man die Finanzierung durch die Verbriefung von Forderungen als eine Finanzierungstechnik beschreiben, bei der eine Unternehmung einen bestimmten Pool an Forderungen an eine Zweckgesellschaft (SPV – Special Purpose Vehicle) verkauft und diese sich wiederum über die Emission von Wertpapieren refinanziert. Die Bedienung der Ansprüche der Investoren in diese Wertpapiere resultieren aus dem Cash-flow der an das SPV verkauften Forderungen.⁷¹

Eine Voraussetzung für die Verbriefung von Forderungen ist, dass die zu verbriefenden Forderungen eindeutig identifizierbar und separierbar sind, denn nur so können sie an die Zweckgesellschaft verkauft und rechtlich verselbstständigt werden.⁷²

Die Forderungen und mit ihnen verbundene Sicherheiten, dienen als Unterlage für die Refinanzierung der vom SPV emittierten Wertpapiere.⁷³

⁶⁹ Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht - kurz BaFin genannt - ist zum 1. Mai 2002 gegründet worden. Grundlage ihrer Entstehung ist das "Gesetz über die integrierte Finanzdienstleistungsaufsicht" (FinDAG) vom 22. April 2002. Die BaFin vereinigt unter ihrem Dach die drei ehemaligen Bundesaufsichtsämter für das Kreditwesen (BAKred), für das Versicherungswesen (BAV) und für den Wertpapierhandel (BAWe). Vgl. www.bafin.de

⁷⁰ Quelle: Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen (1997), Rundschreiben 4/97, S. 1.

⁷¹ Vgl. FRÜH, Asset Backed Securities / Securitization am Finanzplatz Deutschland, erschienen in: Betriebsberater, Heft 3/1995, S. 105.

⁷² Vgl. RIEL, Asset Backed Securities (ABS) – ein zeitgemäßes Finanzierungsinstrument, erschienen in: Sparkasse 8/2001, S. 371.

⁷³ Vgl. SCHWARCZ, Die Alchemie der Asset Securitization, erschienen in: Der Betrieb, Heft 26, 27.06.1997, S. 1290.

Eine weitere Voraussetzung ist, dass die veräußerten Forderungen einen regelmäßigen Zahlungsstrom liefern, um daraus die Zins- und Tilgungsansprüche der Investoren zu bedienen. Im Gegensatz zur klassischen Verbriefung hängt somit die Bewertung der Wertpapiere nicht mehr von der Bonität des Emittenten ab, sondern von der Werthaltigkeit und Ertragskraft der zu Grunde liegenden Forderungen.⁷⁴

Die folgende Darstellung zeigt den Ablauf einer vereinfachten Forderungsverbriefung.

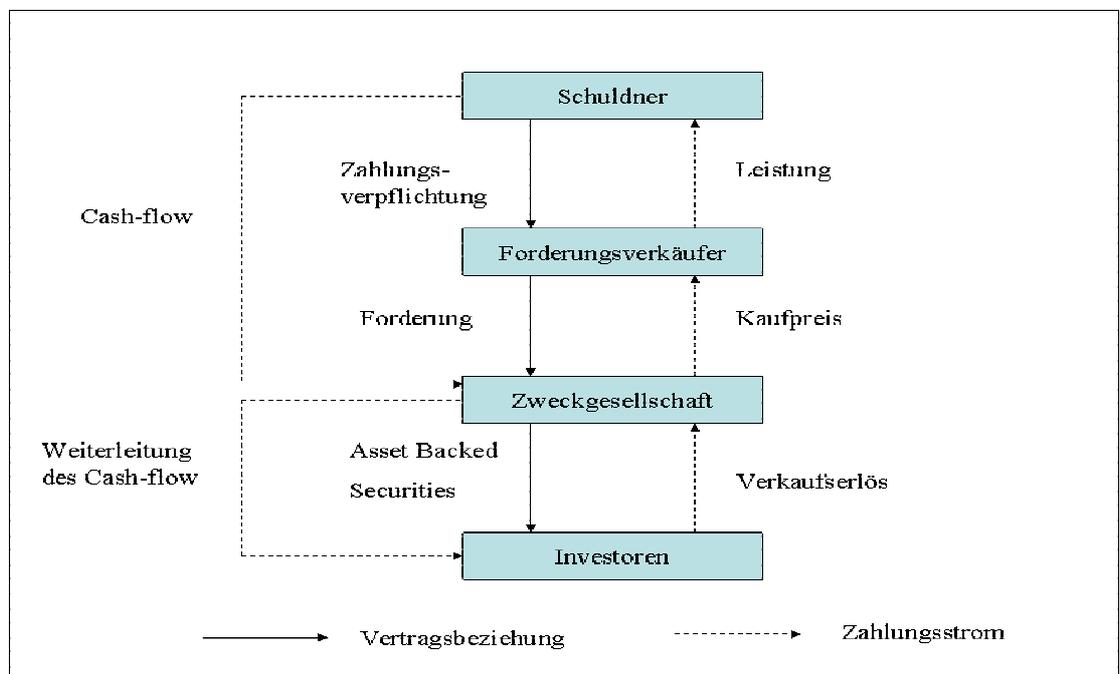


Abbildung 3: Grundstruktur der Forderungsverbriefung⁷⁵

⁷⁴ Vgl. BUND(a), Asset Securitisation – Anwendbarkeit und Einsatzmöglichkeiten in deutschen Universalkreditinstituten, Fritz Knapp Verlag, Frankfurt am Main, 2000, S. 11.

⁷⁵ Quelle: BUND(a), a.a.O., S. 11.

3 Asset Backed Securities

Unter dem Überbegriff “Asset Backed Securities” wird eine Vielzahl verschiedenartiger Refinanzierungsformen zusammengefasst (siehe Abbildung 4). Oftmals erfolgt eine Trennung von ABS im engeren Sinne und Mortgage Backed Securities (MBS). Verbriefte Assets von MBS sind Wohnungsbaudarlehen, gewerbliche Hypothekendarlehen und verbriefte Baudarlehen, während bei ABS im engeren Sinne am häufigsten Forderungen aus Autofinanzierungen, Kreditkarten- und Handelsforderungen sowie gewerbliche Kredite verbrieft werden.⁷⁶ Der Art der zu verbriefenden Forderungen sind keine Grenzen gesetzt: So hat zum Beispiel das Wachsfigurenkabineett „Madame Tussaud’s“ seine zukünftigen Einnahmen verbrieft oder der zweitgrößte Champagnerhersteller Marne et Champals im Januar 2000 eine Anleihe emittiert, die mit den Forderungen aus dem Verkauf von 60 Mio. Flaschen unterlegt ist.⁷⁷ Eine weitere Klasse bilden die Collateralised Debt Obligations (CDO). Bei diesen wird ein Kreditportfolio (Collateralised Loan Obligations – CLO) oder ein Portfolio (Collateralised Bond Obligations – CBO) im Rahmen einer Asset-Backed-Transaktion verbrieft.⁷⁸

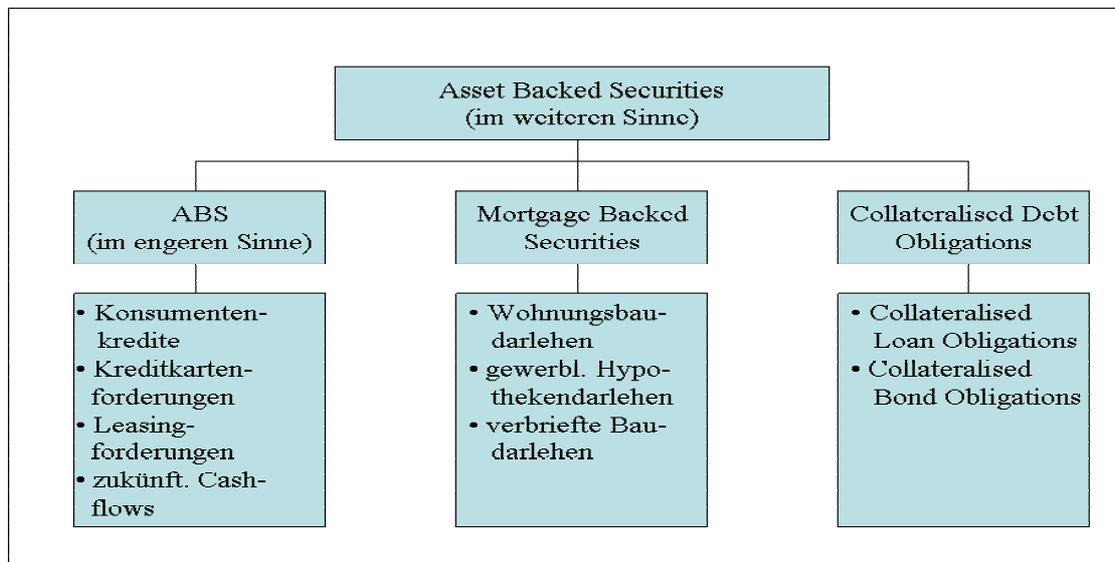


Abbildung 4: Die Klasse der Asset Backed Securities⁷⁹

⁷⁶ Vgl. BÄR, a.a.O., S. 127ff.

⁷⁷ Vgl. DAVID, a.a.O., S. 15.

⁷⁸ Vgl. RENTEN, Europäische Bonitäten Spezial, Asset Backed Securities in Europa, DG Bank Research, November 1999, S. 9.

⁷⁹ Vgl. PAUL(b), Verbriefung – Mythos und Wirklichkeit – “Aktuelle Herausforderungen des Finanz-Managements“, 57. Deutscher Betriebswirtschaftler-Tag, 24.09.2003, S. 12.

3.1 Klassische Asset Backed Securities und Mortgage Backed Securities

Wie Abbildung 4 zeigt, unterscheiden sich klassische Asset Backed Securities und Mortgage Backed Securities anhand der Art der unterliegenden Forderungen.

Die wohl am weitesten verbreitete Kreditart, welche zu klassischen ABS verbrieft wird, stellen Konsumentenkredite dar. Unter dem Begriff Konsumentenkredit wird eine Reihe von Kreditformen subsummiert. Dies sind z.B. Anschaffungsdarlehen und Kleinkredite. Konsumentenkredite werden von Banken an wirtschaftlich unselbstständige Privatpersonen, soweit sie nicht mit dem Wohnungsbau zusammenhängen, vergeben. Gegenstand solcher Finanzierungen sind i.d.R. Gebrauchsgüter, wie z.B. Autos, Dienstleistungen oder Urlaubsreisen. Als häufigste Form der Konsumentenkredite ist der Ratenkredit zu nennen.⁸⁰

Der Ratenkredit eignet sich aufgrund der Homogenität der Forderungen zur Securitisation. Diese wird durch die standardisierte Abwicklung bei Kreditwürdigkeits- und Kreditfähigkeitsprüfungen erreicht. Ein weiterer Grund ist die große Anzahl von Forderungsschuldnern, welche eine Diversifikation des Kreditportfolios zulässt, um das Ausfallrisiko zu beschränken. Als weiteres Argument sind die standardisierten Kreditlaufzeiten zu nennen, welche i.d.R. 6 Monate bis 4 Jahre betragen.⁸¹

Deutlich wird diese Eignung, wenn man die Emissionen europäischer ABS nach den zu Grunde liegenden Forderungsarten betrachtet. Im Jahre 1998 bildeten Konsumentenkredite einen Anteil von 8,1%, wobei Leasingforderungen nur 2,1% und Kreditkartenforderungen lediglich 1,7% ausmachten.⁸²

Den größten Anteil an den europäischen ABS Emissionen belegten im Jahre 1998 mit 32,4% allerdings Forderungen, denen Wohnungsbaukredite zu Grunde lagen.⁸³

⁸⁰ Vgl. DAVID, a.a.O., S. 77f.

⁸¹ Vgl. DAVID, a.a.O., S. 78f.

⁸² Vgl. HERRMANN/WEIBEL, DB Global Research (Hrsg.), Euro ABS 2000, 17.01.2000, S. 5.

⁸³ Vgl. HERRMANN/WEIBEL, a.a.O., S. 5.

Diese Hypothekenkredite werden an Privatpersonen für Kauf, Bau oder Modernisierung von Wohnhäusern vergeben und durch Grundpfandrechte wie Hypotheken und Grundschulden besichert. Auch dieser Form von ABS steht dem großen Kreditvolumen eine Vielzahl von Schuldnern gegenüber. Das Laufzeitspektrum von 25 bis 30 Jahren, sowie die standardisierte Kreditprüfung sorgen ebenfalls für eine Homogenität der Forderungen.⁸⁴

Bei Forderungen, welche zu MBS verbrieft werden sollen, ist bzgl. der Laufzeit ein spezieller Vorteil zu nennen. Das vorzeitige Kündigungsrecht während der Laufzeit durch den Kreditnehmer ist irrelevant. Werden bei Hypothekenkrediten die Zinsen über mehrere Jahre fixiert, ist gemäß §609a BGB (Bürgerliches Gesetzbuch) eine Kündigung nur zum Ablauf der Zinsbindung erlaubt. Sollte der Kreditnehmer während der Laufzeit eine Kredittilgung beabsichtigen, so ist meistens eine Vorfälligkeitsentschädigung zu zahlen. Diese Entschädigung soll den Zinsverlust der Bank bei Wiederanlage des Betrages ausgleichen.⁸⁵

Die folgende Grafik zeigt die weitere Entwicklung von ABS und MBS in Europa.

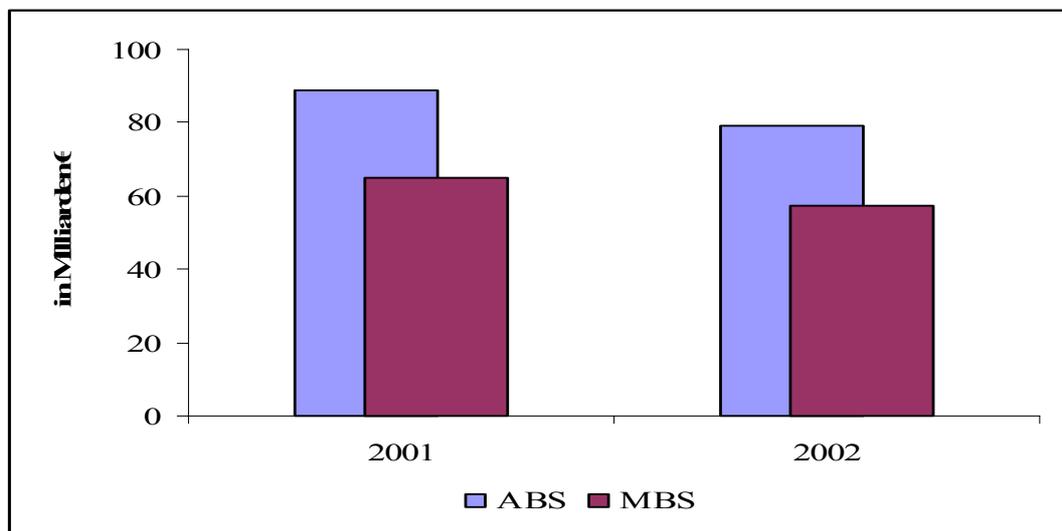


Abbildung 5: Entwicklung von ABS und MBS in Europa (2001 – 2002)⁸⁶

⁸⁴ Vgl. DAVID, a.a.O., S. 81f.

⁸⁵ Vgl. DAVID, a.a.O., S. 82.

⁸⁶ Vgl. o.V., Verbriefung in Europa, erschienen in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Heft 12/2003, S. 68.

3.2 Collateralised Debt Obligations (CDO)

Eine spezielle Variante der ABS sind die sog. Collateralised Debt Obligations (CDO). Wie bei allen ABS steht auch bei den CDO eine eigens zum Forderungserwerb gegründete Zweckgesellschaft im Mittelpunkt der Transaktion. Diese investiert in einen möglichst breit diversifizierten Pool von Assets und finanziert den Kauf durch Emission von CDO. Auch hier werden die Zins- und Tilgungszahlungen aus dem Cash-flow der angekauften Forderungen bestritten. Die Rückzahlung ist somit direkt an deren Performance geknüpft.⁸⁷

CDO lassen sich nach verschiedenen Kriterien differenzieren. Ein Differenzierungsmerkmal ist die Art der unterliegenden Vermögenswerte. Bei CDO Transaktionen kommt es grundsätzlich zur Verbriefung von Forderungen gegen Schuldner (Unternehmen, Staaten) in Form von Darlehen (Loans) und/oder Schuldverschreibungen (Bonds). Ein weiteres Kriterium ist die Herkunft der Forderungen und die Absicht des Initiators. Auf der einen Seite können die Bonds oder Loans aus der Bilanz einer Bank kommen, auf der anderen Seite können sie auf dem Kapitalmarkt zusammengekauft werden.⁸⁸

Kommen die Bonds oder Loans aus der Bilanz einer Bank, so wird von einer Balance Sheet CDO gesprochen. Damit verfolgt die Bank Ziele wie Optimierung der Risikokapitalallokation, Erhöhung der Rendite auf das regulative Eigenkapital, Modellierung der Risikostruktur ihrer Kreditportfolios oder die Steuerung des Bilanzwachstums. Als Underlyings von Balance Sheet CDO dienen Vermögenswerte mit einem Rating von AAA bis BBB (Investmentgrade Bereich). Werden diese Papiere allerdings von Investmentmanagern oder institutionellen Investoren erworben, bezeichnet man sie als Arbitrage CDO. Der Grund hierfür liegt primär in der Absicht des Investors, durch Zusammenstellung und Management eines Non Investment Grade Portfolios und seiner Refinanzierung über ABS, Zins- und Kursgewinne zu regenerieren. Ein solches Vorgehen gelingt allerdings nur, wenn es zu einer geschickten Ausnutzung der Risiko/Rendite-Struktur der unterliegenden Forderungen kommt. Als

⁸⁷ Vgl. BUND(b), Collateralised Debt Obligations: Die Formel 1 unter den Asset Backed Securities, erschienen in: Die Bank, Heft 3/2000, S. 196.

⁸⁸ Vgl. BUND(b), a.a.O., S. 196f.

Underlying für diese Gattung von CDO dienen nur hochverzinsliche Forderungen mit einem Rating unter Investment Grade (BB+ oder schlechter).⁸⁹

Die Entwicklung beider Varianten stellt sich von 1993 bis 2001 wie folgt dar:

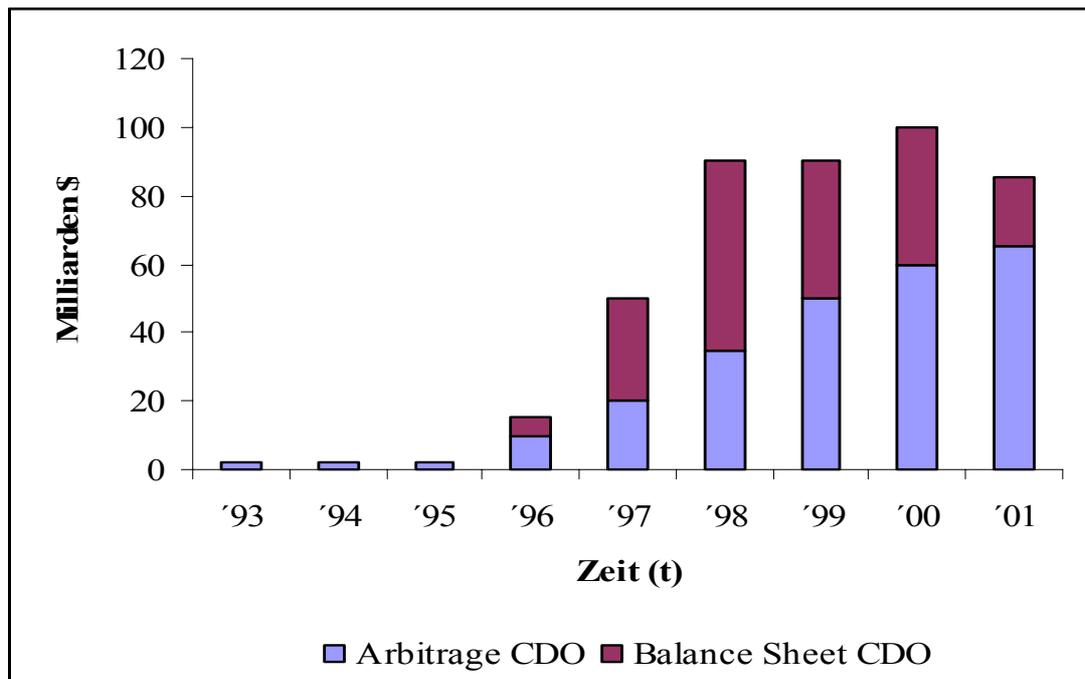


Abbildung 6: Entwicklung der CDO⁹⁰

Gegenüber einer traditionellen ABS Transaktion, bei der Forderungen gegen eine Vielzahl unterschiedlicher Schuldner (5000 und mehr) oft einer Branche verbrieft werden, ist die Vielzahl identischer Schuldner in einem CDO sehr viel geringer. Marktüblich sind Transaktionen mit 25 bis 250 verschiedenen Referenzschuldnern. Dadurch kommt dem einzelnen Konkurs eine höhere Bedeutung zu.⁹¹

Während bei Arbitrage CDO die Investorenwünsche Einfluss auf die Struktur der Transaktion nehmen, stehen bei einer Balance Sheet CDO die Wünsche des Forderungsverkäufers im Mittelpunkt der Strukturierung.⁹²

⁸⁹ Vgl. BUND(b), a.a.O., S. 197.

⁹⁰ Vgl. DB(b), Deutsche Bank Global Markets Research, CDOobserver – 2002 Outlook, 01/2002, S. 3.

⁹¹ Vgl. HEIDORN/KÖNIG, Investitionen in Collateralised Debt Obligations, Verlag Hochschule für Bankwirtschaft, Frankfurt am Main, 2003, S. 4.

⁹² Vgl. BUND(a), a.a.O., S. 197.

3.3 Der Ablauf einer ABS Transaktion

Im Gegensatz zu der in 2.3 dargestellten Grundstruktur der Forderungsverbriefung stellt die Durchführung einer Verbriefung bankeigener Forderungen eine wesentlich komplexere Struktur dar.

