

Charakterisierung und Analyse von Asset Backed Securities

Wissenschaftliche Arbeit
zur Erlangung des Grades eines Diplom-Volkswirt
an der Fakultät für Wirtschaftswissenschaften und Statistik
der Universität Konstanz

Verfasser: Jan Ebbeg
Peter-Rosegger-Weg 13
78464 Konstanz

Bearbeitungszeit: 07. Juni bis 07. August 1997

1. Gutachter: Prof. Dr. Franke
2. Gutachter: Prof. Dr. Wittmann

Konstanz, den 07. August 1997

INHALTSVERZEICHNIS

Inhaltsverzeichnis.....	I
Abbildungsverzeichnis.....	III
Tabellenverzeichnis.....	III
Abkürzungsverzeichnis.....	IV
1 EINLEITUNG.....	1
2 DEFINITION UND ENTWICKLUNG VON ASSET BACKED SECURITIES	3
2.1 Definition und Grundidee der Finanzierung mittels Asset Backed Securities	3
2.2 Entstehungsgründe und Entwicklungsstadien in den USA	5
3 KONSTRUKTIONSELEMENTE VON ASSET BACKED SECURITIES	10
3.1 Überblick anhand einer Strukturskizze	10
3.2 Wahl der Rechtsform des Special Purpose Vehicle	12
3.2.1 Anteilszertifikatsstruktur (Trust).....	12
3.2.2 Anleihestruktur (Corporation).....	13
3.3 Zahlungsstrommanagement.....	14
3.3.1 Pass-Through-Konstruktion.....	14
3.3.2 Pay-Through-Konstruktion.....	15
3.4 Maßnahmen zur Begrenzung von Insolvenzrisiken	16
3.5 Handels- und bankaufsichtsrechtliche Aspekte.....	17
3.6 Systematisierung von Sicherungskonstruktionen	18
3.6.1 Sicherungen durch den Forderungsverkäufer.....	18
3.6.2 Sicherungen in der Emissionsstruktur.....	19
3.6.3 Sicherungszusagen Dritter.....	20
3.7 Rating von ABS-Emissionen.....	22
3.8 Anforderungen an die zu verbrieften Vermögenswerte.....	24
3.9 Beispiel anhand der Emission der Asset Backed Securities Corporation, Series I.....	26

	50
5.1.2 <i>Asset Backed Securities versus Factoring und Forfaitierung</i>	53
5.2 Stand der ABS-Finanzierung in Deutschland.....	54
5.3 Perspektiven der ABS-Finanzierung in Deutschland	57
6 ZUSAMMENFASSENDER SCHLUßBETRACHTUNG	60
7 LITERATURVERZEICHNIS	63

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Anteil bestimmter Assetarten als Unterlage in öffentlich platzierten Non-Mortgage-ABS in den USA (1993)	8
Abbildung 2: Öffentliche und private ABS-Anleihe-Emissionen in den USA	9
Abbildung 3: Strukturskizze einer ABS-Finanzierung.....	11
Abbildung 4: Struktur der nicht durch den Originator bereitgestellten Sicherungsformen bei den in den USA platzierten ABS im Jahr 1992	22
Abbildung 5: Aufbau der Asset Backed Securities Corporation, Series 1-Emission	28
Abbildung 6: Zahlungsstruktur in der Asset Backed Securities Corporation, Series 1-Emission	29
Abbildung 7: Kostenvergleich der ABSC-Emission gegenüber einer bilanzwirksamen Finanzierung durch GMAC am 14. Oktober 1986.....	33

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Beispiele der Verbriefung bestimmter Vermögenswerte von öffentlich platzierten Non-Mortgage-ABS in den USA	8
Tabelle 2: Differenzierung der bekanntesten Rating Skalen.....	24