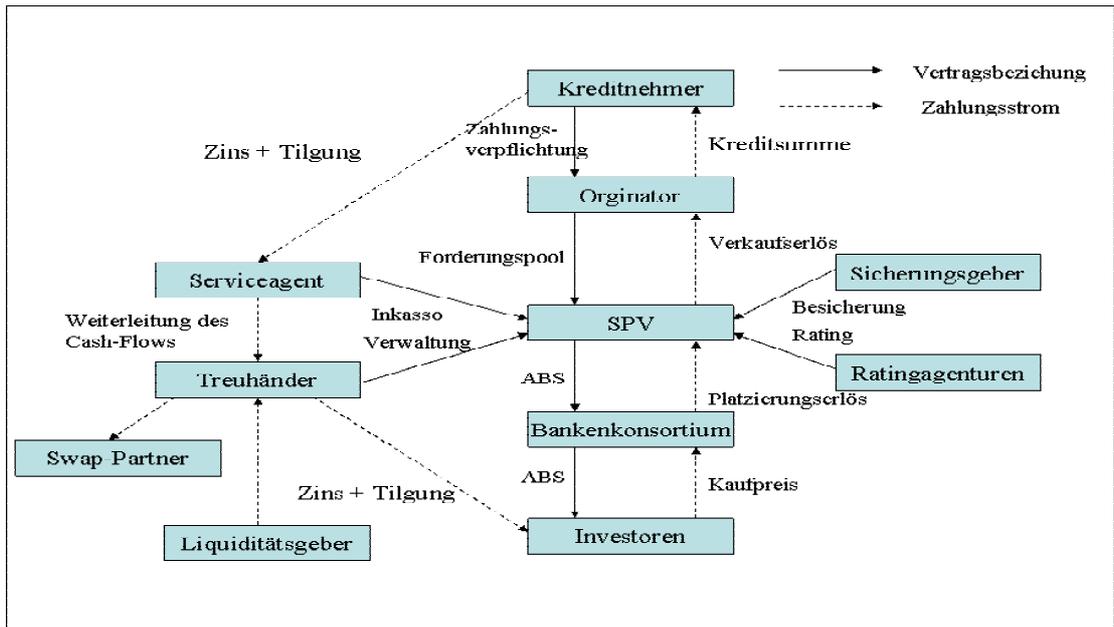


Abbildung 7: Grundstruktur einer Verbriefung bankeigener Forderungen⁹³

Kennzeichnend für diese Struktur ist, dass neben dem Kreditinstitut (Forderungsverkäufer – engl. Originator), der Zweckgesellschaft (Forderungskäufer – SPV) und den Investoren, welche als Käufer der durch die Zweckgesellschaft emittierten Wertpapiere auftreten, es noch eine Reihe weiterer Beteiligten innerhalb der Transaktion gibt.⁹⁴

Je nach Art der Transaktion können sich unterschiedlich komplizierte Strukturen ergeben, in denen der Verbriefungsprozess von bankeigenen Forderungen in mehreren Phasen abläuft. Diese können teilweise ineinander übergehen oder parallel ablaufen.⁹⁵

⁹³ Quelle: BUND(a), a.a.O., S. 13.

⁹⁴ Vgl. BUND(a), a.a.O., S. 11.

⁹⁵ Vgl. BUND(a), a.a.O., S. 11f.

Ausgangspunkt einer solchen ABS-Transaktion sind stets die Forderungen des Kreditinstitutes gegenüber einer Vielzahl von Kreditnehmern. Die Kreditnehmer sind im Rahmen der Kreditverträge zur Zahlung von Zins- und Tilgungsleistungen verpflichtet. Im ersten Schritt einer solchen Transaktion ist es seitens des Kreditinstituts nötig, die mit der Verbriefung angestrebten Ziele zu definieren. Eine solche Definition kann durch eine interne Projektgruppe vorgenommen werden, um diese mit einer Machbarkeitsstudie abzuschließen. In Abhängigkeit der Erfahrungen und des Know-how eines Kreditinstitutes, verpflichtet es nach dem vorangegangenen Prozedere einen sog. Arrangeur, um die Transaktion zu begleiten. Aufgabe des Arrangeurs wird die Strukturierung und Begleitung der Transaktion sein.⁹⁶

Als nächster Schritt erfolgt die Selektion der zu verbriefenden Kredite, welche dann in einem Pool zusammengefasst und analysiert werden. Bei einer solchen Portfolio-betrachtung werden nicht die Einzelbonitäten der verschiedenen Schuldner analysiert, sondern die Verlässlichkeit und Kalkulierbarkeit des Zahlungsverhaltens des gesamten Forderungspools.⁹⁷

Da ein solches ABS Konstrukt aus einer Vielzahl von Verträgen zwischen den einzelnen Parteien besteht, werden in der nächsten Phase alle Abläufe detailliert dokumentiert⁹⁸. Mit Unterstützung des Arrangeurs wird die Abtretung der Forderungen, der Ablauf für die Verwaltung und die Überwachung der Transaktion definiert. Des Weiteren unterstützt er die Implementierung eines DV-Programmes, welches innerhalb der Transaktion die Bewertung der Zahlungsströme vornimmt.⁹⁹

Anschließend wird die eigentliche Asset Securitisation durchgeführt. Sie ist mit dem Verkauf des ausgewählten Forderungspools mitsamt den daran haftenden Sicherheiten mit bilanzbefreiender Wirkung¹⁰⁰ an das SPV und deren anschließender Verbrie-fung zu bezeichnen. Im Gegenzug dazu erhält der Originator den vereinbarten Kauf-

⁹⁶ Vgl. BUND(a), a.a.O., S. 12.

⁹⁷ Vgl. RITTINGHAUS, MAKOWA, HELLMANN, Asset Backed Securities Transaktionen für deutsche Kreditinstitute, erschienen in: Sparkasse, Heft 3/97, S. 133.

⁹⁸ Vgl. BUND(a), a.a.O., S. 12.

⁹⁹ Vgl. BUND(a), a.a.O., S. 12.

¹⁰⁰ Die bilanzbefreiende Wirkung ist einer der wesentlichen Aspekte bei der Durchführung von Verbrie-fungen. Es ist allerdings auch eine Verbrie-fung von bankeigenen Forderungen ohne bilanzbe-freiende Wirkung möglich. Dies soll im Rahmen dieser Arbeit aber nicht weiter erläutert werden.

preis.¹⁰¹ Durch die Übertragung der Forderungen an das SPV werden diese rechtlich verselbstständigt und damit vom allgemeinen Geschäfts- und Managementrisiko des Originators losgelöst.¹⁰²

Eine solche Forderungsübertragung wird als regressloser Forderungsverkauf gestaltet. Dies hat zur Folge, dass der Forderungsverkäufer lediglich für den Bestand der Forderungen haftet, nicht aber für die aus ihnen resultierenden Risiken. Der geflossene Kaufpreis stellt für das Kreditinstitut einen Mittelzufluss dar, welchen es in Form eines Kredites oder einer Kundeneinlage im Rahmen einer traditionellen Finanzierung erhalten hätte.¹⁰³

Um die gekauften Forderungen zu refinanzieren begibt das SPV Asset Backed Securities oder Asset Backed Commercial Papers (ABCP)¹⁰⁴, die über ein Bankenkonsortium am Geld- und Kapitalmarkt platziert werden. Als Haftungsmasse dient der Forderungspool.¹⁰⁵

Um eine erfolgreiche Platzierung der Wertpapiere zu garantieren sollte die Emission schon im Vorfeld durch ein wirkungsvolles Marketing unterstützt werden. Aus Gründen der Kostenersparnis verfügt ein SPV weder über Betriebsmittel und mit Ausnahme der Geschäftsführung, über Mitarbeiter und ist mit nur geringem Eigenkapital ausgestattet. Die geringe Eigenkapitalausstattung hat zur Folge, dass die ABS zur Bonitätsverbesserung mit Sicherungsleistungen des Originators oder einer dritten Partei ausgestattet werden. Die verlangte Prüfung des zu Grunde liegenden Forderungspools erfolgt durch Ratingagenturen. Diese nehmen auch eine Beurteilung der gesamten Emissionsstruktur vor und machen durch ihr Ratingurteil die Bonität der Emission für Investoren transparent.¹⁰⁶

¹⁰¹ Vgl. SHIELS, Die Verbriefung von Bankforderungen im Rahmen von ABS-Transaktionen, erschienen in: Kreditwesen, Heft 15/97, S. 718.

¹⁰² Vgl. BÄR, a.a.O., S. 28.

¹⁰³ Vgl. BUND(a), a.a.O., S. 12f.

¹⁰⁴ Man spricht von Asset Backed Commercial Papers, wenn die verbrieften Forderungen eine Fristigkeit von unter einem Jahr haben.

¹⁰⁵ Vgl. BUND(a), a.a.O., S. 13.

¹⁰⁶ Vgl. SENGERA(a), a.a.O., S. 1007.

Die Dauer eines Verbriefungsprozesses ist hauptsächlich von der Erfahrung der teilnehmenden Parteien abhängig. Speziell sind hier die daten- und prozesstechnischen Voraussetzungen des Originators und seine Erfahrungen bei der Strukturierung von Asset Backed Transaktionen zu nennen. In Abhängigkeit beider Parameter wird vom Arrangeur eine Dauer von einem bis sechs Monaten oder länger angegeben.¹⁰⁷

Die nach der Emission für die Wertpapiere fälligen Zins- und Tilgungszahlungen werden durch die Cash-flow Ströme der abgetretenen Forderungen beglichen. Der Serviceagent übernimmt nun die Weiterleitung der Zahlungsströme auf ein Treuhandkonto und die Verwaltung der Forderungen. Der Serviceagent hat auch eine Informationsfunktion, welche er dadurch erfüllt, dass er einen regelmäßigen Report erstellt, den er an alle beteiligten Parteien weiterleitet. In einem solchen Report werden die Kenngrößen des Kreditpools wie z.B. Zahlungsausfälle und –rückstände dokumentiert. In den Zahlungsstrom, der zwischen Serviceagenten und Investoren fließt, ist ein Treuhänder eingeschaltet. Er fungiert als Hauptzahlungsstelle, indem er die aus den Krediten resultierenden Zahlungen strukturiert und somit die Wertpapiere in Abhängigkeit ihrer Ausstattung und Rechtscharakters bedient. Zusätzlich verwaltet er die übertragenen Forderungen für die Investoren treuhänderisch.¹⁰⁸

Durch den Erwerb der durch das SPV ausgegebenen ABS erlangen die Investoren Miteigentum an dem SPV oder einen Zahlungsanspruch gegenüber diesem. Somit finanzieren sie den Kauf der Forderungen und damit den Originator.¹⁰⁹

3.4 Die Kontrahenten und ihre Funktionen innerhalb einer ABS Transaktion

3.4.1 Originator

Eine Asset Securitisation wird durch den Originator (Kreditinstitut) ausgelöst. Er tritt als Verkäufer der gebündelten Forderungen gegenüber der Zweckgesellschaft auf, um seine Aktiva zu monetarisieren und somit seine Haftungsflexibilität zu erhöhen.

¹⁰⁷ Vgl. BUND(a), a.a.O., S. 14.

¹⁰⁸ Vgl. BUND(a), a.a.O., S. 14.

¹⁰⁹ Vgl. OERTLE, Asset Securitisation in der Schweiz, erschienen in: Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, Heft 4/1993, S. 157.

In der Regel ist der Originator identisch mit der Unternehmung, dessen Forderungen generiert werden, allerdings treten auch Unternehmen am Markt auf, welche speziell zum Zwecke der Verbriefung Forderungen aufkaufen.¹¹⁰

Aufgrund der vorhandenen Infrastruktur und der gesammelten Informationen, ist der Originator in der Lage, die einzelnen Kreditnehmer am intensivsten zu betreuen und zu überwachen. Aufgrund dieser Fähigkeit übernimmt er auch in den meisten Fällen nach der Abtretung der Forderungen die Verwaltung der einzelnen Kreditengagements und somit die Rolle des Serviceagenten. Das berechtigte Interesse an Informationen seitens der ebenfalls beteiligten Parteien, insbesondere des Treuhänders und der Ratingagenturen, wird durch den Originator in der Form befriedigt, indem er regelmäßige Berichte erstellt. Diese Berichte enthalten Daten über die Leistungscharakteristiken des abgetretenen Kreditpools, wie z.B. pünktliche und verspätete Zahlungen oder gar Ausfälle.¹¹¹ Eventuell anfallende überschüssige Cash-flow, die nicht zur Deckung der Ansprüche der Investoren oder Kostendeckung der Transaktion benötigt werden, stehen am Ende der Transaktion dem Originator zu.¹¹²

Die Erfahrungen mit der Verbriefung von Forderungen zeigen, dass Kreditinstitute als Originator der Transaktion eine Reihe von Vorteilen haben können.¹¹³ Ein Vorteil ist, dass durch die Abtretung der zu verbriefenden Forderungen diese das allgemeine Unternehmensrisiko des Kreditinstitutes senken und somit ein besseres Rating als das Kreditinstitut selbst erhalten können. Dies senkt die Kosten der Fremdfinanzierung.

Der regresslose Verkauf der bankeigenen Forderungen („True Sale“)¹¹⁴ hat zur Folge, dass es zur Freisetzung von Eigenkapital kommt und somit der Grundsatz I entlastet wird. Ohne das Eigenkapital zusätzlich erhöhen zu müssen, entsteht somit die

¹¹⁰ Vgl. BUND(a), a.a.O., S. 14.

¹¹¹ Vgl. BÄR, a.a.O.; S. 92.

¹¹² Vgl. BUND(a), a.a.O., S. 14.

¹¹³ Vgl. BUND(a), a.a.O., S. 14.

¹¹⁴ Man spricht von „True Sale“, wenn es sich bei dem Transfer der Forderungen an das SPV um einen echten Verkauf handelt. Das Gegenteil dazu stellt die „Pledge“ Variante dar. Hier werden die Forderungen vom Originator an das SPV verpfändet. Um eine bilanzbefreiende Wirkung zu erzielen, muss ein „True Sale“ stattfinden. Vgl. RENTEN, a.a.O., S. 12 und BÄR, a.a.O., S. 49.

Möglichkeit für Neuinvestitionen. Der Einsatz des Eigenkapitals kann dadurch effizienter gestaltet und die Eigenkapitalkosten gesenkt werden.¹¹⁵

3.4.2 Special Purpose Vehicle

Das SPV, eine sog. Zweckgesellschaft, tritt als Käufer der gebündelten Forderungen des Originators auf und finanziert diesen Kauf meist durch die Emission von Wertpapieren. Diese Wertpapiere bietet es den Investoren an und verkauft diese auf eigenen Namen und eigene Rechnung am Kapitalmarkt.¹¹⁶

Das SPV ist nach dem Kauf der Forderungen neuer Eigentümer des Forderungsbestandes und erhält durch die Emission der Wertpapiere eine tragende Rolle innerhalb der Asset-Backed Transaktion. Man kann von den folgenden vier Hauptaufgaben ausgehen¹¹⁷, welche es allerdings nicht direkt selbst wahrnimmt.

1. Schon im Vorfeld der Transaktion muss das SPV eine Voruntersuchung und Beurteilung der zur Verbriefung angebotenen Forderungen durchführen.
2. Das SPV plant den Ablauf der Transaktion.
3. Des Weiteren übernimmt es die Strukturierung der operationalen Details, wie z.B. die Zahlungsstruktur und die Ausfallversicherungen.
4. Letztlich übernimmt die Zweckgesellschaft das laufende Zahlungsstrommanagement und stimmt innerhalb dieses Prozesses die eingehenden Zins- und Tilgungsleistungen der Kreditschuldner mit den Zahlungen an die Investoren ab.

Die Bezeichnung Zweckgesellschaft verdeutlicht, dass ihre Funktion auf den Kauf der Forderungen und die Verbriefung derselben zum Zweck der Refinanzierung beschränkt ist.¹¹⁸

Die Tatsache, dass die Zweckgesellschaft weder über Betriebsmittel noch über Mitarbeiter verfügt, veranlasst sie, die oben beschriebenen Aufgaben an einen oder mehrere Dritte (Arrangeur, Serviceagent, Bankenkonsortium) zu delegieren. Hierdurch

¹¹⁵ Vgl. RITTINGHAUS/MAKOWKA/HELLMANN, a.a.O., S. 134.

¹¹⁶ Vgl. FRÜH, a.a.O., S. 105.

¹¹⁷ Vgl. BUND(a), a.a.O., S. 16f.

¹¹⁸ Vgl. RENTEN, a.a.O., S. 25.

wird erreicht, dass der Pool der angekauften Forderungen komplett der Bedienung, und als rechtlich selbstständige Haftungsmasse, der Absicherung der Investorenansprüche dient.¹¹⁹

Neben der rechtlichen Trennung der Forderungen vom Originator muss auch gewährleistet sein, dass das SPV rechtlich und wirtschaftlich vom Originator getrennt ist. Dies ist Prämisse, damit die wirtschaftliche Entwicklung des forderungsveräußernden Kreditinstituts keinen Einfluss mehr auf die Risikosituation der an das SPV verkauften Forderungen hat.¹²⁰

Speziell Kreditinstitute haben ein Interesse an der rechtlichen und wirtschaftlichen Selbstständigkeit des SPV, um nicht durch eine Konsolidierungspflicht den Effekt der Bilanz- und Eigenkapitalentlastung wieder aufzuheben.¹²¹

Die Gründung des SPV kann durch jede innerhalb der ABS Transaktion involvierte Partei oder einen Außenstehenden erfolgen. Dieser Gründer (Sponsor) erhält dafür eine Vergütung. Die häufigsten Sponsoren sind die Kreditinstitute selbst oder Wirtschaftsprüfer. Im Falle der Verbriefung bankeigener Forderungen ist die Gründung seitens eines Kreditinstitutes zur Vermeidung der bereits angesprochenen Konsolidierungspflicht nicht ratsam. Allerdings werden auch bei anderen Originatoren die Mehrheitsanteile zur Vermeidung einer Konsolidierungs- und Steuerpflicht i.d.R. an gemeinnützige Stiftungen übertragen.¹²²

Da das SPV somit in einer Vielzahl von Fällen keiner der in die Transaktion verwickelten Parteien zugeordnet werden kann, wird sie auch als „Waisengesellschaft“ bezeichnet.¹²³

¹¹⁹ Vgl. EICHOLZ / NELGEN, Asset Backed Securities – ein Finanzierungsinstrument auch für den deutschen Markt?, erschienen in: Der Betrieb, Heft 16/1992, S. 795.

¹²⁰ Vgl. FRÜH, a.a.O., S. 107.

¹²¹ Vgl. BAUMS, Asset-Backed Finanzierungen im deutschen Wirtschaftsrecht, erschienen in: Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht, Heft 1/1993, S. 6 und FRÜH, a.a.O., S. 107.

¹²² Vgl. BÄR, a.a.O., S. 39.

¹²³ Vgl. BUND(a), a.a.O., S. 18.

Um sich für den Ankauf der Forderungen zu refinanzieren stehen dem SPV verschiedene Alternativen¹²⁴ zur Verfügung.

- Die öffentliche Platzierung von Asset Backed Securities am internationalen Kapitalmarkt,
- die private Platzierung der Wertpapiere bei einem begrenzten Kreis institutioneller Investoren,
- die Emission von Asset Backed Commercial Papers
- die Aufnahme von Bankkrediten,
- eine Kombination aus den genannten Möglichkeiten.

Die Wahl der Refinanzierungsalternative der Forderungen hängt von Art, Volumina und Fristigkeit der Forderungen ab und hat wesentlichen Einfluss auf die Struktur und die Kosten der Transaktion. Bei einer Finanzierung von langfristigen Aktiva bietet sich die Emission von Anleihen an. Im Falle einer Finanzierung von kurzfristigen Aktiva oder kleinerer Forderungsportfolios, ist eine Finanzierung über Asset Backed Commercial Papers empfehlenswert.¹²⁵

Die Gestaltung eines SPV kann nach Anzahl der Originatoren unterschiedlich ausfallen. So kommt es bei Bündelung und Ankauf von Forderungen eines Originators zur Gründung eines sog. „Single Seller Vehicle“ und bei Bündelung und Ankauf von Forderungen mehrerer Originatoren zur Gründung eines sog. „Multi Seller Vehicle“.¹²⁶

3.4.3 Investoren

Investoren treten als Käufer der verbrieften Forderungen auf. Sie erwerben also das Endprodukt des Securitisationprozesses, die Asset Backed Securities.¹²⁷

Diese Papiere können als Beteiligungspapiere (Pass Through Certificates) oder als Forderungspapiere (Pay Through Certificates) begeben werden.¹²⁸

¹²⁴ Vgl. BUND(a), a.a.O., S. 18.

¹²⁵ Vgl. RITTINGHAUS / MAKOWKA / HELLMANN, Asset Backed Securities Transaktionen für deutsche Kreditinstitute, erschienen in: Sparkasse, Heft 3/1997, S. 136.

¹²⁶ Vgl. BUND(a), a.a.O., S. 18.

¹²⁷ Vgl. BUND(a), a.a.O., S. 18.

Für Investoren spielen bei einer Anlageentscheidung Faktoren wie Sicherheit, Transparenz, Marktliquidität ein seinen Bedürfnissen angepasstes Risiko/Renditeprofil und die Möglichkeit zur Diversifizierung seines Portfolios eine tragende Rolle. ABS können somit aus mehreren Gründen eine interessante Alternative zu traditionellen Anleihen darstellen.¹²⁹

Zum einen ist hier die Beurteilung der Bonität von ABS zu nennen, da diese durch eine oder mehrere unabhängige Ratingagenturen vorgenommen werden. Sie sind i.d.R. so strukturiert, das sie mit einem hervorragenden Rating (AAA/Aaa) ausgestattet werden können. Dieses Ziel wird verfolgt, um die Marktgängigkeit der Papiere zu erhöhen. Des Weiteren weisen ABS im Vergleich zu Wertpapieren gleichen Ratings eine höhere Verzinsung auf, da dieses Marktsegment noch nicht Liquidität in dem Umfang aufweist, wie dies z.B. auf dem Markt für Bankschuldverschreibungen der Fall ist und die Investoren mit diesem Produkt so vertraut sind.¹³⁰ Die Rendite von ABS liegt folglich 10 – 25 Basispunkte¹³¹ höher als bei Anlagen mit vergleichbarem Risiko.¹³²

Ein weiterer Grund, dass ABS für Investoren eine Anlagealternative darstellen, ist darin zu sehen, dass sie eine Chance zur Diversifizierung ihres Portfolios erhalten. Vielen Investoren war es bisher nicht möglich, in Kreditforderungen zu investieren. Durch das Zusammenführen von Einzelforderungen unterschiedlicher demographischer, geographischer und branchenmäßiger Herkunft erfolgt bereits im Kreditpool eine Risikodiversifikation.¹³³

Das Konkursrisiko seitens des Originators betrifft die Investoren auch nicht, da der Kreditpool von diesem an die Zweckgesellschaft durch Verkauf übertragen wurde.