Abkürzungsverzeichnis

ABCP	Asset Backed Commercial Paper
ABS	Asset Backed Securities
ABSC	Asset Backed Securities Corporation
AG	Aktiengesellschaft
BAK	Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen
BIS	Bank für internationalen Zahlungsausgleich / Bank for International Settlement
B.V.	Gesellschaft mit beschränkter Haftung niederländischen Rechts
bp	Basispunkte
bzw.	beziehungsweise
c. p.	ceteris paribus
ca.	circa
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CARDS	Certificates for Amortizing Revolving Debt
CARS	Certificates for Automobile Receivables
CMO	Collateralized Mortgage Obligation
CP	Commercial Paper
d. h.	das heißt
DM	Deutsche Mark
e. V.	eingetragener Verein
EK	Eigenkapital
EDV	Elektronische Datenverarbeitung
ESC	European Securitization Company
etc.	et cetera
FASB	Federal Accounting Standards Board
FED	Federal Reserve Bank
FHLMC	Federal Home Loan Mortgage Corporation
FNMA	Federal National Mortgage Association
GAAP	General Accepted Accounting Principles
GIC	Guaranteed Investment Contract
GMAC	General Motor Acceptance Company
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GNMA	Governmental National Mortgage Association
H.	Heft
Hrsg.	Herausgeber
HypBG	Hypothekbankgesetz
i. e. S.	im engeren Sinne
Jg.	Jahrgang
KWG	Kreditwesengesetz
L/C	Letter of Credit
Lfz.	Laufzeit
LPFC	Limited Purpose Finance Corporation
MBS	Mortgage Backed Securities
Mio	Million(en)
Mrd	Milliarde(n)
o. V.	ohne Verfasser
p. a.	per annum
RAP	Regulatory Accounting Principles

Rheinhyp AG	Rheinische Hypothekenbank AG
ROI	Return on Investment
S.	Seite
S & L	Saving and Loan Association
S & P's	Standard and Poor's
SPV	Special Purpose Vehicle
TDM	Tausend Deutsche Mark
u. a.	unter anderem
US-\$	United States Dollar
USA	United States of America
vgl.	vergleiche
z. B.	Beispiel

1 Einleitung

Seit Anfang der achtziger Jahre ist an den internationalen Finanzmärkten ein beachtenswerter Trend zur Substitution der klassischen Buchkreditfinanzierung durch die Begebung eigener Wertpapiere - also der Verbriefung von Finanzierungen („*Securitization*“)¹ - zu beobachten. Die Verlagerung der Unternehmensfinanzierung zugunsten der Geld- und Kapitalmärkte hat folgende Ursachen. Einerseits kam es aufgrund der internationalen Verschuldungskrise zu einer Finanzknappheit und somit zu einem stärkeren Wettbewerb um gute Schuldner. Andererseits erleichterten die zunehmende Deregulierung und Liberalisierung der internationalen Finanzmärkte sowie der technische Fortschritt bezüglich der Informations- und Kommunikationsmöglichkeiten die Inanspruchnahme der Geld- und Kapitalmärkte. Die verstärkte Emission eigener Wertpapiere führte zu einer Verdrängung der Kreditfinanzierung durch Banken, was als Disintermediation bezeichnet wird.

Innerhalb der Tendenz zur *Securitization* gibt es zwei Erscheinungsformen. Zum einen findet die Substitution der Kreditfinanzierung durch die Wertpapierfinanzierung mittels eigener emittierter Schuldverschreibungen statt. Zum anderen werden bereits bestehende Finanzaktiva als Wertpapiere verbrieft. Die daraus entwickelten Wertpapiere werden als *Asset Backed Securities* bezeichnet.

Ziel dieser Arbeit ist es, das Finanzierungsinstrument *Asset Backed Securities* eingehend zu analysieren und mögliche ökonomische Vorteile gegenüber traditionellen Finanzierungsarten herauszuarbeiten. Im zweiten Kapitel wird der Begriff *Asset Backed Securities* definiert und die Grundidee dieser Finanzierungsalternative dargestellt. Ein Überblick über die Entstehungsgründe und ein historischer Überblick folgen im Anschluß.

Im dritten Kapitel werden die Konstruktionsmerkmale dieser Finanzierung beschrieben und analysiert, wobei überwiegend die Grundlagen der US-amerikanischen Rechtsordnung und Finanzierungspraxis berücksichtigt werden. Um die komplexen Strukturen von *Asset Backed Securities* zu verdeutlichen, wird anschließend eine Emission aus den Vereinigten Staaten dargestellt.

Die Analyse der Vor- und Nachteile aus einer Finanzierung mittels *Asset Backed Securities* gegenüber Finanzierungen bei einheitlicher Vermögensmasse erfolgt im vierten Kapitel, wobei der Schwerpunkt der Diskussion auf potentiellen ökonomischen Vorteilen liegt. Diese werden sowohl für den Standpunkt des Initiators der Finanzierung als auch für den der Investoren analysiert. Zusätzlich werden besondere Vorteile für Kreditinstitute und schließlich gesamtwirtschaftliche Aspekte dieser Finanzierungsalternative untersucht.

Im fünften Kapitel wird der derzeitige Stand von *Asset Backed Securities* in Deutschland analysiert. Es erfolgt ein Vergleich mit den bereits vorhandenen Finanzinstrumenten Pfandbrief, Factoring und Forfaitie-

¹ In Anlehnung an das englische Wort für Wertpapier (*Securities*), wird die Verbriefung von Finanzierungen „*Securitization*“ genannt. Im folgenden werden die Begriffe *Securitization* und Verbriefung synonym verwendet. Vgl. Ohl, H.-P. (1994), S. 1.

rung. Insbesondere soll untersucht werden, warum im Gegensatz zu den USA, wo schon ausgeprägte Sekundärmärkte für Asset Backed Securities existieren, in der Bundesrepublik nur bescheidene Anfänge dieser Finanzierungsalternative zu verzeichnen sind. Abschließend wird versucht, die Perspektiven und mögliche Entwicklungspotentiale von Asset Backed Securities auf dem deutschen Kapitalmarkt aufzuzeigen.

Die Arbeit schließt mit einer Zusammenfassung der Ergebnisse der vorhergehenden Analysen und einem Ausblick auf die zukünftige Relevanz von Asset Backed Securities als Finanzierungsalternative für Unternehmen.

2 Definition und Entwicklung von Asset Backed Securities

2.1 Definition und Grundidee der Finanzierung mittels Asset Backed Securities

Asset Backed Securities, abgekürzt ABS, bedeutet im wörtlichen Sinn „durch Aktiva gedeckte Wertpapiere“². Eine weitere treffende Übersetzung ist „forderungsgestützte Wertpapiere“ beziehungsweise „forderungsgestützte Verbriefung“³.

Bei der Finanzierung mittels einer ABS-Transaktion wird ein diversifizierter Pool von Vermögenswerten⁴, insbesondere solcher, die einen regelmäßigen Zahlungsstrom generieren, verselbständigt. Eine ausschließlich zu diesem Zweck gegründete Gesellschaft kauft die Finanzaktiva an und refinanziert sich durch die Ausgabe von „durch Aktiva gedeckten“ (asset backed) Wertpapieren.⁵ Ziel ist es, vorzeitig liquide Finanzmittel aus nicht im Produktionsprozeß gebundenen Finanzaktiva zu erhalten und die darin enthaltenen Bonitätsrisiken aus der Bilanz des Assetverkäufers auszugliedern.⁶ Die Zahlungsansprüche der Investoren werden aus den Cash Flows der zugrundeliegenden Assets bedient und nicht aus dem allgemeinen Cash Flow des Forderungsverkäufers, auch Originator genannt. Für die Bonitätseinstufung der ABS sind demnach in allererster Linie die Ertragskraft und Werthaltigkeit der zugrundeliegenden Vermögenswerte relevant und nicht die Kreditwürdigkeit des Originators selbst.