¹²⁸ Vgl. BÄR, a.a.O., S. 95.

¹²⁹ Vgl. BUND(a), a.a.O., S. 18 ff.

¹³⁰ Vgl. BÄR, a.a.O., S. 95.

¹³¹ Ein Basispunkt entspricht 0,01%.

¹³² Vgl. BUND(a), a.a.O., S. 19.

¹³³ Vgl. CHADHA, *Securitization / Asset Backed Securities – Einsatzmöglichkeiten im Rahmen des Risiko-/Portfoliomanagements*, erschienen in: Hanker, Peter, *Management von Marktpreis- und Ausfallrisiken – Instrumente und Strategien zur Risikominimierung in Banken*, Wiesbaden, Gabler Verlag, 1998, S. 307.

Somit scheidet die Gefahr der Zahlungsverzögerung durch ein langwieriges Konkursverfahren oder des teilweisen Forderungsverlustes für die Investoren aus.¹³⁴

Dieses Argument kann dadurch entkräftet werden, dass Forderungen gegenüber Kreditinstituten in der Bundesrepublik Deutschland durch Einlagensicherungssysteme geschützt sind und somit ein Konkurs des Schuldnerinstituts nicht zu einem Ausfall führt. Es gilt jedoch anzumerken, dass die Einlagensicherung bei privaten Banken auf max. 30 Prozent des haftenden Eigenkapitals begrenzt ist. Andere Kreditinstitute als Gläubiger sind von der Einlagensicherung ausgeschlossen. Sparkassen und Genossenschaftsbanken unterliegen solchen Einschränkungen nicht, da von ihnen primär ein Institutsschutz bzw. ein indirekter Einlegerschutz betrieben wird.¹³⁵

Ein weiteres Argument für Investoren ist, dass ABS durch eine Vielzahl von Sicherungselementen weitgehend von den Risiken der unterliegenden Kredite befreit sind und gegenüber traditionellen Schuldverschreibungen einen höheren Grad an Anlegersicherheit aufweisen. So wird bei dieser Argumentation darauf verwiesen, dass ABS über eine hervorragende Bonität verfügen und noch kein Fall von notleidenden ABS Transaktionen bekannt geworden ist.¹³⁶

3.4.4 Ratingagenturen

Da ABS ein großer Forderungspool zu Grunde liegt, ihre Strukturen sehr komplex gestaltet sind und kaum eine Transaktion einer anderen gleicht, ist es für Investoren sehr schwer, die Qualität dieser Transaktionen zu beurteilen. Ein Investor verlangt nach Transparenz bzgl. der mit den Wertpapieren übernommenen Risiken. Neben dem Fehlen notwendigen Datenmaterials, mangelt es Investoren meist an Zeit und Know-how, um eine fundierte Analyse selbstständig durchzuführen.¹³⁷

Ratingagenturen sorgen in diesem Zusammenhang durch regelmäßige Beurteilung der Emissionen für einen Ausgleich der daraus resultierenden Informationsasymmet-

¹³⁴ Vgl. BUND(a), a.a.O., S. 20.

¹³⁵ Vgl. GRUNDMANN, Die Einlagensicherungssysteme, erschienen in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Heft 24/1992, S. 1134ff.

¹³⁶ Vgl. OERTLE, a.a.O., S. 171.

¹³⁷ Vgl. BUND(a), a.a.O., S. 23.

rie. Somit ist für die Absetzbarkeit der ABS ein Rating unerlässlich. Dies hat zur Folge, dass neben öffentlich platzierten Emissionen i.d.R. auch die privat platzierten Emissionen durch Ratingagenturen geratet werden.¹³⁸

Im Rahmen von ABS Transaktionen geben Ratingagenturen Auskunft über den Grad des Schutzes, den ein Investor gegenüber einer möglichen Zahlungsstörung erwarten kann und beurteilen die relative Bonität der emittierten Papiere. Somit tragen sie zu einer Erhöhung der Transparenz auf den Kapitalmärkten bei.¹³⁹

Da nicht nur die Bonität des zu Grunde liegenden Forderungspools, sondern auch die rechtlichen und ablauftechnischen Strukturen die Qualität von ABS beeinflussen, ist grundsätzlich die gesamte Transaktion Gegenstand der Untersuchung. Das aus der Untersuchung gefällte Ratingurteil ist von entscheidender Bedeutung für den Preis bzw. die Absetzbarkeit der Emission und somit für den Erfolg der gesamten Transaktion.¹⁴⁰

Das Siegel für ein ABS Rating erfolgt durch Ratingsymbole (siehe Anhang 1)¹⁴¹, welche sich nicht von denen anderen Schuldtitel unterscheiden. Die einzelnen Ratingagenturen verwenden hierbei nur leicht unterschiedliche Symbole, was auf eine Standardisierung schließen lässt.¹⁴²

Der Prozess, nachdem ABS Transaktionen bewertet werden, kann sich je nach Ratingagentur unterscheiden. Es ist jedoch ein ähnliches Muster über mehrere Stufen hinweg festzustellen.¹⁴³

Im ersten Schritt wird bei der Zusammenkunft mit der Ratingagentur die geplante Transaktion vorgestellt. Seitens der Ratingagentur werden dann die benötigten Informationen verlangt. Nun erfolgt eine sog. Due Dilligence Prüfung, bei der die his-

¹³⁸ Vgl. OHL, Ein innovatives Instrument zur Finanzierung deutscher Unternehmen, Gabler Verlag, Wiesbaden, 1994, S. 195.

¹³⁹ Vgl. BUND(a), a.a.O., S. 23.

¹⁴⁰ Vgl. PAUL(a), a.a.O., S. 169ff.

¹⁴¹ Quelle: BUND(a), a.a.O., S. 24f.

¹⁴² Vgl. BÄR, a.a.O., S. 238.

¹⁴³ Vgl. OHL, a.a.O., S. 204.

torische, aktuelle und erwartete Leistungsfähigkeit des Originators evaluiert wird. Die dazu benötigten Informationen sind Unternehmensentwicklung, Wettbewerbsumfeld und Marktposition des Originators. Die Beurteilung der Qualität von Kreditgenerierung und -verwaltung erfolgt durch Analyse der Kunden- bzw. Kreditnehmerstrukturen, den Kreditvergabeprozess und die dabei angewandten Methoden. Des Weiteren werden die Kreditverwaltung und das Inkasso- und Mahnwesen beurteilt. Ein weiterer wichtiger Gegenstand der Due Dilligence Prüfung ist die Beurteilung der EDV- und Informationssysteme.¹⁴⁴

Im dritten Schritt wird eine Risikoanalyse der Transaktion durchgeführt, welche die Risikostruktur des zu verbriefenden Forderungspools¹⁴⁵, die Weiterleitungsmechanismen des Cash-flow und die rechtliche Struktur der Konstruktion zum Inhalt hat.¹⁴⁶

Die Zusammensetzung und Qualität der Forderungen bestimmt die Risikostruktur des Forderungspools. Beurteilungskriterien hierbei sind die Kreditwürdigkeit der Schuldner, Verfahren der Bonitätsprüfung seitens des Kreditinstitutes, der Diversifikationsgrad des Kreditpools, historische Ausfall- und Verzugsraten, Art und Qualität der Sicherheiten, die Höhe und Restlaufzeit der Kredite sowie der erzielte Zinssatz. Die Qualität des hierzu herangezogenen Datenmaterials ist von großer Bedeutung für ein exaktes Ratingurteil.¹⁴⁷

Um die Fähigkeit des SPV zur ordnungsgemäßen Bedienung der Investoren zu beurteilen, ist eine Analyse der Cash-flow Mechanismen notwendig. In diesem Schritt werden Auswirkungen der Veränderungen von Faktoren, welche die Zins- und Tilgungszahlungen der Kreditforderungen beeinflussen können, analysiert. Es erfolgt

¹⁴⁴ Vgl. BUND(a), a.a.O., S. 26.

¹⁴⁵ Bei den zu verbriefenden Forderungen sollte eine Bank darauf achten, dass die Forderungen der durchschnittlichen Qualität ihres Forderungsportfolios entsprechen. Verkauft der Originator nur die erstklassigen Forderungen, so betreibt er sog. „Cherry Picking“. Bei dieser Vorgehensweise, besteht die Gefahr, dass das potenzielle Risiko in der Bilanz ansteigt und der gewünschte Effekt der Risikoreduzierung ausbleibt. Andererseits sollte die Bank nicht nur bonitätsmäßig schlechte Forderungen verkaufen (sog. „Lemon Selling“), da dies negativ durch die Rating Agenturen bewertet wird. Beide Varianten sind durch das BAKred Runschreiben untersagt. Vgl. DAVID, a.a.O., S. 48.

¹⁴⁶ Vgl. ARBEITSKREIS „FINANZIERUNG“, Schmalenbach Gesellschaft – Asset Backed Securities – Ein neues Finanzierungsinstrument für deutsche Unternehmen?, erschienen in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, Heft 6/1992, S. 507.

¹⁴⁷ Vgl. BUND(a), a.a.O., S. 26f.

eine Sensitivitätsanalyse der Cash-flow Annahmen, um die Auswirkungen der Veränderung auf die Qualität des Kreditpools und seine Cash-flow zu bestimmen.¹⁴⁸

Die rechtliche Prüfung stellt fest, ob die den Forderungen zu Grunde liegenden Sicherheiten zweifelsfrei zur Sicherung der Ansprüche der Investoren genügen. Es erfolgt hier eine Prüfung der Konkursfestigkeit des SPV und der rechtlichen Absicherung gegenüber dem Originator. Als weitere Punkte innerhalb dieses Schrittes sind die Ausgestaltung der Vertragsdokumente, die Analyse der rechtlichen Aspekte und die Übereinstimmung mit aufsichtsrechtlichen Bestimmungen zu nennen.

Die aus diesem Prozess ergangenen Ergebnisse bilden dann die Grundlage für die Beratungen des Ratingkomitees, aus denen sich ein Ratinggutachten ergibt. In diesem Gutachten werden dann die erforderliche Transaktionsstruktur und der Umfang der zusätzlichen Sicherungsleistungen festgelegt.¹⁴⁹ Im letzten Schritt wird nun das Rating, in Form eines Ratingbriefs, veröffentlicht. Die Transaktion wird während der gesamten Dauer durch die Ratingagentur beobachtet.¹⁵⁰

3.4.5 Serviceagent und Trustee

Der Serviceagent übernimmt für die Zweckgesellschaft das Inkasso, die Verwaltung der Forderungen und leitet die eingehenden Zahlungen an den Trustee weiter. Im Regelfall wird diese Aufgabe vom Originator übernommen, da ihm durch die engeren Kundenbeziehungen bessere Informationen gegenüber dem potenziellen Serviceagenten zur Verfügung stehen.¹⁵¹ Des Weiteren hat er für die Verwaltung der verbrieften Forderungen die notwendige Infrastruktur und es stehen ihm i.d.R. die entsprechenden EDV-Kapazitäten zur Verfügung.¹⁵²

¹⁴⁸ Vgl. BUND(a), a.a.O., S. 27.

¹⁴⁹ Vgl. OHL, a.a.O., S. 204.

¹⁵⁰ Vgl. BERNDSEN, Asset Backed Securities – Ein interessantes Refinanzierungsinstrument für deutsche Finanzgesellschaften, erschienen in: Finanzierung, Leasing, Factoring, Heft 5/1991, S. 191 und BÄR, a.a.O., S. 252ff.

¹⁵¹ Vgl. BUND(a), a.a.O., S. 30.

¹⁵² Vgl. BENNER, Asset Backed Securities – Finanzinnovation mit Wachstumschancen?, erschienen in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, Heft 5/1998, S. 407.

Hat ein Kreditinstitut die Position des Originators inne, so dürfte sich der daraus resultierende wirtschaftliche Vorteil aufgrund der im Bankgeschäft vorhandenen Informationsasymmetrie und der besonderen Anforderungen an die Verwaltung von Kreditforderungen, als relativ groß herausstellen. Für die Stabilität der Transaktion und somit auch für das Rating, könnte es von großer Bedeutung sein, dass die Verwaltung der Forderungen beim Kreditinstitut verbleibt. Hierdurch kann die Bedingung der Prognostizierbarkeit des Zahlungsstroms des Kreditpools und die zu Grunde gelegte Kredit- und Inkassopolitik in Bezug auf die abgetretenen Forderungen besser erfüllt werden. Kreditkündigungen, Prolongationen oder die Verwertung von Sicherheiten müssen nach dem gleichen Maßstab, wie vor der Verbriefung vorgenommen werden.¹⁵³ Des Weiteren wird so sichergestellt, dass die Kunde-Bank-Beziehung aufrechterhalten wird und sich der Kreditnehmer nicht plötzlich einem unbekanntem Gläubiger gegenüber sieht.¹⁵⁴

Die Verbriefung der eigenen Forderungen kann für das Kreditinstitut auch eine zusätzliche Einnahmequelle bedeuten, da im Geschäftsbesorgungsvertrag eine sog. Servicefee vereinbart werden kann, welche der Originator für die Übernahme des Kreditinkasso erhält.¹⁵⁵

Um die Entwicklung des verwalteten Kreditpools jederzeit überschauen zu können und um der Erfüllung seiner Aufgaben gerecht zu werden, ist der Serviceagent verpflichtet, regelmäßige Reports an das SPV und die Investoren zu liefern. In diesen hat er über die eingegangenen Zahlungen, bestehende Zahlungsverzüge und evtl. entstandenen Ausfälle, differenziert nach Region, Kunden oder Branche, zu berichten.¹⁵⁶

Der Serviceagent kann innerhalb eines ABS Konstrukts auch als sog. „Master Servicer“ auftreten. Dies ist dann der Fall, wenn bei der Verbriefung von Forderungen Darlehen mehrerer Kreditinstitute von einer Zweckgesellschaft aufgekauft wurden

¹⁵³ Vgl. RITTINGHAUS/MAKOWKA/HELLMANN, a.a.O., S. 135.

¹⁵⁴ Vgl. SCHNEIDER/EICHHOLZ/OHL, Die aufsichtsrechtliche Bewertung von Asset Backed Securities, erschienen in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, Heft 20/1992, S. 1456.

¹⁵⁵ Vgl. BUND(a), a.a.O., S. 30.

¹⁵⁶ Vgl. BÄR, a.a.O., S. 93 und OHL, a.a.O., S. 44.

und diese nun die Verwaltung der Forderungen an Stelle der einzelnen Originatoren übernimmt. Da ein solcher Master Servicer allerdings Einblick in die Interna der Originatoren hat, wird diese Variante wohl nur von Kreditinstituten der gleichen Gruppe in Frage kommen.¹⁵⁷

Der Trustee (Treuhand) übernimmt im Rahmen einer ABS Transaktion eine Mittlerfunktion sowohl zwischen dem Serviceagent und den Investoren als auch zwischen Sicherheitsgebern und Investoren. Zu seinen Aufgaben gehören zunächst der Kauf der Assets im Namen und auf Rechnung des SPV und deren Übernahme in seinen treuhänderischen Besitz.¹⁵⁸ Hierdurch soll gewährleistet sein, dass bei einem Konkurs der Zweckgesellschaft die Vermögenswerte vor dem Zugriff anderer Konkursgläubiger geschützt werden.¹⁵⁹ Zu diesem Zweck überträgt ihm das SPV als neuer Eigentümer seinen Rechtsanspruch an sämtlichen von den Deckungswerten generierten Zahlungen sowie den zu ihrer Besicherung bestimmten Objekten. Dadurch erhält der Trustee die Möglichkeit, bei einem Konkurs von Originator oder SPV die Sicherheiten zu verwerten. Eine weitere Aufgabe des Trustee ist die Weiterleitung der Zahlungsströme für das SPV und die Erfüllung der Funktion als Sachverwalter für die Investoren. Des Weiteren hat er das Recht, bei entstandenen Cash-flow Defiziten die aufgebauten Sicherungslinien zu nutzen.¹⁶⁰ Ferner hat er im Auftrag der Investoren die Rechenschaftsberichte des Serviceagenten auf Vollständigkeit und Richtigkeit zu prüfen.¹⁶¹

Die Rolle des Trustee wird in den meisten Fällen von einer Wirtschaftsprüfungs- oder Treuhandgesellschaft wahrgenommen. Es besteht allerdings auch die Möglichkeit, dass diese Funktion durch ein anderes Kreditinstitut ausgefüllt werden kann. Der Trustee sollte über eine gute Bonität und entsprechendes Know-how verfügen, da seine Bewertung durch die Ratingagentur Einfluss auf das Rating der ABS Transaktion hat.¹⁶²

¹⁵⁷ Vgl. BUND(a), a.a.O., S. 31.

¹⁵⁸ Vgl. ARBEITSKREIS „FINANZIERUNG“, a.a.O., S. 505.

¹⁵⁹ Vgl. BUND(a), a.a.O., S. 32.

¹⁶⁰ Vgl. PAUL(a), a.a.O., S. 163.

¹⁶¹ Vgl. BÄR, a.a.O., S. 96.

¹⁶² Vgl. BUND(a), a.a.O., S. 32.

3.4.6 Weitere Beteiligte

Neben den bereits genannten Akteuren sind regelmäßig noch weitere Akteure bei der Verbriefung bankeigener Forderungen tätig. Ihre Teilnahme hängt dabei von der Art der zu verbriefenden Kreditforderungen und der Komplexität der Transaktionsstruktur ab. Eine sehr bedeutende Rolle kommt hierbei wohl dem Arrangeur zu. Seine Aufgaben sind die Einbindung in die laufende Abwicklung und die Überwachung der Transaktion.¹⁶³ Die Position des Arrangeurs wird i.d.R. durch eine Investmentbank oder die Investmentabteilung einer Universalbank ausgefüllt.¹⁶⁴

Sollte der Originator über entsprechende Ressourcen und das notwendige Know-how verfügen, so kann er die Rolle des Arrangeurs selbst übernehmen. Der Arrangeur übernimmt den aktiven Managementpart bei der Verbriefung. Es ist seine Aufgabe, die ABS Transaktion an die jeweilige Struktur der Forderungen sowie an die Bedürfnisse des Forderungsverkäufers und der Investoren anzupassen. Des Weiteren koordiniert er die Kontakte des Originators mit dem SPV, berät bei der Auswahl des zu verkaufenden Kreditpools und führt statistische Analysen dieses Pools durch.¹⁶⁵

Weitere Beteiligte sind ein oder mehrere Sicherungsgeber, die eine Garantie in bestimmter Höhe gegenüber den Investoren leisten und eine Liquiditätsbank, die dem SPV liquide Mittel zur Verfügung stellt, falls, aufgrund von Unstetigkeiten des Cashflow des Kreditpools, ein Liquiditätsengpass beim Zins- und Tilgungsdienst für die emittierten ABS entsteht. In Abhängigkeit von der Ausgestaltung der verbrieften Kreditart, treten Swap-Partner¹⁶⁶ auf, welche die Zahlungsströme der Underlyings und der ABS aufeinander abstimmen oder in eine gewünschte Valuta tauschen.¹⁶⁷

¹⁶³ Vgl. RITTINGHAUS/MAKOWKA/HELLMANN, a.a.O., S. 134.

¹⁶⁴ Vgl. FRÜH, a.a.O. S. 105f.

¹⁶⁵ Vgl. RITTINGHAUS/SCHEEL, Das neue Instrument der Asset Backed Transaktionen, erschienen in: Sparkasse, Heft 10/1993, S. 475.

¹⁶⁶ Ein Swap ist ein Vertrag zwischen zwei Parteien, die sich zum gegenseitigen Austausch zukünftiger Zahlungen verpflichten. Die Vereinbarung determiniert die Zeitpunkte, an denen die Zahlungen zu erfolgen haben, und in welcher Weise der Betrag zu bestimmen ist. Vgl. EISELE/NEUS/WALTER, Zinsswaps – Funktionsweise, Bewertung und Diskussion, Tübinger Diskussionspapier Nr. 203, Januar 2001, S. 1.

¹⁶⁷ Vgl. PAUL/FEHR(b), Hypothekenpfandbriefe versus MBS (Teil II) – Konkurrenz oder Komplementarität, erschienen in: Die Bank, Heft 7/1996, S. 406.

Aufgrund der Komplexität von ABS Konstrukten, bei der es sich letztlich um ein dichtes Geflecht von Vertragsbeziehungen zahlreicher inländischer und ausländischer Parteien handelt, kommt Rechtsanwälten eine große Bedeutung zu. Sie werden involviert, um rechtliche oder regulatorische Konstruktionen zu identifizieren und so zu gestalten, dass diese die Wirkung der Verbriefung nicht oder in der gewünschten Weise beeinflussen.¹⁶⁸

¹⁶⁸ Vgl. BUND(a), a.a.O., S. 33f.

4 Die Zahlungsstromvarianten

Ein wichtiges Strukturierungsmerkmal von ABS bezieht sich auf die Durchleitung der Zahlungsströme von den Forderungsschuldnern zu den Investoren. Hier werden grundsätzlich zwei Arten von Strukturen unterschieden: Die Pass Through Struktur und die Pay Through Struktur.¹⁶⁹

4.1 Pass Through Konstruktion

Bei einer Pass Through Konstruktion werden alle Zahlungen der Kreditschuldner unmittelbar an die Investoren weitergeleitet. Dies hat zur Folge, dass sie allen Chancen aber auch allen Risiken, welche aus dem Kreditpool entstehen, direkt ausgesetzt sind.¹⁷⁰ Bei dieser Art der Weiterleitung von Zahlungsströmen, liegt eine Fondsstruktur zu Grunde, bei der die Forderungen von einem Fonds erworben werden, welcher sich durch die Ausgabe von Fondszertifikaten refinanziert. Die Investoren erwerben dann keine Forderungen gegenüber dem SPV, sondern Miteigentum am treuhänderisch gebundenen Fondsvermögen.¹⁷¹

Die Zahlungsfrequenz kann bei solchen Fondszertifikaten unterschiedlich sein. Werden z.B. die Zins- und Tilgungszahlungen der Forderungen monatlich getätigt, so werden auch die Zahlungen an die Investoren, entsprechend ihrem prozentualen Anteil an der Gesamtemission, ebenfalls in monatlichen Abständen durchgereicht. Bei der zeitgleichen und unveränderten Weiterleitung der Zahlungsströme lassen sich drei Arten von Cash-flow Strömen¹⁷² unterscheiden.