Als Finanzaktiva kommen insbesondere Forderungen in Betracht, da diese in der Regel einen Cash Flow generieren. In der US-amerikanischen Literatur wird häufig zwischen „Mortgage Backed Securities“ (MBS) - durch Hypothekenforderungen unterlegte Wertpapiere - und „Asset Backed Securities“ unterschieden. In diesem Fall werden alle Nicht-Hypothekenforderungen unter dem Begriff ABS subsumiert. Die in dieser Arbeit verwendete Definition geht jedoch davon aus, daß es sich bei Hypothekenkrediten auch um Vermögenswerte - also „Assets“ - handelt, und somit der Begriff Asset Backed Securities als Oberbegriff zu verwenden ist und nur zwischen „Mortgage“- und „Non-Mortgage“- Assets zu unterscheiden ist.⁷ Desweiteren werden in dieser Arbeit die in den USA emittierten „Asset Backed Bonds“ ausgeklammert, da diese Anleihen zwar ebenfalls durch einen Pool von Vermögenswerten besichert sind, allerdings der materielle Zusammenhang zwischen dem Cash Flow des Assetpools und dem der Asset Backed Bonds fehlt.

² Böhmer, M. (1996), S. 17.

³ Früh, A. (1995), S. 105.

⁴ In dieser Arbeit werden die Begriffe Vermögenswerte, Assets und Finanzaktiva synonym verwendet.

⁵ Vgl. Paul, S. (1994), S. 119.

⁶ Vgl. Ohl, H.-P. (1994), S. 21-23.

⁷ Vgl. zu dieser Unterscheidung Arbeitskreis „Finanzierung“ der Schmalenbach-Gesellschaft - Deutsche Gesellschaft für Betriebswirtschaft e. V. (1992), S. 498; Jeanneau, S. (1996), S. 36; Pavel, C. (1986), S. 16-22 und Willburger, A. (1997), S. 3.

Außerdem verbleiben die Forderungen im Eigentum des ursprünglichen Besitzers, womit keine rechtliche Verselbständigung der zur Sicherheit dienenden Forderungen gegeben ist.⁸

ABS-Finanzierungen sind besonders aus zwei Gründen ökonomisch vorteilhaft: Erstens lassen sich dadurch die Kapitalkosten reduzieren und zweitens ermöglichen ABS eine größere Risikotransparenz und eine bessere Risikoallokation am Kapitalmarkt. Die Möglichkeit, die Kapitalkosten zu reduzieren, ergibt sich zum einen durch die sich bietende Finanzierung außerhalb der Bilanz des Originators (off-balance-sheet-Finanzierung) sowie durch die vorzeitige Monetarisierung von Bilanzaktiva, wodurch der Forderungsverkäufer Eigenkapital einsparen und zusätzliche Liquidität erhalten kann. Zum anderen gelingt es diesem in der Regel, durch geeignete Strukturierung der ABS-Transaktion eine bessere Bonitätseinstufung (Rating) und somit kostengünstigere Refinanzierung für die ABS-Emission zu erreichen als für eine Platzierung unter eigenem Namen.⁹ Die größere Risikotransparenz sowie die bessere Risikoallokation werden erreicht, indem die Risiken marktmäßig bewertet und auf die Beteiligten einer ABS-Finanzierung aufgeteilt werden. Nur diejenigen übernehmen die Risiken, die sie am besten abschätzen und aufnehmen können.¹⁰

Die Neuartigkeit dieses Finanzinstrumentes besteht somit in einer geänderten Risikoaufteilung und -begrenzung gegenüber traditionellen Finanzierungen. Dabei trägt nämlich der Forderungsinhaber, z. B. ein Kreditinstitut, aufgrund der Gewährung von Krediten sämtliche Risiken bezüglich einer Zahlungsverzögerung, eines Zahlungsausfalls und einer Zinsänderung.¹¹ Zur Übernahme dieser Risiken müssen beim kapitalgebenden Unternehmen entsprechende Eigenkapitalmittel vorhanden sein, deren Haltung sehr kostspielig ist.¹² Operiert das kreditgewährende Unternehmen bereits an der Untergrenze einer definierten Eigenkapitalquote, so muß dieses bei Einräumung eines neuen Kredites, also bei Erhöhung seiner Aktiva, c. p. zusätzliches Eigenkapital aufnehmen, um diese Untergrenze beizubehalten.