- planmäßige Zinszahlungen,
- planmäßige Tilgungszahlungen
- vorzeitige Rückzahlungen.

¹⁶⁹ Vgl. RENTEN, a.a.O., S. 13.

¹⁷⁰ Vgl. ARBEITSKREIS „FINANZIERUNG“, a.a.O., S. 504.

¹⁷¹ Vgl. BENNER, a.a.O., S. 408.

¹⁷² Vgl. BÄR, a.a.O., S. 130f.

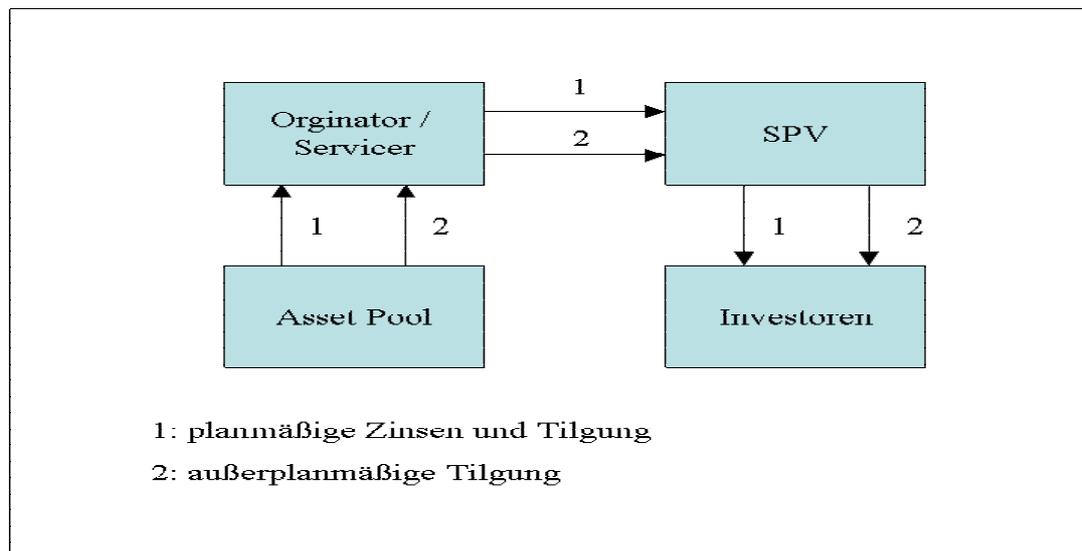


Abbildung 8: Pass Through Konstruktion¹⁷³

Durch eine solche direkte und zeitgerechte Weiterleitung der Cash-flows wirken sich vorzeitige Rückzahlungen unmittelbar auf die Investoren aus, wodurch die durchschnittliche Laufzeit (Duration)¹⁷⁴ von Pass Through Papieren ex ante nie genau bekannt ist. Sie verkürzt sich bei der Beschleunigung und verlängert sich dementsprechend bei der Verlangsamung der geschätzten Rückzahlungsgeschwindigkeit. Investoren akzeptieren somit durch Eingehen eines solchen Engagements eine Zinsvereinbarung, ohne die genaue Laufzeit und damit die durchschnittliche Kapitalbindungsdauer zu kennen.¹⁷⁵

Die Abwälzung des vorzeitigen Rückzahlungsrisikos (Prepayment Risk) sowie der damit zusammenhängenden Zinsänderungsrisiken auf die Investoren beeinträchtigt die Anziehungskraft von Pass Through Papieren für internationale Anleger erheblich. Die Existenz dieser Risiken ist für sie in zweifacher Hinsicht problematisch. Zum einen können sich durch die verkürzten Restlaufzeiten die Renditen verändern, wenn die Papiere mit Aufgeld (Agio) oder einem Abschlag (Disagio) verkauft wurden. Insbesondere Papiere die mit einem Agio verkauft wurden, erfahren durch eine Ver-

¹⁷³ Quelle: RENTEN, a.a.O., S. 13.

¹⁷⁴ Die Duration stellt ein Zeitmass für die durchschnittliche Fälligkeit eines Zahlungsstroms dar. Sie wird auch häufig als Selbstliquidationsperiode oder durchschnittliche Restbindungsdauer eines Zahlungsstroms bezeichnet. Sie wird als Maß für das Zinsänderungsrisiko bei festverzinslichen Wertpapieren herangezogen. Vgl. STEINER/BRUNS, Wertpapiermanagement, 8. überarbeitete und erweiterte Auflage, Schäffer-Poeschl Verlag, Stuttgart, 2002, S. 157f.

¹⁷⁵ Vgl. BÄR, a.a.O., S. 131.

kürzung der Restlaufzeit eine Renditeminderung, da die Emission bei Tilgung zum Nominalbetrag zurückbezahlt wird. Als zweites Problem ist das Reinvestitionsrisiko zu nennen. Durch ein vorher gesunkenes Zinsniveau können vorzeitig erhaltene Gelder nur zu einem niedrigeren Zinssatz angelegt werden. Investoren erhalten somit abermals einen geringeren Ertrag als erwartet.¹⁷⁶

Diese Aspekte machen deutlich, dass eine Preisfeststellung von Pass Through Papieren extrem schwierig und die Bewertung der Wertpapiere für die Investoren sehr kompliziert ist. Nach Aussagen mehrerer Marktteilnehmer gehören die in dieser Form ausgestalteten Papiere mathematisch gesehen zu den komplexesten Wertpapieren, welche auf den internationalen Geld- und Kapitalmärkten gehandelt werden.¹⁷⁷ Dies hatte zur Folge, dass sich Pass Through Strukturen auf dem europäischen Kapitalmarkt nicht durchgesetzt haben.¹⁷⁸

4.2 Pay Through Konstruktion

Bei Pay Through Strukturen begibt das SPV Anleihen zur Finanzierung der gekauften Forderungen. Man spricht deshalb auch vom sog. Anleihekonzentrat. Zwischen den Investoren und dem SPV besteht somit eine Gläubiger-Schuldner-Beziehung. Das SPV sammelt bei dieser Konstruktion die laufend eingehenden Zahlungen, strukturiert diese und leitet sie entsprechend den vorher vereinbarten Zinssätzen und Tilgungsanteilen an die Investoren weiter.¹⁷⁹ Höhe und Termine der Zahlungen sind somit für den Anleiheinhaber planbar.¹⁸⁰ Diese Funktion des SPV bei Pay Through Strukturen wird auch als zwischengeschaltetes Zahlungsstrommanagement bezeichnet.¹⁸¹

Erfolgen nun Zahlungen der Schuldner z.B. monatlich, die Zins- und Tilgungszahlungen jedoch (wie in den USA allgemein üblich) halbjährlich oder jährlich, so wer-

¹⁷⁶ Vgl. BÄR, a.a.O., S. 131f.

¹⁷⁷ Vgl. EISENÄCHER, Asset Backed Securities – Struktur und Bewertung einer Finanzinnovation, Gießen, 1994, S. 86ff.

¹⁷⁸ Vgl. BAUMS, a.a.O., S. 18.

¹⁷⁹ Vgl. BUND(a), a.a.o., S. 53.

¹⁸⁰ Vgl. SCHULTE, Asset Backed Securities, erschienen in: Wirtschaftswissenschaftliches Studium, Heft 3/1995, S. 152.

¹⁸¹ Vgl. BÄR, a.a.O., S. 138.

den die Gelder bis zum Auszahlungszeitpunkt in Geldmarktpapiere investiert oder auf zinsbringenden Konten deponiert. Die somit entstehenden Zinserträge können für zweierlei Zwecke genutzt werden. Zum einen können sie zur Besicherung der Cash-flow Ströme an die Investoren genutzt werden oder zum anderen als Gewinn an den Originator abgeführt werden. Aufgrund der Unvorhersehbarkeit, zu welchem Zinssatz eine Wiederanlage zu jenem Zeitpunkt möglich ist, kann die Höhe des Zinsertrages ex ante nicht bestimmt werden. Das somit entstandene Wiederanlagerisiko (Reinvestment Risk) verbleibt beim SPV.¹⁸²

Zur Beseitigung bzw. Begrenzung dieses Risikos bietet sich bspw. der Abschluss eines sog. Guaranteed Investment Contract (GIC) an. Bei einer solchen Vereinbarung verpflichtet sich eine Partei (meistens eine Bank), Gelder zu vorher festgelegten Konditionen bis zum Auszahlungszeitpunkt anzunehmen und diese entsprechend zu verzinsen (siehe Abbildung 9). Somit verbleibt das Zinsänderungsrisiko beim SPV, während die Investoren bzgl. des Risikos vorzeitiger Rückzahlungen weitestgehend geschützt sind. Der Abschluss eines solchen Vertrages erhöht allerdings die Finanzierungskosten und ist mit dem Abschluss einer Versicherung gleichzusetzen.¹⁸³

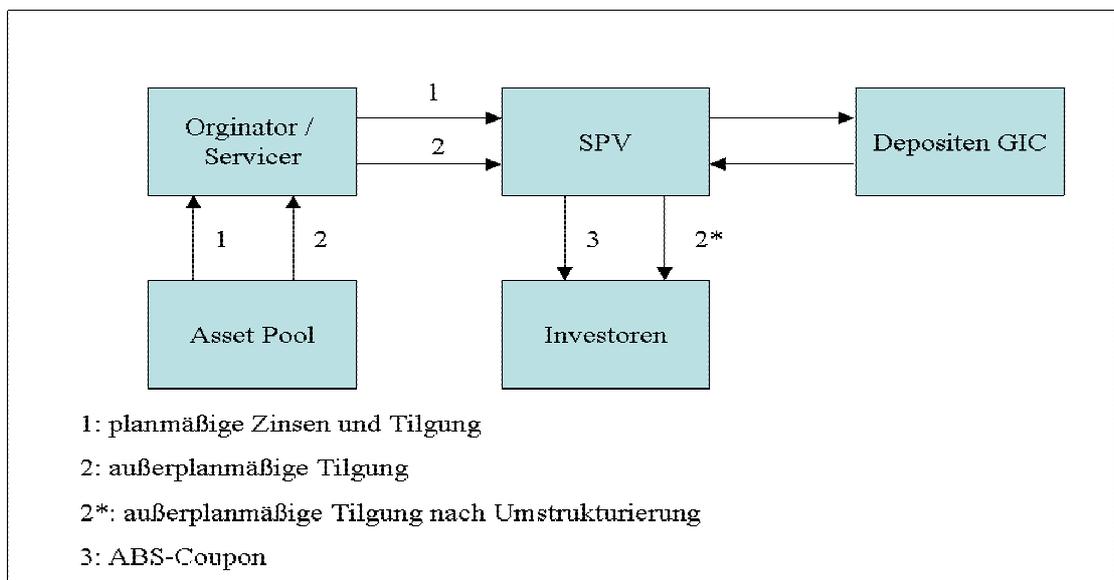


Abbildung 9: Pay Trough Konstruktion¹⁸⁴

¹⁸² Vgl. BÄR, a.a.O., S. 138f.

¹⁸³ Vgl. EICHHOLZ/NELGEN; a.a.O., S. 797.

¹⁸⁴ Quelle: RENTEN, a.a.O., S. 14.

Darüber hinaus können die Zahlungsströme auch zum erneuten Ankauf von Forderungen reinvestiert werden.¹⁸⁵

Bezüglich der Preisgestaltung können Pay Through Papiere mit einem geringeren Spread¹⁸⁶ über Staatsanleihen als Pass Trough Papiere emittiert werden. Da das Zinsänderungsrisiko in der Struktur abgefangen wird, müssen die Investoren nicht mit einer Prämie für die Übernahme dieses Risikos entschädigt werden. Das interne Zahlungsstrommanagement ermöglicht es, die Konditionen sehr flexibel auf die Bedürfnisse verschiedenster Investorengruppen zuzuschneiden.¹⁸⁷

Ein weiterer Vorteil von Pay Through Strukturen besteht darin, dass sie mit mehreren Tranchen von Wertpapieren mit verschiedenen Ausstattungsmerkmalen aufgelegt werden können (Multi Tranche Pay Through Strukturen – siehe Abbildung 10).¹⁸⁸

Bei einer solchen Struktur lassen sich z.B. Tranchen mit unterschiedlichen Bonitäten, unterschiedlichen Laufzeiten sowie Tranchen die lediglich einen Anspruch auf Zinszahlungen haben, konstruieren.¹⁸⁹ Sinn und Zweck dieser Konstruktionen ist auch hier, die Risiken vorzeitiger Rückzahlungen für die Investoren kalkulierbar zu machen.¹⁹⁰

¹⁸⁵ Vgl. BÄR, a.a.O., S. 139.

¹⁸⁶ Als Spread bezeichnet man die Differenz zwischen zwei Zinssätzen. Vgl. BÜSCHGEN, Börsenlexikon, Sparkassen Verlag, 1987, S. 635.

¹⁸⁷ Vgl. BÄR, a.a.O., S. 139.

¹⁸⁸ Vgl. BUND(a), a.a.O., S. 53.

¹⁸⁹ Vgl. ARBEITSKREIS „FINANZIERUNG“, a.a.O., S. 504.

¹⁹⁰ Vgl. RENTEN, a.a.O., S. 14.

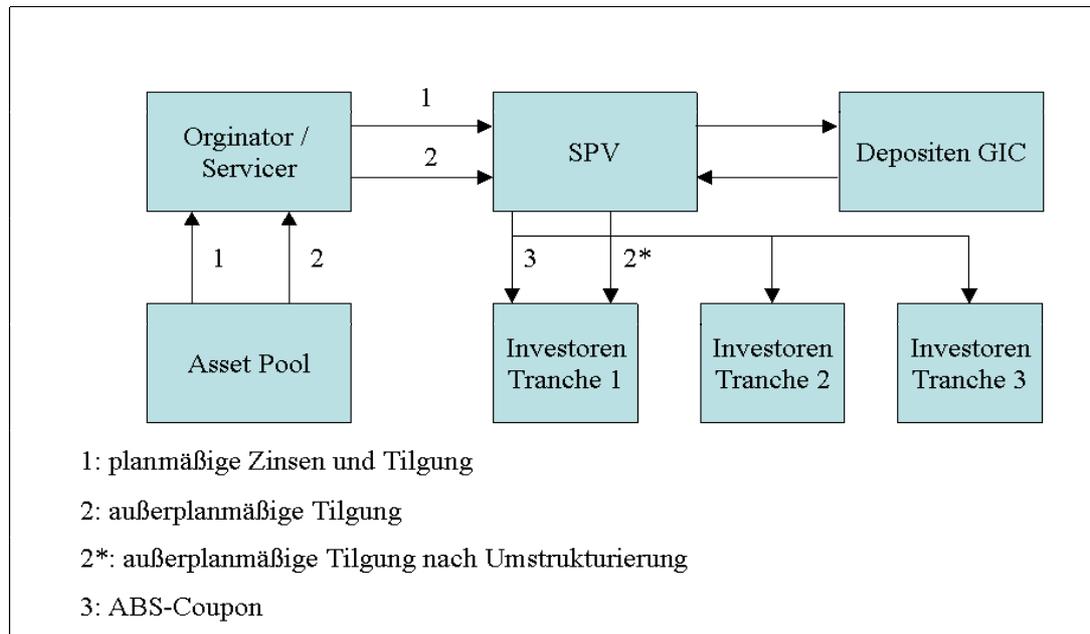


Abbildung 10: Multi Tranche Pay Through Struktur¹⁹¹

Bei einer Multi Tranche Pay Through Struktur werden in den meisten Fällen frühzeitige Tilgungen zunächst ausschließlich in die „unterste“ Tranche weitergeleitet, die dementsprechend die kürzeste Laufzeit aufweist. Erst wenn diese Tranche vollständig getilgt ist, werden nachfolgende außerplanmäßige Tilgungen in die „nächsthöhere“ Tranche geleitet, die folglich über eine längere durchschnittliche Laufzeit verfügt. Somit kann man von einem „Puffer“ für das Prepayment Risk sprechen.¹⁹²

¹⁹¹ Quelle: RENTEN, a.a.O., S. 15.

¹⁹² Vgl. RENTEN, a.a.O., S. 14.

5 Voraussetzungen für die Verbriefung bankeigener Forderungen

Um Forderungen zu verbrieften, müssen diese gewissen Anforderungen entsprechen. Die Erfüllung dieser Anforderungen ist Prämisse für die grundsätzliche Durchführbarkeit, den Erfolg und die Wirtschaftlichkeit einer Transaktion.¹⁹³ Es gilt bei der Forderungsverbriefung zwei Arten von Merkmalen zu unterscheiden. Zum einen zwingend erforderliche Voraussetzungen, deren Nichterfüllung die Transaktion unmöglich macht, zum anderen förderliche bzw. begünstigende Eigenschaften, welche bei Nichterfüllung die Transaktion nicht unmöglich macht, ihre Machbarkeit und die entstehenden Kosten jedoch entscheidend beeinflussen.¹⁹⁴

5.1 Zwingende Voraussetzungen

5.1.1 Ableitung eines Cash-flow

Die erste Basisanforderung besteht darin, dass sich aus den zu verbrieften Forderungen ein Cash-flow ableiten lässt, um die Ansprüche der Investoren zu bedienen.¹⁹⁵ Grundsätzlich können alle Forderungen, aus denen regelmäßige Kapitalflüsse entstehen, verbrieft werden. Unter diesem Aspekt stellen Kreditinstitute und Finanzierungsgesellschaften erstklassige Verbriefungsakteure dar¹⁹⁶, denn ihre Aktivseite der Bilanz ist durch Kreditforderungen geprägt.¹⁹⁷

5.1.2 Prognostizierbarkeit des Cash-flow

Eine weitere zwingend erforderliche Anforderung an eine Forderungsart, ist die Prognostizierbarkeit des Zahlungsstroms. Speziell im Fall von Krediten ist diese Prämisse dann erfüllt, wenn die periodisch zu zahlenden Zinsen und die Tilgung in Höhe und Fälligkeit vertraglich festgelegt sind. Dadurch ist es möglich, eine detail-

¹⁹³ Vgl. BUND(a), a.a.O., S. 80.

¹⁹⁴ Vgl. PAUL(a), a.a.O., S. 186.

¹⁹⁵ Vgl. PAUL(a), a.a.O., S. 186.

¹⁹⁶ Vgl. ARBEITSKREIS „FINANZIERUNG“, a.a.O., S. 521.

¹⁹⁷ Vgl. WULFKEN/WELLER, Securitisation als neue Finanzierungsform, erschienen in: Die Bank, Heft 11/1992, S. 645.

lierte Planung vorzunehmen, um das Maß an Unsicherheit über zukünftige Cash-flow Schwankungen zu reduzieren.¹⁹⁸

5.1.3 Möglichkeit zur Separation der Kredite

Die dritte zwingend erforderliche Voraussetzung für die Verbriefbarkeit ist, dass die Kreditforderungen einzeln nachweisbar sind und unter juristischen Aspekten vom Gesamtportfolio abgetrennt werden können. Daneben müssen die Forderungen unpfändbar sein, dass weder ein sog. Abtretungsausschluss vorliegen darf, noch dass die Abtretung nichtig sein darf. Kreditinstitute gestalten ihre Kreditverträge i.d.R. so, dass kein Abtretungsausschluss vorliegt.¹⁹⁹ Es ist zu beobachten, dass Kreditinstitute im Hinblick auf die Möglichkeit der Verbriefung ihre Kreditverträge so gestalten, dass sie eine spezielle Abtretungsklausel formulieren, die ihnen später die Option zur Verbriefung offen lässt.²⁰⁰ Neben der beschriebenen rechtlichen Trennung ist es erforderlich, dass die abgetretenen Forderungen vom verbleibenden Kreditportfolio des Kreditinstitutes getrennt werden können. Schwierig kann sich dies gestalten, wenn der abzutretende Kredit Teil eines Gesamtengagements ist oder die zu Grunde liegende Sicherheit zur Besicherung weiterer Verbindlichkeiten des Schuldners herangezogen wurde.²⁰¹

5.2 Begünstigende Eigenschaften

Die vorangegangenen zwingenden Voraussetzungen charakterisieren eine Kreditart als grundsätzlich tauglich für die Verbriefung.

Es können bzgl. dieser Prämissen allerdings keine Aussagen über den Komplexitätsgrad einer Verbriefung oder ihrer Kosten getroffen werden. Um dies im Rahmen einer Beurteilung vorzunehmen, müssen weitere Faktoren betrachtet werden. Je eher

¹⁹⁸ Vgl. BUND(a), a.a.O., S. 81.

¹⁹⁹ Vgl. FRÜH, a.a.O., S. 106.

²⁰⁰ Vgl. EICHHOLZ/NELGEN, a.a.O., S. 794.

²⁰¹ Vgl. BUND(a), a.a.O., S. 82.

eine Kreditart den nachfolgenden Anforderungen entspricht, desto geringer ist der Aufwand bei der Verbriefung.²⁰²

5.2.1 Homogenität der Forderungen

Die Bündelung von Kreditforderungen auf einheitlicher Vertragsgrundlage bietet den Vorteil, dass die Qualität des Kreditpools beurteilt werden kann, ohne jedes einzelne Kreditengagement zu prüfen.²⁰³ Die Prüfung des Pools erfolgt dann auf der Grundlage historischer Performancedaten über diese Kreditart, wobei hier eine vorangegangene standardisierte Dokumentation vereinfachend wirken kann. Dies ermöglicht im Hinblick auf die Beurteilung der Transaktion durch eine Ratingagentur und die Abwicklung bzw. Betreuung nach standardisierten Mustern vorzunehmen, um so den Aufwand gering zu halten. Im Idealfall werden die Forderungen nach gleich standardisiertem Schema beurteilt und verwaltet.²⁰⁴

Die Verfahren, die bei Akquisition und Verwaltung der Kredite angewandt wurden, müssen im Ratingbericht dokumentiert werden. Sollte ein Kreditinstitut nicht in der Lage sein, einen Nachweis über Inhalt und Qualität des Beurteilungsverfahrens zu erbringen, so besteht die Gefahr, dass die Qualität der Forderungen seitens der Ratingagentur in Frage gestellt wird. Besteht der Pool aus relativ großen und heterogenen Krediten weniger Schuldner, wird jeder Schuldner einzeln analysiert. Dieses ist dann aussagekräftiger, aber durch den damit verbundenen Aufwand kostspieliger.²⁰⁵

5.2.2 Historische Datenbasis

Eine historische Datenbasis der zu verbriefenden Kreditart ermöglicht eine genauere Schätzung der zukünftigen Zahlungseingänge. Dies kann zur Optimierung der Zahlungsmodalitäten, der zu emittierenden Asset Backed Securities und zur Verringerung der Sicherungslinien genutzt werden. Somit können ein besseres Rating und niedrigere Renditeforderungen seitens der Investoren die Kosten für den Forderungs-

²⁰² Vgl. PETERS, Asset-Backed-Securities, erschienen in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Heft 15/1995, S. 750 und EICHOLZ/NELGEN, a.a.O., S. 794f. und PAUL, a.a.O., S. 189ff.

²⁰³ Vgl. TACKE, Asset Backed Securities – Refinanzierungsmöglichkeiten für deutsche Leasinggesellschaften?, erschienen in: Der Betrieb, Heft 8/1999, Spezialbeilage, S. 8.

²⁰⁴ Vgl. BUND(a), a.a.O., S. 82f.

²⁰⁵ Vgl. OHL, a.a.O., S. 130f.

verkäufer senken. Deshalb eignen sich besonders gut Kredite, deren Zahlungsstrom sehr genau prognostiziert werden kann.²⁰⁶ Eine Prognose der Schwankungen der Zahlungsströme erfolgt auf der Grundlage von Vergangenheitswerten. Damit die Prognose als ausreichend angesehen werden kann, werden qualitative und quantitative Anforderungen an die historischen Performancedaten gestellt. Je nach zu verbriefer Kreditart werden Datenzeiträume von drei bis zehn Jahren (stellenweise sogar zwanzig) genannt. Die Länge der Zeiträume richtet sich dabei nach der Laufzeit der Kredite.²⁰⁷

Speziell bei konjunktursensitiven Kreditarten, wie z.B. Immobiliendarlehen, wird ein Rückgriff auf Daten eines gesamten Konjunkturzyklus empfohlen.²⁰⁸

Folgende historische Daten sollten über die zu verbrieftende Kreditart²⁰⁹ verfügbar sein.

- Schwankungen der Zins- und Tilgungszahlungen durch Ausfälle,
- Schwankungen der Zins- und Tilgungszahlungen durch Verzüge, Stundungen oder Prolongationen,
- Schwankungen der Zins- und Tilgungszahlungen durch vorzeitige oder außerordentliche Zahlungen.

Sind historische Daten nicht vorhanden, kann dieser Mangel dadurch ausgeglichen werden, indem zu Beginn der Transaktion eine höhere Besicherung gewährt wird und mit zeitlichem Fortschreiten der Transaktion die hinzukommenden Daten angepasst werden.

5.2.3 Niedrige Quote von Zahlungsausfällen, Verzögerungen und vorzeitigen Rückzahlungen

Eine niedrige Quote von Zahlungsverzögerungen und –ausfällen sowie vorzeitiger Rückzahlungen in der Vergangenheit ist als ein weiteres begünstigendes Merkmal zu nennen.²¹⁰ Eine niedrige Quote von Zahlungsverzögerungen und –ausfällen deutet

²⁰⁶ Vgl. BUND(a), a.a.O., S. 83.

²⁰⁷ Vgl. TACKE, a.a.O., S. 8.

²⁰⁸ Vgl. OHL, a.a.O., S. 134 und BÄR, a.a.O., S. 169.

²⁰⁹ Vgl. OHL, a.a.O., S. 134.

²¹⁰ Vgl. BERNDSEN, a.a.O., S. 191.

auf ein geringes Risiko der zu verbriefenden Kreditforderungen hin und wirkt sich positiv auf Kostenkomponenten wie Liquiditätslinien, Sicherungsleistungen und Zinszahlungen aus.²¹¹ Erschwerend für das Cash-flow Management wirken sich vorzeitige Rückzahlungen (Prepayments) aus, da sie Schwierigkeiten bei der Preisfeststellung der ABS beinhalten. Der Grund hierfür ist, dass Investoren für das Eingehen dieses Risikos Renditeaufschläge verlangen.²¹²

5.2.4 Regionale und demografische Streuung der Kreditschuldner

Die Standardisierung im verbrieften Bündel sollte sich lediglich auf die Art der Kreditforderungen beschränken. Die im Pool enthaltenen Kredite sollten relativ zahlreich und betragsmäßig niedrig sowie die Schuldner demografisch und geografisch breit gestreut sein. Dies bietet den Vorteil der Risikodiversifikation durch die Mischung von Schuldnern unterschiedlicher Branchen und Regionen. Durch eine solche Risikodiversifikation wird erreicht, dass evtl. auftretende externe Einflüsse, wie z.B. konjunkturelle Schwankungen innerhalb einer Branche, sich gleichzeitig auf alle Kreditnehmer gleichzeitig negativ auswirken.²¹³ Eine Risikokonzentration innerhalb eines Pools wäre unter dem Aspekt der Risikokosten nicht empfehlenswert.²¹⁴

5.2.5 Ausreichendes Volumen

Aufgrund des Fixkostenanteils und den Aufwendungen für die laufende Überwachung einer ABS Transaktion, sollte die Emission ein bestimmtes Volumen nicht unterschreiten. Erst bei einem Erreichen dieses Mindestvolumens werden die Kosten des Securitisationsprozesses durch die Erzielung von Skalenerträgen relativ attraktiv im Vergleich zu anderen Finanzierungsformen. Hierbei ist zu berücksichtigen, dass bei einer erstmaligen Transaktion höhere Kosten anfallen, als bei dem Durchführen erprobter Transaktionen. Für die Teilnahme an einer ABS Transaktion sollte die Grenze von 50 Millionen EUR nicht unterschritten werden.²¹⁵

²¹¹ Vgl. PAUL(a), a.a.O., S. 189.

²¹² Vgl. BUND(a), a.a.O., S. 84.

²¹³ Vgl. OHL, a.a.O., S. 131.

²¹⁴ Vgl. OHL, a.a.O., S. 131 und BÄR, a.a.O., S. 181.

²¹⁵ Vgl. RITTINGHAUS/MAKOWKA/HELLMANN, a.a.O., S. 136.

5.2.6 Ausreichende Mindestverzinsung eines Kreditpools

Bei der Betrachtung des Einflusses des Zinssatzes auf die Verbriefbarkeit einer Kreditart wird als ein weiteres begünstigendes Merkmal die ausreichende Höhe des Zinses in den Vordergrund gestellt. Der Zinsertrag der verbrieften Darlehen soll sowohl die Renditeansprüche der Investoren als auch die Kosten der ABS Transaktion (Sicherungs- und Transaktionskosten, Ausfälle) decken.²¹⁶

Dies bedeutet nicht, dass die Verzinsung eines einzelnen Kredites den auf ihn anfallenden Kostenteil decken muss. Es sollte lediglich die Summe der eingehenden Zahlungen der Kreditnehmer des verbrieften Pools größer sein, als die Summe der Zahlungen, welche an die an der Transaktion beteiligten Parteien zu leisten sind. Grundsätzlich kann deshalb bei jeder Darlehensart eine fehlende Zinsmarge durch einen Kaufpreisabschlag bei der Abtretung der Darlehen an das SPV ausgeglichen werden. Die Differenz zwischen dem, aus dem Nominalwert der Forderungen resultierenden Cash-in-flow und dem, auf den Nominalwert der emittierenden ABS zu zahlenden Cash-out-flow dient dann zum Ausgleich der fehlenden Zinsmarge.²¹⁷

5.2.7 Mindestlaufzeit eines Kreditportfolios

Eine weitere Forderung an die verbrieften Kredite ist eine Mindestlaufzeit oder Restlaufzeit von einem Jahr. Dies wird unter dem Aspekt fokussiert, eine ausreichende Laufzeit für die emittierten ABS Papiere zu erreichen. Bei der Beobachtung der Transaktionsstrukturen ist diese Forderung allerdings in den Hintergrund gerückt. Die angestrebte Laufzeit einer Emission kann bei Krediten mit kürzerer Laufzeit dadurch hergestellt werden, dass während der Laufzeit weitere revolvingende Ankäufe von neuen Krediten vorgenommen werden. Bei einem solchen Vorgehen ist allerdings auf die Steigerung der Kosten aufgrund der zunehmenden Komplexität der Transaktion zu achten.²¹⁸

²¹⁶ Vgl. PAUL(a), a.a.O., S. 190.

²¹⁷ Vgl. BUND(a), a.a.O., S. 87.

²¹⁸ Vgl. BÄR, a.a.O., S. 170.

6 Credit Enhancement

Ein wesentlicher Bestandteil der Asset Backed Transaktionen ist die Trennung der Vermögenswerte vom Originator (Kreditinstitut). Damit soll erreicht werden, dass die Bonität der Wertpapiere im Wesentlichen von der Bonität der Vermögenswerte abhängt. Es soll somit bewusst vermieden werden, dass (wie in Fällen herkömmlich gesicherter Darlehen) die Bonität der Wertpapiere vom Standing und der finanziellen Lage des Originators oder Marktpreisschwankungen der Assets beeinflusst wird.²¹⁹

Unter Credit Enhancement versteht man nun das Bereitstellen zusätzlicher Sicherheiten, wie Ausfallgarantien oder Liquiditätslinien, um die Kreditwürdigkeit und Zahlungsfähigkeit der Assets zu erhöhen²²⁰ und um damit die Wertpapiere für Investoren attraktiver zu gestalten. Ziel des Credit Enhancements ist somit die Erzielung einer Ratingverbesserung und die damit einhergehende verbesserte Absatz- und Handelbarkeit der Wertpapiere.²²¹

Innerhalb der letzten Jahre hat sich eine Vielzahl von Techniken herausgebildet, welche auch als Kombinationen in der Praxis zu beobachten sind.²²²

Bei der Besicherung von ABS Transaktion lassen sich die folgenden drei Credit Enhancement Konzepte²²³ unterscheiden:²²⁴

- strukturelle Maßnahmen innerhalb des Forderungspools (Besicherung durch Cash-flow Strukturierung),
- Sicherungsmaßnahmen des Originators oder eines damit verbundenen Unternehmens (konzerninterne Übersicherung),
- Einbezug unabhängiger Dritter als Sicherheitengeber (Besicherung durch Drittparteien wie Banken oder Versicherungen).

²¹⁹ Vgl. OHL, a.a.O., S. 85.

²²⁰ Vgl. BUND(a), a.a.O., S. 38f.

²²¹ Vgl. BÄR, a.a.O., S. 207.

²²² Vgl. BÄR, a.a.O., S. 207.

²²³ Vgl. BÄR, a.a.O., S. 209.

²²⁴ In der Literatur werden die hier genannten Besicherungsformen als Besicherungsformen *nach Art der Risikoträger* bezeichnet. Des Weiteren gibt es Besicherungsformen *nach Art der abgedeckten Risiken* und *nach Umfang der Besicherung*. Beide Formen allerdings stellen Kombinationen aus der hier beschriebenen Besicherungstechniken dar und werden deshalb nicht einzeln erläutert.

Diese drei Konzepte lassen sich wiederum in interne und externe Credit Enhancements einteilen.

6.1 Interne Techniken

Interne Credit Enhancement Techniken sind Besicherungsmaßnahmen, welche vom Originator oder einem konzerninternen Unternehmen zur Verfügung gestellt sowie durch spezifische Strukturierungsmaßnahmen innerhalb der Transaktion erreicht werden. Im Vordergrund steht dabei die Bildung von Reservekonten, die Aufteilung der Risiken auf unterschiedliche Wertpapiertranchen und die Festlegung beschränkter Rückkaufzusagen seitens des Originators.²²⁵

6.1.1 Overcollateralisation

Bei der Overcollateralisation übersteigt das an das SPV abgetretene Asset Volumen den Nominalwert der Wertpapiere.²²⁶ So kann z.B. der Wert des abgetretenen Forderungspools um 10% höher sein, als der Wert der den Investoren zufließenden Zahlungen. Wirtschaftlich handelt es sich somit um eine Art Überbesicherung. Bei Zahlungsausfällen werden diese durch die überschüssigen Cash-flow gedeckt. Dadurch kann sichergestellt werden, dass im Falle von Zahlungsausfällen, die Cash-flow zur Bedienung der Zins- und Tilgungszahlungen an die Investoren ausreichen.²²⁷ Der Cash-flow Überschuss wird dem Treuhänder übergeben und i.d.R. vom Servicer verwaltet.²²⁸ Sollte die Besicherung nicht in Anspruch genommen werden, so fließen die Überschüsse am Ende der Transaktion wieder an den Originator zurück.²²⁹

Verwendung findet diese Art der Besicherung hauptsächlich im Zusammenhang mit Hypothekarkrediten sowie Kreditkartenforderungen.²³⁰

²²⁵ Vgl. BÄR, a.a.O., S. 211.

²²⁶ Vgl. WILLBURGER, Asset Backed Securities im Zivil- und Steuerrecht, Steuerfragen der Wirtschaft, Band 5, Köln 1997, S. 57.

²²⁷ Vgl. ARBEITSKREIS „FINANZIERUNG“, a.a.O., S. 506.

²²⁸ Vgl. OHL, a.a.O., S. 88.

²²⁹ Vgl. BERNDSEN, a.a.O., S. 192 und ARBEITSKREIS „FINANZIERUNG“, a.a.O., S. 506.

²³⁰ Vgl. OHL, a.a.O., S. 89.

Bei dieser Art der Besicherung ist jedoch anzumerken, dass dem Originator für die überschüssig abgetretenen Forderungen Opportunitätskosten entstehen, da er hierfür keinen Gegenwert in Form eines Emissionserlöses erhält.²³¹

Ein weiteres Problem stellt die Reduktion der Kreditqualität, des als Sicherheit dienenden Überschusses, dar. Im Falle einer allgemeinen Verschlechterung der Kreditqualität werden nicht nur Aktiven im Pool von einer solchen Verschlechterung betroffen, sondern auch die Qualität der Besicherung wird in der Folge abnehmen.²³²

6.1.2 Spread Account

Das Spread Account (Reservefonds) stellt eine Sonderform der Überbesicherung dar.²³³ Dieser Reservefonds wird auch durch überschüssige Cash-flow gespeist und dient zum einen dem Ausgleich der entstehenden Verwaltungskosten. Die verbleibenden Überschüsse dienen zum anderen als Rücklage für mögliche Zahlungsausfälle und –verzögerungen. Dieser verbleibende Überschuss wird hierzu auf einem Reservekonto akkumuliert und von einem Treuhänder verwaltet. Oft wird ein solches Spread Account schon zu Beginn einer ABS Transaktion durch den Originator eröffnet und mit einem im Vorherein festgelegten Betrag gedeckt. Dadurch ist eine Besicherung vom ersten Moment an möglich. Das Spread Account wird zu marktüblichen Konditionen verzinst. Sollte es zu keiner bzw. zu einer teilweisen Inanspruchnahme dieses Kontos kommen, stehen dem Originator der Gesamt- oder Restbetrag zzgl. Zinsen zur Verfügung.²³⁴

Anzumerken ist, dass nicht nur durch Zahlungsverzögerungen und –ausfälle eine Inanspruchnahme des Reservefonds in Frage kommt, sondern auch durch den Zinsunterschied zwischen Kreditzinsen und Kupon. Ein solcher Unterschied entsteht, wenn den fixen Kreditzinsen des Asset Pools eine variabel verzinsliche Anleihe aus der ABS Emission gegenübersteht und durch eine Erhöhung der Kapitalmarktzinsen der auszuzahlende Kuponzins den zu vereinnahmenden Kreditzins übersteigt.²³⁵

²³¹ Vgl. OHL, a.a.O., S. 89.

²³² Vgl. BÄR, a.a.O., S. 211f.

²³³ Vgl. OHL, a.a.O., S. 92.

²³⁴ Vgl. BUND(a), a.a.O., S. 41.

²³⁵ Vgl. DAVID, a.a.O., S. 87.

Auch bei dieser Besicherungsform stellt sich, wie bei der Overcollateralisation, das Problem der ineffizienten Kapitalmarktallokation:

Aufgrund der eventuellen Zahlungen aus dem Reservefonds können dessen Gelder nicht langfristig investiert werden, obwohl durch die ABS-Emission langfristige Verbindlichkeiten eingegangen werden. Somit kommt es zum Wiederanlagerisiko für diese Gelder, da bei einer normalen Zinsstrukturkurve die Zinseinnahmen aus dem Reservefonds die Ausgaben für den Kreditzins kompensieren. Das Risiko sinkender Kapitalmarktzinsen kann dadurch ausgeschlossen werden, indem zu Beginn der Transaktion ein Guaranteed Investment Contract abgeschlossen wird, bei dem die Anlage der überschüssigen Gelder zu einem festgelegten Zins vereinbart wird.²³⁶

6.1.3 Subordination

Die Besicherung durch Subordination (Nachordnung) wird durch Aufteilung der Emission in mehrere unterschiedliche Tranchen erreicht. In den häufigsten Fällen kommt die Struktur mit zwei Tranchen aus. Die erste, meist größere Tranche (Senior Class), wird institutionellen Investoren zur Zeichnung angeboten. Die zweite, nachrangige Tranche (Subordinated Class oder Junior Class), behält entweder der Originator oder sie wird im Rahmen einer Privatplatzierung an risikofreudige Investoren veräußert.²³⁷

Die Senior Tranche repräsentiert die Mehrheit der verbrieften Assets und hat in der Regel ein Triple-A Rating. Die rangniedrigere Junior Tranche (mit einem Rating nicht über Triple-B) übernimmt bei dieser Konstruktion die Verluste, die durch Zahlungsverzögerungen und -ausfälle der Zins- und Tilgungsleistungen auftreten. Die Junior Tranche stellt damit einen „Verlustpuffer“²³⁸ für die Senior Tranche dar, verfügt über eine längere, unsicherere Laufzeit und erhält aufgrund dessen ihr schlechteres Rating. Bei Subordinationsstrukturen mit mehr als zwei Tranchen ist die letzte manchmal nicht geratet.²³⁹ Für die Übernahme des Adressenausfallrisikos erhalten die Investoren einen höheren Zins für die emittierten Wertpapiere²⁴⁰.

²³⁶ Vgl. DAVID; a.a.O., S. 87.

²³⁷ Vgl. OHL, a.a.O., S. 89f.

²³⁸ Vgl. BUND(a), a.a.O., S. 40 und PAUL(a), a.a.O., S. 156.

²³⁹ Vgl. BUND(a), a.a.O., S. 41.

²⁴⁰ Vgl. DAVID, a.a.O., S. 85.

Bei der Tilgung der Senior Tranche werden zwei Alternativen unterschieden: Die sog. „Pro-Rata Methode“ und die sequenzielle Rückzahlung.²⁴¹ Bei der Pro-Rata Methode erhalten sowohl die Senior- als auch die Junior-Class über die Laufzeit hinweg Rückzahlungen. Die Rückzahlungen an die Senior-Class Investoren finden wie vorgesehen statt, wohingegen bei der Tilgung der Junior-Class die Tilgungen mit Rücksicht auf Ausfälle und Verzögerungen vorgenommen werden. Bei der sequenziellen Rückzahlung wird zunächst die Senior-Class bedient, und erst wenn diese vollständig zurückgezahlt worden ist, wird die Junior-Class getilgt.²⁴²

6.1.4 Recourse

Bei dieser Besicherungsform verpflichtet sich der Originator, bei verspätetem Zahlungseingang oder bei Ausfall der Forderungen, den Fehlbetrag durch den Rückkauf dieser Forderungen zum Nennwert bis zu einer festgelegten Quote des Poolvolumens auszugleichen. Der Erlös aus den zurückgenommenen Forderungen steht dann wieder dem Originator zu.²⁴³

6.2 Externe Techniken

Externe Credit Enhancement Techniken stammen von Drittparteien, wie Banken oder Versicherungen. Diese Unternehmen verpflichten sich im Falle von Zahlungsverzögerungen oder bei Zahlungsausfällen, an die Stelle des Schuldners zu treten. Der Originator kann sich durch solche externen Besicherungsmaßnahmen das Rating des Credit Enhancers für seine Finanzierung „ausleihen“.²⁴⁴ Für den Investor verlagert sich der Blickwinkel dadurch von der Performance Betrachtung des Originators und seinen Aktiven auf die Bonität des Credit Enhancers. Dieser hat höchsten Anforderungen zu genügen, da das Rating der ABS aufgrund des von den Ratingagenturen angewandten Weak Link Konzeptes nie besser sein kann, als die schwächsten Elemente der Transaktion.²⁴⁵

²⁴¹ Vgl. DAVID, a.a.O., S. 85.

²⁴² Vgl. DAVID, a.a.O., S. 85.

²⁴³ Vgl. ARBEITSKREIS „FINANZIERUNG“, a.a.O., S. 505f.

²⁴⁴ Vgl. BÄR, a.a.O., S. 216.

²⁴⁵ Vgl. OHL, a.a.O., S. 94f.

6.2.1 Letter of Credit

Eine früher oft übliche externe Besicherungsform ist die Ausstellung eines Letter of Credit.²⁴⁶ Hierbei garantiert ein anderes Kreditinstitut, dass es mögliche, aus Zahlungsverzögerungen und/oder –ausfällen bei den unterliegenden Forderungen entstehende Verluste, bis zu einer bestimmten Höhe abdeckt. Somit kommt es zum angesprochenen „Ausleihen“ der Bonität.²⁴⁷ Dies hat zur Folge, dass sich die Kapitalbeschaffungskosten reduzieren.²⁴⁸

Diese Art der Besicherung ist mit der deutschen Bankgarantie gleichzusetzen.²⁴⁹ Da dieses abstrakte Zahlungsversprechen den Cash-flow der ABS bis zu einem gewissen Betrag sicherstellt und im Falle eines vertraglichen Verstoßes einer Drittpartei (Forderungsschuldner) der Garantiegeber sich zu Zahlungen an das SPV verpflichtet, erhalten die Investoren neben den Assets einen zusätzlichen Sicherheitsanspruch.²⁵⁰

Dieser Sicherheitsanspruch ist ein direkter Anspruch gegenüber dem Aussteller des Letter of Credit und nicht gegenüber dem Originator oder dem SPV.²⁵¹

In den seltensten Fällen werden 100% des ausstehenden Emissionsvolumens vom Garantiegeber abgedeckt, sondern es werden sog. „Partial Enhancements“ vereinbart, die nur einen Teil abdecken. So werden z.B. solche Garantien für die in 6.1.3 genannten nachrangigen Junior Tranchen gestellt, während die Senior Tranche keiner Besicherung bedarf.²⁵²

Da die Anzahl der Institute, die über die für diese Art der Besicherung notwendige hervorragende Bonität (AAA/Aaa) verfügen, in den letzten Jahren stark gesunken ist, und bedingt durch die aus diesem Grund steigenden Kosten einer solchen Besicherung, ist ihre Bedeutung in den letzten Jahren jedoch zurückgegangen.²⁵³

²⁴⁶ Vgl. BUND(a), a.a.O., S. 41.