Die Eigenkapitalquote wird bei Industrieunternehmen u. a. durch die Erwartungen des Kapitalmarktes definiert und bei Kreditinstituten beispielsweise aufsichtsrechtlich determiniert. Im letzteren Fall müssen Banken gemäß der seit 1993 gültigen Bestimmungen ihre risikogewichteten Aktiva mit 8% des Eigenkapitals unterlegen. Dabei dient dieses Eigenkapital als „Auffanglinie“, zum einen für die oben erwähnten Risiken aus den einzelnen Krediten und zum anderen für die anteilige Abdeckung allgemeiner Geschäftsrisiken, wie z. B. des Managementrisikos.¹³ Allerdings ist es offensichtlich ineffizient, eine Eigenkapitalquote von 8% bereitzuhalten, wenn die historisch belegte Ausfallquote aufgrund von Zahlungsverzögerungen und -ausfällen z. B. nur einen Umfang von 1-2% einnimmt und es zu einer Übersicherung der tatsächlich vor-

⁸ Vgl. Meiswinkel, C. (1989), S. 1-2 und Paul, S. (1994), S. 120.

⁹ Vgl. Eisenächer, B. (1994), S. 9-11 und Paul, S. (1994), S. 118-121.

¹⁰ Vgl. Rosenthal, J./Ocampo, J. (1988), S. 8-12.

¹¹ Vgl. Arbeitskreis „Finanzierung“ der Schmalenbach-Gesellschaft - Deutsche Gesellschaft für Betriebswirtschaft e. V. (1992), S. 496-497.

¹² *Rosenthal/Ocampo* beziffern die Kosten für das Halten von Eigenkapital auf 25% p. a. vor Steuern, wohingegen die Aufnahme von Fremdkapital zu 6,5% p. a. möglich ist. Allerdings beziehen sich ihre Berechnungen auf die USA im Jahre 1988. Vgl. Rosenthal, J./Ocampo, J. (1988), S. 6-7.

¹³ Vgl. Paul, S. (1994), S. 118-121.

handenen Risiken kommt. Daher schlagen die Befürworter von ABS-Transaktionen den Verkauf bestimmter Forderungen aus der Bilanz vor, um somit das vorhandene Eigenkapital eines Unternehmens effektiver zu nutzen.

Die Emission von ABS wird inhaltlich dem Komplex der „objektgestützten Finanzierung“ zugeordnet.¹⁴ Zu diesem Bereich zählen u. a. das Factoring und die Forfaitierung.¹⁵ Die Abwicklung einer Transaktion erfolgt entweder durch Sicherungsübereignung bzw. Abtretung (Zession) oder Verkauf von Assets. Die Finanzmittelbeschaffung eines Unternehmens erfolgt in diesen Fällen unter Rückgriff respektive Verkauf geeigneter Vermögenswerte, ohne daß die Bonität der Unternehmung selbst relevant ist. Der Geldgeber kann bei objektgestützten Finanzierungen nur sehr begrenzt durch Aktionen des Geldnehmers, wie z. B. riskante Investitionen und übermäßige Verschuldung, gefährdet werden, da sich die Kreditwürdigkeit der Transaktion allein auf die Werthaltigkeit und Ertragskraft der Vermögenswerte stützt. Dadurch sind eindeutige Parallelen der ABS-Finanzierung zur objektgestützten Finanzierung ersichtlich. Allerdings nehmen ABS hier eine Sonderstellung ein, weil sie durch die wertpapiermäßige Verbriefung von infungiblen Zahlungsansprüchen einen Anschluß an die Geld- und Kapitalmärkte herstellen. Auf diese Weise wird für nicht oder nur schwer handelbare Forderungen eine hohe Fungibilität über einen Sekundärmarkt erreicht.¹⁶

Schließlich stellt sich die Frage, inwieweit es sich bei den hier betrachteten Asset Backed Securities um Finanzmarktinnovationen handelt. Eine Definition für eine Innovationen beruht auf dem Prinzip der ökonomischen Rationalität (Minimal- bzw. Maximalprinzip), wonach ABS im Zusammenhang mit der Securitization einen ökonomischen Vorteil bieten müssen, um als Finanzmarktinnovation gelten zu können.¹⁷ Aufgrund der vorzeitigen Liquidation von Aktiva, der zu erwartenden Einsparung von Kapitalkosten und der verbesserten Risikotransformation sind ABS daher als Finanzmarktinnovation einzustufen. *Eilenberger* ordnet Asset Backed Securities in die Kategorie der „Finanzmarkt-Segmentinnovationen“ ein, da es sich seiner Meinung nach nur um Modifikationen bzw. Erweiterungen schon bereits bestehender Finanzmärkte (Geld-, Kredit- und Kapitalmarkt) handelt.¹⁸