²⁴⁷ Vgl. BUND(a), a.a.O., S. 41.

²⁴⁸ Vgl. DAVID, a.a.O., S. 88.

²⁴⁹ Vgl. DAVID, a.a.O., S. 87.

²⁵⁰ Vgl. ARBEITSKREIS „FINANZIERUNG“, a.a.O., S. 507.

²⁵¹ Vgl. BUND(a), a.a.O., S. 41.

²⁵² Vgl. DAVID, a.a.O., S. 88.

²⁵³ Vgl. OHL, a.a.O., S. 99f. und BÄR, a.a.O., S. 219ff.

6.2.2 Cash Collateral Account

Bei einem Cash Collateral Account werden erstklassige, kurzfristige Finanztitel oder Bareinlagen, die bei der Bank mit einem hervorragenden Rating ausgestattet sind, an das SPV verpfändet.²⁵⁴

Sie werden im Schadensfall durch den Treuhänder verkauft, um die ausstehenden Wertpapiere zu bedienen. Anfallende Zinsen und sonstige Zahlungen stehen dem Besicherer zu, was die Kosten dieser Besicherungsform senkt. Gegenüber einer Garantie hat die Bareinlage den Vorteil, dass sie von der Bonität des Sicherungsgebers unabhängig ist²⁵⁵, da die Qualität der verpfändeten Wertpapiere vom Rating des Wertpapierschuldners abhängt. Sollte sich dessen Rating verschlechtern, legt der Sicherungsgeber die Gelder bei Fälligkeit bei einem Kreditinstitut an, das über die geforderte Bonität verfügt.²⁵⁶

Gegenüber der Overcollateralisation weist die Bareinlage den Vorteil einer höheren Bonität auf. Das notwendige Volumen der Besicherung für ein bestimmtes Rating ist somit niedriger als bei der Übersicherung.²⁵⁷

6.2.3 Financial Guaranty Insurance

Bei dieser Art der Sicherungsform schließt der Originator auf einen Forderungspool eine Versicherung ab, welche Verluste ausgefallener Forderungen bis zu einer bestimmten Höhe abdeckt.²⁵⁸ In den meisten Fällen erfolgt allerdings eine Absicherung zu 100%.²⁵⁹

Die Versicherung stellt hier keine liquiden Mittel zur Verfügung, sondern wie bei einem Letter of Credit, ihre hervorragende Bonität. Allerdings werden mittels einer Financial Guaranty Insurance (FGI) nur ABS Emissionen versichert, die durch die unterliegenden Kreditforderungen und andere Besicherungsmaßnahmen schon ein

²⁵⁴ Vgl. OHL, a.a.O., S. 109.

²⁵⁵ Vgl. OERTLE, a.a.O., S. 159.

²⁵⁶ Vgl. BÄR, a.a.O., S. 220.

²⁵⁷ Vgl. BUND(a), a.a.O., S. 42.

²⁵⁸ Vgl. POLLOCK/STADUM/HOLTERMANN, Die Sekuritarisierung und ihre Zukunft in Deutschland; erschienen in: *Recht der internationalen Wirtschaft*, Heft 4/1991, S. 276.

²⁵⁹ Vgl. BÄR, a.a.O., S. 216.

Rating mit Investmentqualität erreicht haben. Durch diese Art der „Doppelbesicherung“ wird die Financial Guaranty Insurance von den Investoren als sehr sicher betrachtet, was sich positiv auf den zu zahlenden Zins auswirkt.²⁶⁰

Die Besicherung durch eine FGI ist insbesondere für Transaktionen von Vorteil, bei denen der Orginator das erste Mal eine Asset Securitisation durchführt, oder bei denen noch keine großen Erfahrungen mit einer bestimmten Struktur oder den zugrunde liegenden Aktiven gemacht werden konnten.²⁶¹

²⁶⁰ Vgl. OHL, a.a.O., S. 107 und BÄR, a.a.O., S. 216f.

²⁶¹ Vgl. BÄR, a.a.O., S. 216.

7 Sinn und Zweck von Asset Backed Securities bei Kreditinstituten

7.1 Entlastung der Grundsätze I, II und III

Grundsatz I

Grundsatz I regelt gemäß § 10 Kreditwesengesetz (KWG) die Eigenmittelanforderungen der Kreditinstitute bzgl. der Adressenausfallrisiken²⁶² der Banken.²⁶³ Er dient somit der Sicherung der anvertrauten Vermögenswerte und verlangt die Unterlegung mit einem angemessenen, haftenden Eigenkapital²⁶⁴ (Kernkapital + Ergänzungskapital)²⁶⁵.

In Zahlen bedeutet dies, dass die sog. Risikoaktiva höchstens das 12,5fache des haftenden Eigenkapitals betragen dürfen (siehe Abbildung 11). Daraus folgt, dass der sog. Solvabilitätskoeffizient²⁶⁶ einen Wert von 0,08 (1/12,5) nicht unterschreiten darf.²⁶⁷

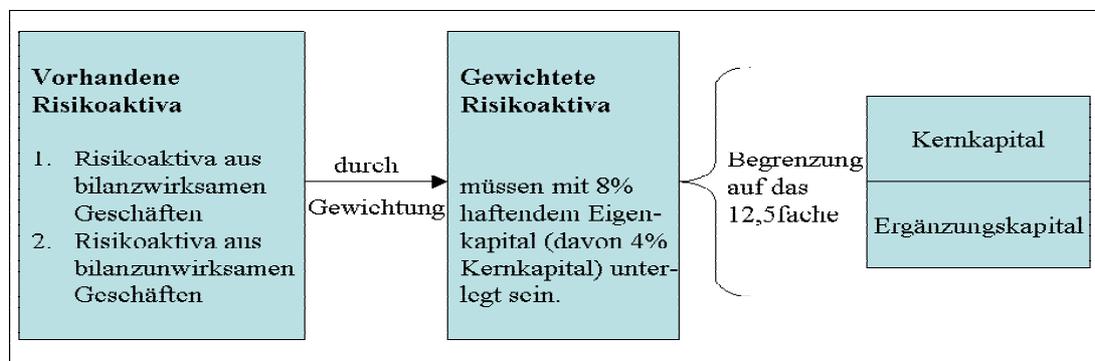


Abbildung 11: Gewichtung der Risikoaktiva²⁶⁸.

²⁶² Unter Adressenausfallrisiko versteht man die Gefahr eines teilweisen oder vollständigen Verlustes von Forderungen aufgrund von Zahlungsausfällen eines oder mehrerer Kreditnehmer. Dieses Risiko kann sich auf die Zins- und Tilgungszahlungen eines Kreditengagements beziehen, aber auch auf den Ausfall von Zinszahlungen von Zinsswaps oder Forward Rate Agreements. Vgl. , SCHIERENBECK, a.a.O., S. 656.

²⁶³ Vgl. DAVID, a.a.O., S. 31.

²⁶⁴ Vgl. ARBEITSKREIS „FINANZIERUNG“, a.a.O., S. 518.

²⁶⁵ Vgl. GRILL/PERCZYNSKI, a.a.O., S. 355.

²⁶⁶ Diese Messgröße, die von einem Kreditinstitut zu keinem Zeitpunkt unterschritten werden darf, ist aufgrund der EU-Solvabilitätsrichtlinien festgesetzt worden. Innerhalb der EU (Europäische Union) wurde somit ein Meßsystem für die Risiken im Aktivgeschäft geschaffen, das die Wettbewerbsgleichheit im Hinblick auf die Eigenkapitalausstattung fördert. Vgl. GRILL/PERCZYNSKI, a.a.O., S. 355.

²⁶⁷ Vgl. BUND(a), a.a.O., S. 167.

²⁶⁸ Quelle: GRILL/PERCZYNSKI, a.a.O., S. 355.

Unter dem Begriff Risikoaktiva werden nach § 4 Grundsatz I über die Eigenmittel der Institute folgende Positionen bezeichnet:²⁶⁹

- Bilanzaktiva
- außerbilanzielle Geschäfte
- Swapgeschäfte
- Termingeschäfte und Optionsrechte.

Durch den Verkauf von Bilanzaktiva (Forderungen) fließen den Kreditinstituten Finanzmittel zu (siehe Abbildung 12), wodurch eine Entlastung des Grundsatzes I ermöglicht wird. Ein Teil der Risikoaktiva wird somit durch die Verbriefung aus der Bilanz „geschnitten“.²⁷⁰

Vorher		Nachher	
Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva
Kredite	Eigenkapital	Kredite	Eigenkapital
	Verbindlichkeiten	Kasse	Verbindlichkeiten

Abbildung 12: Bilanz vor und nach dem Forderungsverkauf²⁷¹

Das folgende Beispiel²⁷² soll den Effekt der Freisetzung gebundenen Eigenkapitals verdeutlichen:

Die Deutsche Bank hat im Mai 1998 Hypothekendarlehen mit einem Volumen von 1,4 Mrd. DM unter dem Namen „HAUS 1998-1“ im Rahmen einer MBS Emission platziert. Gefolgt wurde diese Verbriefungsaktion durch eine weitere, nämlich die Verbriefung von Firmenkreditkrediten. Diese Emission fand mit einem Volumen von 4,26 Mrd. DM unter dem Namen „CORE 1998-1“ statt. Die Deutsche Bank erreichte somit durch die Veräußerung von Kreditforderungen in Höhe von 5,66 Mrd.

²⁶⁹ Vgl. BAFIN (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht), Grundsatz I über die Eigenmittel der Institute, Bekanntmachung vom 29.10.1997, zuletzt geändert durch die Bekanntmachung vom 20.07.2000.

²⁷⁰ Vgl. DAVID, a.a.O., S. 32.

²⁷¹ Quelle: PAUL(a), a.a.O., S. 25.

²⁷² Vgl. DAVID, a.a.O., S. 32f.

DM (1,4 Mrd. + 4,26 Mrd.) ein freies Eigenkapital von 452,8 Mio. DM (5,66 Mrd. * 0,08).

Grundsatz II und III²⁷³

Grundsatz II bildet zusammen mit Grundsatz III die sog. Liquiditätsgrundsätze.²⁷⁴ Sie sind in § 11 KWG geregelt und sollen die Zahlungsbereitschaft der Kreditinstitute sicherstellen. Beide Grundsätze werden auch „horizontale Finanzierungsregel“ genannt und beschränken das Ausmaß der Fristentransformation.²⁷⁵ Für diese Liquiditätsgrundsätze muss zu jedem Zeitpunkt gelten.²⁷⁶

$$\text{Kassenbestand} + \text{Einzahlungen} \geq \text{Auszahlungen}$$

Durch Grundsatz II wird das langfristige Geschäft der Kreditinstitute geregelt. Er sieht prinzipiell vor, langfristige Aktiva auch langfristig zu finanzieren. Dieser Finanzierungsleitsatz orientiert sich an der „Goldenen Bankregel“, ist jedoch um die, in den mittel- und kurzfristigen Passiva enthaltenen, „Bodensätze“ ergänzt worden. Durch diese modifizierte „Goldene Bankregel“ ist es Kreditinstituten in begrenzter Form möglich, die Transformation von kurzfristigen Einlagen in langfristige Aktiva vorzunehmen (Fristentransformation).²⁷⁷ Die grundsätzliche Aussage von Grundsatz II lautet, dass langfristige Anlagen und Kredite abzgl. Wertberichtigungen nicht die Summe der langfristigen Finanzierungsmittel übersteigen sollen.²⁷⁸

Rückblickend zeigt sich, dass dieser Grundsatz bei zahlreichen Kreditinstituten einen Engpass für das Kreditgeschäft darstellte.²⁷⁹

Grundsatz III regelt die Finanzierung derjenigen Aktivgeschäfte, die nicht ohne weiteres liquidierbar sind und die eine kurz- oder mittelfristige Laufzeit aufweisen.

²⁷³ Die Grundsätze II und III sind in Anhang 2 aufgeführt. Quelle: GRILL/PERCZYNSKI, a.a.O., S. 356f.

²⁷⁴ Vgl. GRILL/PERCZYNSKI, a.a.O., S. 356f.

²⁷⁵ Vgl. DAVID, a.a.O., S. 33.

²⁷⁶ Vgl. SÜCHTING/PAUL, a.a.O., S. 474.

²⁷⁷ Vgl. SCHIERENBECK, a.a.O., S. 720.

²⁷⁸ Vgl. DAVID, a.a.O., S. 33.

²⁷⁹ Vgl. GÜDE, Die Geschäftspolitik der Sparkassen, 6. Auflage, Stuttgart, 1995, S. 81ff.

Auch bei diesem Grundsatz gilt die Forderung nach einer Finanzierung dieser Aktiva gemäß der modifizierten „Goldenen Bankregel“, d.h. mit Passiva entsprechender Laufzeiten. Um Grundsatz III Aktiva zu finanzieren kann der Überschuss aus Grundsatz II genutzt werden. Somit können mittel- und kurzfristige Aktiva auch langfristig finanziert werden.²⁸⁰

Kommt es nun dazu, dass ein Kreditinstitut an die Grenzen seiner Grundsätze stößt, so kann durch die vorzeitige Liquidierung von Krediten durch Verbriefung eine Erfüllung der Liquiditätsvorschriften aus Grundsatz I und II erleichtert werden. Ein weiterer Vorteil ist die Neutralisierung des Fristentransformationsrisikos der abgetretenen Positionen. Durch den Prozess der Securitisation findet mit den verbrieften Krediten ein Aktivtausch statt, wobei die Forderungen gegenüber Nichtbanken (in Abhängigkeit von der Laufzeit der Anrechnung in Grundsatz II oder III) durch Forderungen an Banken mit einer Laufzeit unter drei Monaten oder Tagesgelder (beide sind weder in Grundsatz II noch in Grundsatz III anzurechnen) ersetzt werden.²⁸¹ Ein Kreditinstitut, welches nun z.B. ein Problem hat, die vorgeschriebene Finanzierungsstruktur in seinem langfristigen Kreditgeschäft (Grundsatz II) einzuhalten, kann gezielt Kredite mit längerer Laufzeit an die Zweckgesellschaft abtreten, um seine Grundsatz II Auslastung zu verringern.²⁸²

Die Auswirkungen der anschließenden Verwendung der zufließenden Mittel auf die Grundsatzentlastung ergeben sich aus der Art der Reinvestition bzw. aus der Fristigkeit der zurückgezahlten Passiva. Ein Kreditinstitut wird nun die erlangten Mittel so verwenden, dass die erreichte Grundsatzentlastung nicht wieder aufgehoben wird. Eine Rückzahlung von Verbindlichkeiten ist deshalb unwahrscheinlich, da in einem solchen Falle die Grundsatz II- oder Grundsatz III Finanzierungsmittel reduziert wer-

²⁸⁰ Vgl. SCHIERENBECK, a.a.O., S. 720.

²⁸¹ Zunächst entsteht dem Kreditinstitut eine Forderung gegenüber der Zweckgesellschaft. Diese ist jedoch keine Bank und somit kommt es höchstens zu einer Verschiebung von Grundsatz II-anrechnungspflichtiger Aktiva zu Grundsatz III-anrechnungspflichtiger Aktiva. Erst durch den Ausgleich dieser Schuld durch die Zweckgesellschaft führt letztlich zur Entlastung bei den Liquiditätsgrundsätzen. Vgl. BUND, a.a.O., S. 198.

²⁸² Vgl. PAUL(a), a.a.O., S. 268.

den.²⁸³ Eine weitaus realistischere Variante ist die Investition der neuen Liquidität in Aktiva, welche weder bei der Berechnung von Grundsatz II noch bei der Berechnung von Grundsatz III berücksichtigt wird. Als Beispiele sind hier festverzinsliche Wertpapiere oder Kredite an Banken mit einer Laufzeit von unter drei Monaten zu nennen.²⁸⁴

7.2 Verbesserung der Unternehmenskennzahlen

Der Verkauf von Forderungen hat auf wichtige Unternehmenskennzahlen Einfluss, da sie aus der Bilanz „herausverkauft“ werden. Diese Unternehmenskennzahlen stellen elementare Hilfsmittel für Dritte, wie z.B. Aktionäre, dar. Durch sie wird es ihnen ermöglicht, die Bank zu beurteilen und somit mit anderen Kreditinstituten zu vergleichen.²⁸⁵

Aus der Vielzahl der existierenden Kennzahlen zur Beurteilung von Banken seien hier beispielhaft die Eigenkapitalquote, die Fremdkapitalquote, der Verschuldungsgrad und die Gesamtkapitalrentabilität genannt.²⁸⁶

$$1. \quad \text{Eigenkapitalquote} : \frac{\text{Eigenkapital}}{\text{Gesamtkapital}}$$

$$2. \quad \text{Fremdkapitalquote} : \frac{\text{Fremdkapital}}{\text{Gesamtkapital}}$$

$$3. \quad \text{Verschuldungsgrad} : \frac{\text{Fremdkapital}}{\text{Eigenkapital}}$$

Verkauft ein Kreditinstitut nun seine Forderungen und nutzt die erhaltenen liquiden Mittel zur Tilgung seiner Verbindlichkeiten auf der Passivseite, so hat dies eine Ver-

²⁸³ Vgl. HENSCHER, Entlastungseffekte für Kreditinstitute durch Asset-Backed Securities?, erschienen in: Sparkasse, Heft 8/1998, S. 387.

²⁸⁴ Vgl. GÜDE, a.a.O., S. 81.

²⁸⁵ Vgl. DAVID, a.a.O., S. 34.

²⁸⁶ Vgl. SCHIERENBECK, a.a.O., S. 340ff.

ringerung des Fremdkapitals zur Folge. Diese Senkung des Fremdkapitals in der Bilanz zieht somit eine Verringerung des Gesamtkapitals nach sich. Diese Variante der Mittelverwendung bedeutet somit eine Bilanzverkürzung, welche die genannten Kennzahlen (1. bis 3.)²⁸⁷ positiv beeinflusst. Die Senkung des Gesamtkapitals lässt die Eigenkapitalquote steigen, wobei die Kennzahlen Fremdkapitalquote und Verschuldungsgrad sinken.²⁸⁸

Dieser positive Effekt lässt sich auch bei der Auswirkung auf die Gesamtkapitalrentabilität (4. $R_{(EK)}$)²⁸⁹ beobachten.

$$4. \text{ Gesamtkapitalrentabilität : } R_{(GK)} = \frac{\text{Gewinn} + \text{Fremdkapitalzinsen}}{\text{Gesamtkapital}}$$

Es kommt zu einer Steigerung der Gesamtkapitalrentabilität, da die verkauften Forderungen nicht mehr in der Bilanz stehen, die Bank aber gleichwohl noch Erträge aus dem Zinsüberschuss der verkauften Forderungen erhält. Dieser Zinsüberschuss entspricht der anfallenden Differenz zwischen dem Forderungsertrag aus den Krediten und dem Refinanzierungsaufwand des SPV (Zinsen für die emittierten ABS) und steht i.d.R. dem Originator am Ende der Laufzeit zu.²⁹⁰

Die so erreichte Verbesserung der Gesamtkapitalrentabilität wird auch im Hinblick auf den Shareholder Value Gedanken immer weiter an Bedeutung gewinnen, da dieser eine Unternehmenswertsteigerung für die Anteilseigner zum Ziel hat.²⁹¹

7.3 Liquiditätssicherung

Die Liquiditätssicherung ist (vor der Rentabilität) die Hauptaufgabe der Banken. Eine Zahlungsunfähigkeit stellt die Glaubwürdigkeit des Finanzinstituts in Frage und kann im schlimmsten Fall zum Konkurs führen. Aufgrund der zufließenden Zah-

²⁸⁷ Quelle: KASSBERGER/WENTGES, Die Schätzung der Ausfallwahrscheinlichkeit von Unternehmen, S. 28, erschienen in: ELLER/GRUBER/REIF, Handbuch Kreditrisikomodelle und Kreditderivate, Schäffer-Poeschl Verlag, Stuttgart, 1999.

²⁸⁸ Vgl. DAVID, a.a.O., S. 34.

²⁸⁹ Quelle: KASSBERGER/WENTGES, a.a.O., S. 28.

²⁹⁰ Vgl. DAVID a.a.O., S. 34f.

²⁹¹ Vgl. HÖHMANN, Shareholder Value von Banken, Gabler Verlag, Wiesbaden, 1998, S. 1ff.

lungsmittel durch den Forderungsverkauf erhöht sich die Barliquidität, was Auswirkungen auf die Liquiditätskennzahlen (Liquidität 1. Grades bis 3. Grades)²⁹² zeigt.²⁹³

$$\text{Liquidität 1. Grades} = \frac{\text{Zahlungsmittel}}{\text{kurzfristige Verbindlichkeiten}}$$

$$\text{Liquidität 2. Grades} = \frac{\text{Zahlungsmittel} + \text{kurzfristige Forderungen}}{\text{kurzfristige Verbindlichkeiten}}$$

$$\text{Liquidität 3. Grades} = \frac{\text{Umlaufvermögen}}{\text{kurzfristige Verbindlichkeiten}}$$

Bei diesen Kennzahlen werden Aktiv- und Passivpositionen aus der Bilanz gegenübergestellt, um eine Aussage über die Zahlungsfähigkeit der Bank geben zu können. Steigen nun die Zahlungsmittel, so erhöhen sich die Liquiditätskennzahlen. Dies zeigt, dass es mit Hilfe der Securitisation möglich ist, plötzliche Liquiditätsengpässe bspw. durch unerwartete Kreditanspruchnahme oder Einlagenabzüge zu steuern.²⁹⁴

Alternativ zur vorherigen Liquiditätsverwendung – Tilgung von Verbindlichkeiten – können die erhaltenen Gelder auch zur Ausdehnung der bisherigen Geschäftstätigkeit genutzt werden, ohne dass sich dies auf die Passivseite der Bilanz auswirkt.²⁹⁵

Des Weiteren schafft die Veräußerung eines Forderungspools die Möglichkeit, Low Margin Kredite aus Gründen des steigenden Kostendrucks und der begrenzten Zinsmargen durch High Margin Geschäfte zu ersetzen.²⁹⁶

²⁹² Quelle: KASSBERGER/WENTGES, a.a.O., S. 29.

²⁹³ Vgl. DAVID, a.a.O., S. 35.

²⁹⁴ Dieses Abrufpotential wird auch als sog. Abrufisiko bezeichnet und ist besonders durch Zusagen im Großkreditgeschäft und gehobenen Einlagengeschäft determiniert. Vgl. SCHIERENBECK, a.a.O., S. 739.

²⁹⁵ Vgl. DAVID, a.a.O., S. 35.

²⁹⁶ Vgl. WAGENKNECHT/WÖLWER, Asset Backed Securities zunehmend gefragt, erschienen in: Börsen-Zeitung, 11.09.1999, S. B4.

Durch eine solche Investition in Anlagen höherer Rentabilität steigt der absolute Gewinn und damit auch die Eigenkapitalrentabilität²⁹⁷, welche eine wichtige Unternehmenskennzahl in diesem Zusammenhang darstellt.

$$\text{Eigenkapitalrentabilität} : R_{(EK)} = \frac{\text{Gewinn}}{\text{Eigenkapital}} \times 100$$

7.4 Erschließung neuer Finanzierungs- und Ertragsquellen

Die ABS Finanzierung ermöglicht eine Erweiterung der Investorenbasis, falls dem Kreditinstitut der Zugang zum Wertpapiermarkt generell oder im Hinblick auf bestimmte Segmente verschlossen war. Eine solche Situation ist z.B. für Kreditinstitute denkbar, die über kein Rating verfügen. Sie haben nun die Möglichkeit, durch Emission gerateter Assets über das SPV eine Investorenbasis anzusprechen, jene aufgrund ihrer Anlegervorschriften lediglich Wertpapiere mit einer Bonitätsbeurteilung erwerben darf.²⁹⁸ Weiterhin kommen auch Banken in Betracht, welche über ein Rating verfügen, dieses aber keine Investmentqualität aufweist.²⁹⁹

Die Aufnahme von Geldern am Kapitalmarkt ist für Banken eine kostenintensive Transaktion, da die Kapitalbeschaffungskosten von ihrem Rating abhängig sind. Es gilt daher folgender Grundsatz: Je besser das Rating, desto geringer die Kapitalbeschaffungskosten.³⁰⁰

Bei der Securitisation ist das Rating des forderungsveräußernden Kreditinstitutes allerdings unbedeutend. Durch die Abtretung der Forderungen an das SPV durch den Originator werden nur die Forderungen selbst und deren Cash-flow bewertet. Somit erhalten die Assets ihr eigenes Rating.³⁰¹

²⁹⁷ Quelle: WÖHE, Einführung in die allgemeine Betriebswirtschaftslehre, 18. überarbeitete und erweiterte Auflage, München, Franz Vahlen Verlag, 1993, S. 48.

²⁹⁸ Vgl. PAUL(a), a.a.O., S. 279f.

²⁹⁹ Vgl. DAVID, a.a.O., S. 36.

³⁰⁰ Vgl. BUND(a), a.a.O., S. 194.

³⁰¹ Vgl. PAUL(a), a.a.O., S. 168f.

Es ist somit einem Kreditinstitut möglich, sich günstiger zu refinanzieren, wenn seine Assets ein höheres Rating erhalten als sie selbst.³⁰²

Neben der Funktion als Refinanzierungsalternative können ABS Transaktionen auch als neue Ertragsquelle für Banken dienen. Die zusätzlichen Erträge können bspw. aus Provisionen für die Übernahme von Garantien, durch die Gründung des SPV, durch die Tätigkeit als Serviceagent oder durch die Teilnahme am Emissionskonsortium erzielt werden. Diese Provisionsgeschäfte können eine optimale Ergänzung zum traditionellen Kreditgeschäft darstellen.³⁰³

7.5 Risikomanagement

Banken unterliegen aufgrund ihres Kreditengagements mit Kunden dem potenziellen Ausfall- und Zinsänderungsrisiko.³⁰⁴ Wie es Banken möglich ist, diese Risiken auszuschalten bzw. zu begrenzen, zeigen die folgenden beiden Abschnitte.

7.5.1 Ausfallrisiko

Mit dem Begriff „Ausfallrisiko“ bezeichnet man die Gefahr, dass die Forderungen eines Gläubigers aufgrund von Bonitätsverschlechterungen des Schuldners nicht, nur teilweise oder verspätet zurückbezahlt werden. Zu diesen Forderungen gehören u.a. Zins- und Tilgungsleistungen³⁰⁵ aus dem Kreditgeschäft oder Anleihezeichnungen.³⁰⁶

Durch die Kreditvergabe, setzen sich Banken somit dem Risiko der Insolvenz eines Schuldners aus.³⁰⁷

Dieses Ausfallrisiko steigt mit zunehmender Anzahl der Schuldner, deren Bonitätsentwicklung positiv korreliert. Demzufolge sind Konzentrationen im Hinblick auf

³⁰² Vgl. DAVID, a.a.O., S. 36.

³⁰³ Vgl. BAYRISCHE LANDESBANK, Asset-Backed Securities für Sparkassen, München, Juli 1998, S. 11.

³⁰⁴ Vgl. DAVID, a.a.O., S. 37.

³⁰⁵ In diesem Abschnitt soll nur auf den Ausfall von Zins- und Tilgungszahlungen eingegangen werden.

³⁰⁶ Vgl. MÜLLER, Kreditderivate und Risikomanagement, Bankakademie Verlag, Frankfurt am Main, 2000, S. 7.

³⁰⁷ Vgl. DAVID, a.a.O., S. 37.

Größenklassen, Branchen und Regionen im Kreditportfolio zu vermeiden. Zu einer Konzentration gleichartiger Schuldner kommt es in sog. monostrukturierten Regionen, in denen z.B. überproportional Kredite an Unternehmen der gleichen Branche (z.B. Landwirtschaft, Bergbau) vergeben werden³⁰⁸. Man spricht in solchen Fällen vom sog. „Klumpeneffekt“³⁰⁹, von dem speziell Sparkassen betroffen sind, da sie regional angesiedelt sind.³¹⁰

Eine solche Problematik kann allerdings auch durch gesetzliche Vorschriften geradezu gefördert werden, wenn z.B. (wie in den USA), der Gesetzestext die Tätigkeit von Banken auf bestimmte Bundesstaaten beschränkt. Somit ist den Banken die Möglichkeit zur Risikodiversifikation nach Regionen genommen.³¹¹

Empirisch bewiesen wurde dieses Problem durch eine Untersuchung von LADERMANN/SCHMIDT/ZIMMERMANN. Das Untersuchungsergebnis zeigte, dass Banken, die derartigen Gebietsbeschränkungen nicht unterworfen sind, eine ausgeprägte Diversifikation ihres Kreditportfolios besitzen.³¹²

Eine beschränkte Schuldnerwahl kann allerdings auch positive Nebeneffekte aufweisen. Durch eine Spezialisierung auf bestimmte Kundengruppen, lassen sich die im ersten Kapitel erläuterten „Economics of Scale“ erzielen. Es ist der Bank somit möglich, seine Schuldner bei der Kreditakquisition kompetenter zu beraten, da sich deren Probleme ähneln.³¹³

In dieser zwiespältigen Situation von „Klumpeneffekt“ auf der einen Seite und „Economics of Scale“ auf der anderen Seite, kann die Verbriefung von Forderungen einen Lösungsansatz bieten.

Durch Asset Backed Securities haben Banken nun zum einen die Möglichkeit sich auf einen Geschäftszweig zu spezialisieren und die damit verbundene Konzentration

³⁰⁸ Vgl. PAUL(a), a.a.O., S. 277.

³⁰⁹ Vgl. OEHLER, a.a.O., S. 37.

³¹⁰ Vgl. SENGERA(a), a.a.O., S. 1007.

³¹¹ Vgl. PAUL(a), a.a.O., S. 277.

³¹² Vgl. PAUL(a), a.a.O., S. 277.

³¹³ Vgl. DAVID, a.a.O., S. 38.

im Kreditportfolio dadurch aufzuheben, indem sie es am Kapitalmarkt teilweise oder ganz verkaufen. Zum anderen können sie durch den Erwerb von ABS ihre Kreditportfolios ergänzen, um diese mit Krediten aus anderen Regionen qualitativ zu diversifizieren.³¹⁴

7.5.2 Zinsänderungsrisiko

Unter dem Zinsänderungsrisiko wird allgemein die Gefahr einer, von Marktzinsänderungen herbeigeführten, Verringerung einer (geplanten, erwarteten) Ergebnisgröße verstanden.³¹⁵

Daher ist es ein Ziel der Banken, die Aktiv- und Passivseite der Bilanz hinsichtlich der Zinsbindung – sowohl betrags- wie auch laufzeitmäßig – kongruent zu gestalten, um gegen das Zinsänderungsrisiko immun zu sein.³¹⁶ Dieses Gleichgewicht zu erreichen stellt sich problematisch dar, da sich ein Überhang in der Bilanz von Festzinsen und oder variablen Zinsen oft nicht vermeiden lässt.³¹⁷

Eine Situation mit Festzinsüberhang würde sich in der Bankbilanz wie folgt darstellen:

Aktiva	Passiva
Festzins	Festzins
<i>Festzinsüberhang</i>	variabler Zins
variabler Zins	

Abbildung 13: Festzins-Situation vor der Verbriefung³¹⁸

Der gezeigte Festzinsüberhang ist bei Marktzinsänderungen u.U. zu steigenden Geldeinstandskosten zu refinanzieren. Es hängt somit von der Zinserwartung des

³¹⁴ Vgl. SENGERA(a), a.a.O., S. 1007f.

³¹⁵ Vgl. SCHIERENBECK, a.a.O., S. 516.

³¹⁶ Vgl. DAVID, a.a.O., S. 38.

³¹⁷ Vgl. PAUL(a), a.a.O., S. 275ff.

³¹⁸ Quelle: PAUL(a), a.a.O., S. 275.

Kreditinstitutes ab, ob es die Situation der Zinsbindung aufrechterhalten will oder ob es zu Veränderungen kommen soll. Soll nun die Festzinsposition nicht vergrößert, nach wie vor aber Festzinskredite vergeben werden, so kann das Kreditinstitut mit Hilfe der ABS Finanzierung die neu akquirierten Kredite unmittelbar durch Verbriefung aus der Bilanz nehmen.³¹⁹

Je nach bilanzpolitischen Bedürfnissen kann bei einem Festzinsüberhang zwischen zwei Alternativen gewählt werden:

Variante A

Die Forderungen mit Festzinsüberhang werden verkauft. Die dadurch erhaltene Liquidität wird genutzt, um Verbindlichkeiten mit variabler Verzinsung soweit zu tilgen, bis die Bilanzseiten kongruent sind und das Zinsänderungsrisiko ausgeschaltet ist (siehe Abbildung 14).³²⁰

Aktiva	Passiva
Festzins	Festzins
variabler Zins	variabler Zins

Abbildung 14: Festzins-Situation A nach der Verbriefung³²¹

³¹⁹ Vgl. PAUL(a), a.a.O., S. 274f.

³²⁰ Vgl. DAVID, a.a.O., S. 39 und BUND(a), a.a.O., S. 210ff.

³²¹ Quelle: PAUL(a), a.a.O., S. 275.

Variante B

Als zweite Variante können die Forderungen mit Festzinsüberhang liquidiert werden. Die dadurch erhaltenen Gelder werden in variabel verzinsliche Anlagen (z.B. Floating Rate Notes – FRN) investiert (siehe Abbildung 15). Nun sind die Zahlungsströme ausgeglichen und es verbleibt kein Zinsänderungsrisiko bei der Bank.³²²

Aktiva	Passiva
Festzins	Festzins
variabler Zins	variabler Zins

Abbildung 15: Festzins-Situation B nach der Verbriefung³²³

Das Zinsänderungsrisiko kann des Weiteren aber auch aus variabel verzinslichen Bilanzpositionen hervorgehen. Dies kann auch dann der Fall sein, wenn die nicht mit Festzins belegten Aktiv- und Passivpositionen vom Volumen her identisch sind.³²⁴

Der Grund für das Bestehen eines Zinsänderungsrisikos liegt bei variablen Zinspositionen in der sog. Zinselastizität.³²⁵

Die Zinselastizität ist definiert als Veränderung eines Kundenzinses, dividiert durch die Veränderung des Marktzinses. Die bereits angesprochenen Festzinspositionen haben somit eine Zinselastizität von null, wobei die Zinselastizität bei variablen Positionen zwischen Null und Eins liegt. Eine Zinselastizität von 0,8 bedeutet, dass eine Marktzinsveränderung von einem Prozent nur zu einer Veränderung des Kundenzinses von 0,8 Prozentpunkten führt. Im Aktivgeschäft stellt dies ein tendenziell unbefriedigendes Ergebnis dar, wobei es als positiv im Passivgeschäft zu bewerten ist.³²⁶

Banken haben somit ein Problem, wenn die variablen Positionen unterschiedliche Zinselastizitäten aufweisen und demnach die Möglichkeiten der Bank zur Anpassung

³²² Vgl. DAVID, a.a.O., S. 40 und BUND(a), a.a.O., S. 211.

³²³ Quelle: PAUL(a), a.a.O., S. 275.

³²⁴ Vgl. BUND(a), a.a.O., S. 209 und PAUL(a), a.a.O., S. 276.

³²⁵ Vgl. BUND(a), a.a.O., S. 210.

³²⁶ Vgl. SÜCHTING/PAUL, a.a.O., S. 419.

an veränderte Marktzinsen auseinanderklaffen (siehe Abbildung 16 – Situation vor der Verbriefung).³²⁷

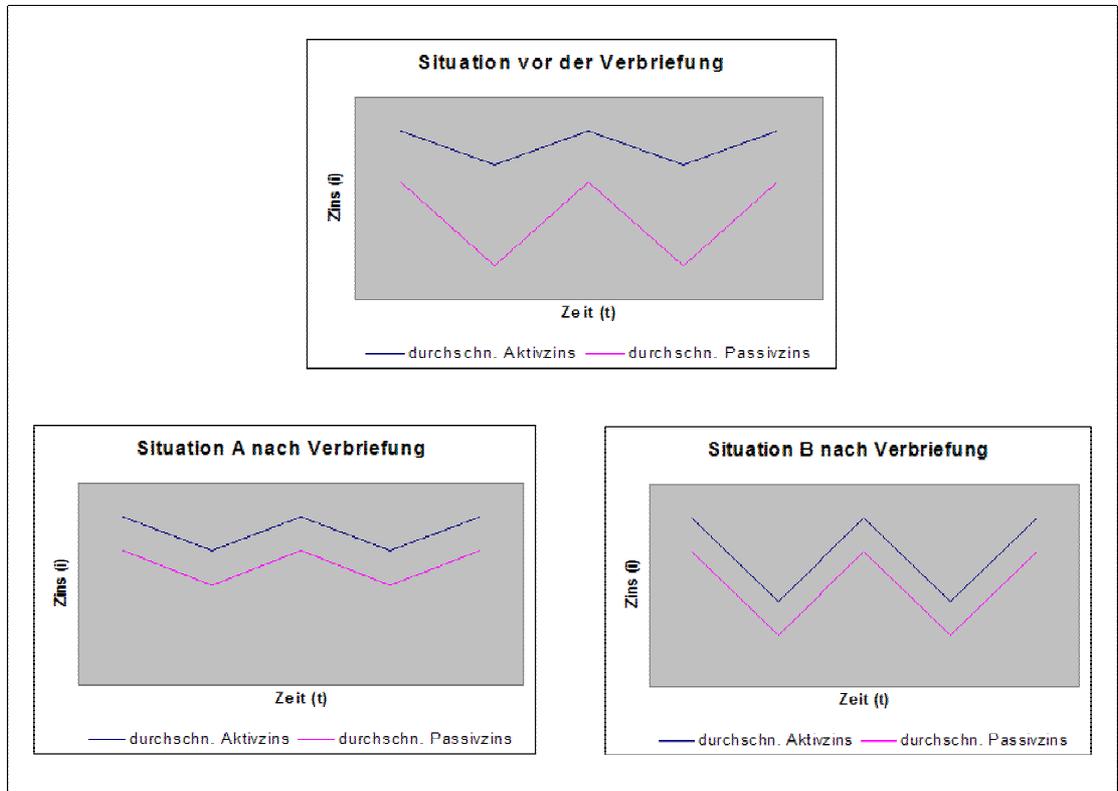


Abbildung 16: Verbriefung einer variablen Zinsposition zur Begrenzung des Zinsänderungsrisikos³²⁸

Es ist zum Beispiel denkbar, dass gestiegene Geldeinstandskosten auf der Passivseite nicht in gleichem Ausmaß und unmittelbar in Form einer höheren Aktivverzinsung weitergegeben werden können. Dies kann der Fall sein, wenn es sich bei den Kreditnehmern um verhandlungsstarke Großkunden handelt. Der dadurch entstehende „passivische Zinselastizitätsüberhang“³²⁹, würde bei einem steigenden Zinssatz zu einer Verringerung der Zinsspanne führen. ABS Finanzierungen erlauben nun den Versuch, die Zinselastizitäten von Aktiva und Passiva zu synchronisieren. Nach einer Verbriefung von Krediten lassen sich einerseits solche Passiva zurückführen, deren Zinselastizität über dem Durchschnittszins der Aktivseite liegt (siehe Abbildung 16 – Situation A nach Verbriefung). Die Bank könnte z.B. die Refinanzierung von zinsensiblen Großeinlegern zu unempfindlichen Privatkunden verlagern. Eine andere

³²⁷ Vgl. PAUL(a), a.a.O., S. 276.

³²⁸ Quelle: PAUL(a), a.a.O., S. 276.

³²⁹ Vgl. SCHIERENBECK, a.a.O., S. 525.

Möglichkeit wäre die Reinvestition der erhaltenen Liquidität in solche Kredite, deren Schuldner in höherem Maße zinsreagibel sind (siehe Abbildung 16 – Situation B nach Verbriefung).³³⁰

³³⁰ Vgl. PAUL(a), a.a.O., S. 277.

8 ABS versus Pfandbrief

Unter Pfandbriefen versteht man von einigen deutschen Hypothekenbanken herausgegebene Schuldverschreibungen, die durch Kredite an den öffentlichen Sektor und Hypothekendarlehen gesichert sind.³³¹

Pfandbriefe sind generell mit einem geringen Risiko verbunden und erhalten deshalb aus folgenden Gründen³³² ein hohes Rating:

- Banken, die Pfandbriefe emittieren dürfen (deutsche Hypotheken- und öffentliche Banken) unterliegen einer starken Regulierung.
- Die Bedeutung von Pfandbriefen für das deutsche Finanzsystem und die damit verbundene Wahrscheinlichkeit der Unterstützung eines Kreditinstitutes in Schwierigkeiten durch Wirtschaft und Staat.
- Die Qualität der als Deckung dienenden Aktiva und die besondere Stellung der Anleger im Falle eines Konkurses.

Bei der Finanzierung von Hypothekenbanken durch die Emission von Hypothekendpfandbriefen werden die Ansprüche der Investoren wie bei der Asset Securitisation durch einen festgelegten Pool von Kreditforderungen mit den dazugehörigen Sicherheiten gewährleistet. Vielfach wird diese Finanzierungsform mit der Verbriefung von Hypothekendforderungen in Form von Mortgage Backed Securities verglichen. Bei Hypothekendpfandbriefen erfolgt allerdings keine rechtliche Verselbstständigung der unterliegenden Vermögenswerte, sondern lediglich eine eindeutige Zuordnung zu bestimmten Wertpapieren. Einige der mit der Verbriefung bankeigener Forderungen verfolgten Zielsetzungen, wie z.B. die Verlagerung des Kreditrisikos, können dadurch nicht erreicht werden. Zudem steht die Möglichkeit, sich durch die Emission von Hypothekendpfandbriefen zu finanzieren, nur einem kleinen Kreis von Spezialkreditinstituten – den Hypothekenbanken – zur Verfügung.³³³

³³¹ Vgl. FITCH, Pfandbrief Rating Ansatz, März 1999, S. 1.

³³² Vgl. FITCH, Pfandbrief Rating Ansatz, März 1999, S. 1f.

³³³ Vgl. BUND(a), a.a.O., S. 46f.

Neben diesen grundlegenden Charakteristika unterscheidet sich die Finanzierung durch Hypothekendarlehen von Asset Securitisation in mehreren Punkten, welche in der folgenden Tabelle zusammengefasst sind.

Pfandbriefe	Asset Backed Securities
<ul style="list-style-type: none"> • keine rechtliche Verselbstständigung der Vermögenswerte, Forderungen verbleiben in der Bilanz der Hypothekendarlehenbank • den Investoren dient neben den Deckungswerten das gesamte Vermögen der Hypothekendarlehenbank als Haftungsmasse • keine direkte Verbindung zwischen den Cash-flow aus den Darlehen und den Zahlungsströmen an die Investoren • das Kreditrisiko verbleibt bei der Hypothekendarlehenbank • die Zusammensetzung der unterliegenden Kredite kann im Zeitablauf verändert werden • das Emissionsvolumen ist durch haftendes Eigenkapital begrenzt • die Anwendung darf nur durch Hypothekendarlehenbanken unter Einhaltung der Vorgaben durch das Hypothekendarlehenbankengesetz erfolgen 	<ul style="list-style-type: none"> • rechtliche Trennung der Vermögenswerte vom Originator, Forderungen verlassen die Bilanz des Originators • den Investoren dienen die im Besitz des SPV befindlichen Vermögenswerte und die zusätzliche Kreditbesicherung als Haftungsmasse • Cash-flow aus den Darlehen dient explizit zur Bedienung der Ansprüche der Investoren • Kreditrisiko geht auf das SPV respektive Sicherungsgeber und Investoren über • der Pool der unterliegenden Kreditforderungen kann im Laufe der Emission nicht mehr verändert werden. • das Emissionsvolumen unterliegt keinen aufsichtsrechtlichen Einschränkungen • die Anwendung ist für alle Kreditinstitute ohne explizite rechtliche Regelungen möglich

Abbildung 17: Vergleich von Pfandbrief und Asset Backed Securities³³⁴

³³⁴ Vgl. ROHRER(a), Deutsche Pfandbriefe sind besser als Mortgage Backed Securities, erschienen in: Das Wertpapier, Heft 21/1992, S. 24ff. und ROHRER(b), Pfandbrief und Mortgage Backed Securities, erschienen in: Der langfristige Kredit, Heft 3/1994, S. 39f. und PAUL, a.a.O., S. 217ff. und BÄR, a.a.O., S. 51.

9 Schlussbetrachtung und Ausblick

Die vorliegende Arbeit setzte sich mit der Verbriefung bankeigener Forderungen in Form von Asset Backed Securities auseinander.

Diese Finanzierungsform kann auf eine Vielzahl von Bilanzaktiva angewendet werden, so lange sich aus ihnen ein Cash-flow ableiten lässt, welcher prognostizierbar ist. Als unterliegende Forderungen können bspw. Konsumentenkredite, Leasingforderungen oder Hypothekendarlehen dienen.

Da die Bonität der Forderungen für das Rating einer ABS Transaktion von besonderer Bedeutung ist, kann diese durch interne und/oder externe Sicherungsleistungen verbessert werden. Es ist jedoch anzumerken, dass ein solches Vorgehen sehr aufwändig und somit kostenintensiv ist.

Hingegen der Befürchtung, dass Banken durch die Verbriefung von Forderungen bei Großunternehmen an Bedeutung verlieren würden, haben sie, aufgrund von Finanzkraft und Know-how, als Partei innerhalb von ABS Transaktionen ihre Existenzberechtigung bewiesen. Selbst bei der Verbriefung von Aktiva bei Industrieunternehmen spielen Banken, zumindest als Sicherheitengeber, eine wichtige Rolle.

Begründet wird dies dadurch, dass Banken (Finanzintermediäre) ihre Transformationsleistungen durch die „Economies of Scale“ kostengünstig anbieten können und somit einen Wettbewerbsvorteil gegenüber industrieeigenen In-House-Banks besitzen. Diese Erfahrungen bzgl. der Transformationsleistungen verdeutlichen auch die tragende Rolle von Finanzintermediären innerhalb eines Finanzsystems.

Durch die Verbriefung eigener Forderungen erhalten Banken neue Möglichkeiten für das Bilanzstrukturmanagement. Neben der bilanzbefreienden Wirkung (bei „True Sale“ Transaktionen) und der damit einhergehenden Verbesserung von Unternehmenskennzahlen sowie der Erschließung neuer Finanzierungs- und Ertragsquellen, sind auch neue Alternativen im Risikomanagement zu nennen. Speziell durch die Entlastung der Eigenkapitalgrundsätze werden liquide Mittel frei, welche zur Eindämmung des Zinsänderungsrisikos genutzt werden können. Bezogen auf das Aus-

fallrisiko können freie Gelder in ABS investiert werden, um eine Diversifikation des Kreditportfolios zu erreichen. Die Verminderung der Risikopositionen hat auch ein besseres Rating zur Folge und senkt somit die Kosten der Fremdfinanzierung.

Kreditinstitute haben nicht nur die Möglichkeit der Risikoreduktion, sondern können in der Rolle des Serviceagenten zusätzliche Provisionseinnahmen erzielen.

Die hier genannten Gründe zeigen das ABS, im Hinblick auf die Finanzierung, eine Alternative zu Pfandbriefen darstellen. Dies wird dadurch erreicht, indem die Forderungen aus der Bilanz der Bank vollständig „herausgeschnitten“ werden und somit keine Risiken bei der Bank verbleiben.

Im Hinblick auf die Berichterstattung gegenüber Dritten (z.B. Aktionären) ist dies von Vorteil, da die Bewertung von Banken unter Risiko/Rendite-Aspekten in den letzten Jahren deutlich zunahm („Shareholder-Value-Gedanke“).

Dieses positive Urteil war durch Rechtsunsicherheiten bei der Durchführung von ABS Transaktionen getrübt. Um diese Barrieren auszuschalten wurde im Jahre 1997, durch das damalige Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen, ein Rundschreiben verfasst, welches klare Richtlinien zur Verbriefung von Forderungen bei Kreditinstituten vorgibt.

Die neu erlangte rechtliche Sicherheit hatte zur Folge, dass sich auf Initiative der Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW), 13 Banken im Rahmen der „True Sale Initiative“ zusammenschlossen, um auf einer eigens entwickelten Plattform die Verbriefung von Forderungen vorzunehmen.³³⁵

Da es sich bei diesem Rundschreiben nicht um eine endgültige Lösung handelt, sollte ein „Verbriefungsgesetz“ geschaffen werden, um verbleibende Unsicherheiten auszuschalten.

Meiner Meinung nach stellen Asset Backed Securities eine Finanzierungsform für Banken dar, welche sich in der Zukunft weiter durchsetzen wird. ABS geben Kreditinstituten die Möglichkeit, das „Volumendenken“ bei Kreditengagements abzulegen

³³⁵ Vgl. www.kfw.de

und ihre Aktivseite der Bilanz nach Risiko/Rendite-Gesichtspunkten zu steuern. Dadurch können sie in der internationalen Bankenlandschaft konkurrenzfähig bleiben bzw. werden.

Literaturverzeichnis

ARBEITSKREIS „FINANZIERUNG“,

Schmalenbach Gesellschaft – Asset Backed Securities – Ein neues Finanzierungsinstrument für deutsche Unternehmen?, erschienen in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, Heft 6/1992, S. 495 - 530.

BÄR, Hans-Peter,

Asset Securitisation – Die Verbriefung von Finanzaktiva als innovative Finanzierungstechnik und neue Herausforderung für Banken, Bank- und finanzwirtschaftliche Forschung, Band 262, Bern, 1997

BaFin (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht),

Grundsatz I über die Eigenmittel der Institute, Bekanntmachung vom 29.10.1997, zuletzt geändert durch die Bekanntmachung vom 20.07.2000, (www.bafin.de)

BANK, Matthias,

Gestaltung von Finanzierungsbeziehungen – Diversifikation und Liquidität als Aktionsparameter, Wiesbaden, Gabler Verlag, 1998

BAUMS, Theodor,

Asset-Backed Finanzierungen im deutschen Wirtschaftsrecht, erschienen in: Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht, Heft 1/1993, S. 6.

BAYRISCHE LANDESBANK (Hrsg.),

Asset-Backed Securities für Sparkassen, München, Juli 1998

BENNER, Wolfgang,

Asset Backed Securities – Finanzinnovation mit Wachstumschancen?, erschienen in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, Heft 5/1998, S. 403 - 417.

BERNSEN, Jürgen,

Asset Backed Securities – Ein interessantes Refinanzierungsinstrument für deutsche Finanzgesellschaften, erschienen in: Finanzierung, Leasing, Factoring, Heft 5/1991, S. 191.

BERNET, Beat,

Bankstrategische Aspekte der Verbriefung von Kreditpositionen, erschienen in: Die Bank, Heft 6/99, S. 396 – 400.

BITZ, Michael,

Finanzdienstleistungen, München, Oldenbourg Verlag, 1993

BÖRNER, Christoph J.,

Strategisches Bankmanagement – Ressourcen- und marktorientierte Strategien von Universalbanken, München, Oldenbourg Verlag, 2000

BÜSCHGEN, Hans E.,

Börsenlexikon, Sparkassen Verlag, 1987

BÜTTNER, Tobias,

Die wertpapiermäßige Verbriefung von Bankforderungen zu Asset Backed Securities, Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden, 1999

BUND(a), Stefan,

Asset Securitisation – Anwendbarkeit und Einsatzmöglichkeiten in deutschen Universalkreditinstituten, Frankfurt am Main, Fritz Knapp Verlag, 2000

BUND(b), Stefan,

Collateralized Debt Obligations: Die Formel 1 unter den Asset Backed Securities, erschienen in: Die Bank, Heft 3/2000, S. 196 - 201.

Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen (1997a),

Rundschreiben 4/97, Veräußerung von Kundenforderungen im Rahmen von Asset-Backed Securities Transaktionen durch deutsche Kreditinstitute, Berlin, 19.03.97

CHADHA, Ajay B.,

Securitization / Asset Backed Securities – Einsatzmöglichkeiten im Rahmen des Risiko-/Portfoliomanagements, erschienen in: Hanker, Peter, Management von Marktpreis- und Ausfallrisiken – Instrumente und Strategien zur Risikominimierung in Banken, Wiesbaden, Gabler Verlag, 1998, S. 301 – 310.

DAVID, Simone,

Securitisations – Verbriefung von Bankforderungen, Stuttgart, Deutscher Sparkassenverlag, 2001

DB(a),

Deutsche Bank, Global Markets Research, Ein Markt erwächst den Kinderschuhen, 08.02.2002

DB(b),

Deutsche Bank Global Markets Research, CDObservers – 2002 Outlook, 01/2002

EICHOLZ, Rainer / NELGEN, Marcus,

Asset Backed Securities – ein Finanzierungsinstrument auch für den deutschen Markt?, erschienen in: Der Betrieb, Heft 16/1992, S. 793 – 797.

EISELE, Florian / NEUS, Werner / WALTER, Andreas,

Zinsswaps – Funktionsweise, Bewertung und Diskussion, Tübinger Diskussionspapier Nr. 203, Januar 2001

EISENÄCHER, Bettina,

Asset Backed Securities – Struktur und Bewertung einer Finanzinnovation, Gießen, 1994, S. 86ff.

ELLER, Roland / GRUBER, Walter / REIF, Markus,

Handbuch Kreditrisikomodelle und Kreditderivate – Quantifizierung und Management von Kreditrisiken, Strategien mit Kreditderivaten, bankaufsichtsrechtliche Anforderungen, Schäffer-Poeschl Verlag, Stuttgart, 1999.

FITCH (Hrsg.),

Pfandbrief Rating Ansatz, März 1999

FRÜH, Andreas,

Asset Backed Securities / Securitization am Finanzplatz Deutschland, erschienen in: Betriebsberater, Heft 3/1995, S. 105 – 109.

GRILL, Wolfgang / PERCZYNSKI, Hans,

Wirtschaftslehre des Kreditwesens, 30. überarbeitete Auflage, Bad Homburg vor der Höhe, Gehlen Verlag, 1996

GRUNDMANN, Wolfgang,

Die Einlagensicherungssysteme, erschienen in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Heft 24/1992, S. 1134 – 1138

GÜDE, Udo,

Die Geschäftspolitik der Sparkassen, 6. Auflage, Stuttgart, 1995

HENSCHER, Frank,

Entlastungseffekte für Kreditinstitute durch Asset-Backed Securities?, erschienen in: Sparkasse, Heft 8/1998, S. 386 – 388.

HEIDORN, Thomas / KÖNIG, Lars,

Investitionen in Collateralised Debt Obligations, Verlag Hochschule für Bankwirtschaft, Frankfurt am Main, 2003

HERRMANN, M. /WEIBEL, T.

DB Global Research (Hrsg.), Euro ABS 2000, 17.01.2000

HÖHMANN, Klaus,

Shareholder Value von Banken, Gabler Verlag, Wiesbaden, 1998

KASSBERGER, Stefan / WENTGES, Paul,

Die Schätzung der Ausfallwahrscheinlichkeit von Unternehmen, S. 24 - 68, erschienen in: ELLER/GRUBER/REIF, Handbuch Kreditrisikomodelle und Kreditderivate, Schäffer-Poeschl Verlag, Stuttgart, 1999

MÜLLER, Frank,

Kreditderivate und Risikomanagement, Bankakademie Verlag, Frankfurt am Main, 2000

OEHLER, Andreas,

Kreditrisikomanagement – Portfoliomodelle und Derivate, Stuttgart, Schäffer-Poeschl Verlag, 2000

OERTLE, Matthias,

Asset Securitisation in der Schweiz, erschienen in: Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, Heft 4/1993, S. 153 – 171.

o.V.,

Verbriefung in Europa, erschienen in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Heft 12/2003, S. 68.

PAUL(a), Stephan,

Bankintermediation und Verbriefung – Neue Chancen und Risiken für Kreditinstitute durch Asset Backed Securities?, Wiesbaden, Gabler Verlag, 1994

PAUL(b), Stephan,

Verbriefung – Mythos und Wirklichkeit – “Aktuelle Herausforderungen des Finanz-Managements“, 57. Deutscher Betriebswirtschafter-Tag, 24.09.2003

PAUL, Stephan / FEHR, Peter (a),

Hypothekendarlehen versus MBS (Teil I) – Konkurrenz oder Komplementarität, erschienen in: Die Bank, Heft 6/1996, S. 351 - 356.

PAUL, Stephan / FEHR, Peter (b),

Hypothekendarlehen versus MBS (Teil II) – Konkurrenz oder Komplementarität, erschienen in: Die Bank, Heft 7/1996, S. 404 - 407.

PETERS, Markus

Asset-Backed-Securities, erschienen in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Heft 15/1995, S. 750 - 753.

POLLOCK, Philip R. / STADUM, Edward M. / HOLTERMANN, Gordon C.,

Die Sekuritarisierung und ihre Zukunft in Deutschland; erschienen in: Recht der internationalen Wirtschaft, Heft 4/1991, S. 275 - 281.

RENTEN – Europäische Bonitäten Spezial,

Asset Backed Securities in Europa, DG Bank Research, November 1999

RIEL, Christine,

Asset Backed Securities (ABS) – ein zeitgemäßes Finanzierungsinstrument, erschienen in: Sparkasse 8/2001, S. 368 – 374.

RITTINGHAUS, Hans-Rudolf / MAKOWKA, Thomas / HELLMANN, Ursula,

Asset Backed Securities Transaktionen für deutsche Kreditinstitute, erschienen in: Sparkasse, Heft 3/1997, S. 133 – 140.

RITTINGHAUS, Hans-Rudolf / SCHEEL, Johannes,

Das neue Instrument der Asset Backed Transaktionen, erschienen in: Sparkasse, Heft 10/1993, S. 475 - 477.

ROHRER(a), Bernt W.,

Deutsche Pfandbriefe sind besser als Mortgage Backed Securities, erschienen in: Das Wertpapier, Heft 21/1992, S. 24 – 26.

ROHRER(b), Bernt W.,

Pfandbrief und Mortgage Backed Securities, erschienen in: Der langfristige Kredit, Heft 3/1994, S. 39 – 40.

SCHIERENBECK, Henner,

Ertragsorientiertes Bankmanagement – Controlling in Kreditinstituten, 4. überarbeitete und erweiterte Auflage, Wiesbaden, Gabler Verlag, 1994

SCHILLER, Bettina / TYTKO, Dagmar,

Risikomanagement im Kreditgeschäft – Grundlagen, neuere Entwicklungen und Anwendungsbeispiele, Stuttgart, Schäffer-Poeschl Verlag, 2001

SCHNEIDER Uwe H. / EICHHOLZ, Rainer/OHL,Hanns-Peter,

Die aufsichtsrechtliche Bewertung von Asset Backed Securities, erschienen in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, Heft 20/1992, S. 1452 - 1459.

SCHULTE, Reinhard,

Asset Backed Securities, erschienen in: Wirtschaftswissenschaftliches Studium, Heft 3/1995, S. 152 - 154.

SCHWARCZ, Steven L.,

Die Alchemie der Asset Securitization, erschienen in: Der Betrieb, Heft 26, 27.06.1997, S. 1289 – 1297.

SENGERA(a), Jürgen,

Securitisations - Wandel im Kreditgeschäft, erschienen in: Kreditwesen, Heft 19/2002, S. 1006 – 1008.

SENGERA (b), Jürgen,

Verbriefung – und Disintermediation, erschienen in: Die Bank, Heft 4/2002, S. 238 – 242.

SHIELS, Lucy,

Die Verbriefung von Bankforderungen im Rahmen von ABS-Transaktionen, erschienen in: Kreditwesen, Heft 15/97, S. 718 – 722.

STEINER, Manfred / BRUNS, Christoph,

Wertpapiermanagement, 8. überarbeitete und erweiterte Auflage, Schäffer Poeschl Verlag, Stuttgart, 2002

SÜCHTING, Joachim, / PAUL, Stephan,

Bankmanagement, 4., vollständig neu konzipierte und wesentlich erweiterte Auflage, Schäffer-Poeschl Verlag, Stuttgart, 1998

TACKE, Helmut R.,

Asset Backed Securities – Refinanzierungsmöglichkeiten für deutsche Leasinggesellschaften?, erschienen in: Der Betrieb, Heft 8/1999, Spezialbeilage, S. 8 – 10.

WAGENKNECHT, Claus-Rainer / WÖLWER, Tobias,

Asset Backed Securities zunehmend gefragt, erschienen in: Börsen-Zeitung, 11.09.1999, S. B4.

WILLBURGER, Andreas,

Asset Backed Securities im Zivil- und Steuerrecht, Steuerfragen der Wirtschaft, Band 5, Köln 1997, S. 57.

WÖHE, Günter,

Einführung in die allgemeine Betriebswirtschaftslehre, 18. überarbeitete und erweiterte Auflage, München, Franz Vahlen Verlag, 1993

WULFKEN, Jörg / WELLER, Michael,

Securitisations als neue Finanzierungsform, erschienen in: Die Bank, Heft 11/1992, S. 644 - 647.

Anhang

A1 – Ratingübersicht für ABS und Commercial Papers

S & P	Moody's	Fitch	DCR	Ratingdefinition/Beurteilung
Langfristiges Emissionsrating				
Investmentqualität				
AAA	Aaa	AAA	AAA	erstklassige Fähigkeit zur vertragsgerechten Erfüllung der Zahlungsverpflichtungen, Rückzahlung gilt auch bei negativen äußeren Umständen als sicher
AA	Aa	AA	AA	sehr gute Fähigkeit zur vertragsgerechten Erfüllung der Zahlungsverpflichtungen, Anfälligkeit bei negativen äußeren Umständen unwahrscheinlich
A	A	A	A	Erfüllung der Zahlungsverpflichtungen, Anfälligkeit bei negativen äußeren Umständen möglich
BBB	Baa	BBB	BBB	Wahrscheinlichkeit vertragsgerechter Erfüllung der Zahlungsverpflichtungen hoch, jedoch mangelnde Immunität gegen negative äußere Umstände
Spekulativer Bereich				
BB B	Ba B	BB B	BB B	z.Zt. Vertragsgerechte Erfüllung der Zahlungsverpflichtungen, künftige Erfüllung aber unsicher
CCC CC C	Caa Ca C	CCC CC C	CCC	Zahlungsverpflichtungen sehr wahrscheinlich, z.T. in Zahlungsverzug
D	---	DD DD D	DDD	in Zahlungsverzug
Kurzfristiges Emissionsrating				
A-1	Prime-1	F1	D-1	sehr gute Fähigkeit zur vertragsgerechten Erfüllung der Zahlungsverpflichtungen
A-2	Prime-2	F2	D-2	gute Fähigkeit zur vertragsgerechten Erfüllung der Zahlungsverpflichtungen
A-3	Prime-3	F3	D-3	befriedigende/angemessene Fähigkeit zur vertragsgerechten Erfüllung der Zahlungsverpflichtungen
B C D	Not Prime	B C D	D-4 D-5	spekulatives Investment, das von einer noch vertragsgerechten Bedienung bis hin zum Zahlungsausfall reicht

A2 - Grundsatz II und III

Grundsatz II		
Die langfristigen Anlagen und Kredite sollen abzüglich der Wertberichtigungen die Summe bestimmter langfristiger Finanzierungsmittel nicht übersteigen.		
Anlagen und Kredite (abzgl. Wertberichtigungen)	Langfristige Finanzierungsmittel	
1. Forderungen an Kreditinstitute und Kunden mit vereinbarter Laufzeit/Kündigungsfrist von 4 Jahren oder länger	100% der/des	<ul style="list-style-type: none"> • Eigenkapitals • Verbindlichkeiten (ohne Spareinlagen) mit Laufzeit/Kündigungsfrist über 4 Jahren • Schuldverschreibungen über 4 Jahre Laufzeit
2. nicht börsengängige Wertpapiere	60% der	<ul style="list-style-type: none"> • Spareinlagen • Schuldverschreibungen bis zu 4 Jahren Laufzeit • Pensionsrückstellungen
3. Beteiligungen		
4. Anteile an einer herrschenden oder mit Mehrheit beteiligten Gesellschaft	10% der	<ul style="list-style-type: none"> • Verbindlichkeiten (ohne Spareinlagen) mit Laufzeit/Kündigungsfrist unter 4 Jahren
5. Grundstücke und Gebäude		
6. Betriebs- und Geschäftsausstattung		

Grundsatz III		
Kurz- und mittelfristige Aktiva sollen abzüglich der Wertberichtigungen die Summe bestimmter Finanzierungsmittel nicht übersteigen.		
Aktiva (abzgl. Wertberichtigungen)	Finanzierungsmittel	
1. 20% der Forderungen an Kreditinstitute mit vereinbarter Laufzeit/Kündigungsfrist von mindestens 3 Monaten bis unter 4 Jahren 2. Forderungen an Kunden mit vereinbarter Laufzeit/Kündigungsfrist unter 4 Jahren 3. abgerechnete eigenen Ziehungen und Solawechsel im Bestand 4. börsengängige Wertpapiere und Investmentanteile 5. sonstige Aktiva	10% der	<ul style="list-style-type: none"> • Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten mit vereinbarter Laufzeit/Kündigungsfrist unter 3 Monaten
	20% der	<ul style="list-style-type: none"> • Spareinlagen • Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit bis zu 4 Jahren
	50% der	<ul style="list-style-type: none"> • Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten mit vereinbarter Laufzeit/Kündigungsfrist von mindestens 3 Monaten bis unter 4 Jahren
	60% der	<ul style="list-style-type: none"> • Sichteinlagen und befristeter Einlagen der Nichtbankenkundschaft mit vereinbarter Laufzeit/Kündigungsfrist unter 4 Jahren
	80% der	<ul style="list-style-type: none"> • Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten aus von der Kundschaft bei Dritten benutzten Krediten • Verpflichtungen aus Warengeschäften und –krediten • Eigene Akzepte und Solawechsel im Umlauf
	100% des	<ul style="list-style-type: none"> • Finanzierungsüberschusses im Grundsatz II
Ein Finanzierungsfehlbetrag im Grundsatz II muss abgezogen werden.		