2.2 Entstehungsgründe und Entwicklungsstadien in den USA

Die Verbriefung von nicht oder nur schwer handelbaren Vermögenswerten hat ihren Ursprung in den USA. Anfang der siebziger Jahre wurden Hypothekendarlehen (Mortgages), die durch Verpfändung von

¹⁴ Vgl. Benner, W. (1988), S. 409-411 und Arbeitskreis „Finanzierung“ der Schmalenbach-Gesellschaft - Deutsche Gesellschaft für Betriebswirtschaft e. V. (1992), S. 498.

¹⁵ Zu einer weiterführenden Erläuterung dieses Themenkomplexes siehe auch Kapitel 5.1.2.

¹⁶ Vgl. Benner, W. (1988), S. 410.

¹⁷ Vgl. Ohl, H.-P. (1994), S. 16.

¹⁸ Vgl. Eilenberger, G. (1991), S. 811-813.

Grundstücken besichert waren, erstmals für den Verbriefungsprozeß genutzt.¹⁹ Auf diese Weise entstanden die ersten Mortgage Backed Securities - kurz MBS.

Die Gründe für die Entstehung der MBS sind auf die Besonderheiten des amerikanischen Kapitalmarktes zurückzuführen. Zum einen wurde 1933 mit dem *Glass-Steagall-Act* im Rahmen des Banking Acts das Trennbankensystem eingeführt. Das Einlagen- und Kreditgeschäft wurde den Commercial Banks und Thrift Institutions²⁰ zugeordnet, während das Emissions- und Wertpapiergeschäft den Investmentbanken übertragen wurde. Die Ertragsmöglichkeiten des jeweils anderen Geschäftsbereiches blieben den beiden Bankentypen somit verwehrt.²¹ Zum anderen beschränkte die Einführung des *McFadden Act* 1934 die Geschäftstätigkeit der Banken auf den Bundesstaat, in dem sie ihren jeweiligen Hauptsitz hatten. Mit dieser geographischen Einschränkung des Geschäftsangebotes wurde ein Kapitalausgleich zwischen Regionen mit Kapitalüberschußnachfrage und solchen mit Kapitalüberschußangebot verhindert. Diese Situation führte insbesondere bei den sparkassenähnlichen Thrift Institutions, die Hauptträger des privaten Hypothekengeschäftes sind, aufgrund des Baubooms im Westen der USA und der geringen Nachfrage nach Hypothekenkrediten im Osten zu einem massiven Ungleichgewicht im Finanzmittelkreislauf.²²

Eine weitere Besonderheit des amerikanischen Hypothekenmarktes ist die übliche Festzinsvereinbarung über die gesamte Laufzeit des Kredites, die in der Regel 30 Jahre beträgt. Die Refinanzierung der Thrift Institutions erfolgte hingegen durch kurzfristige Einlagen. Dies ging so lange gut, wie die Zinsentwicklung relativ stabil war. Unterstützt wurde diese Stabilität durch die *Regulation Q*, die es der Federal Reserve Bank (FED) gestattete, Zinsobergrenzen für das Einlagengeschäft zu bestimmen.²³ Dieses Fristentransformationssystem brach Mitte der 60er Jahre und erneut Ende der 70er Jahre aufgrund eines starken Anstiegs des Zinsniveaus zusammen. Die völlige Freigabe der Einlagenzinsen durch den *Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act* von 1980 führte aufgrund des nun vorhandenen Zinsänderungsrisikos bei den Thrift Institutions zu massiven Verlusten. Die Schaffung eines Sekundärmarktes für Hypothekenkredite war also geboten, um für den nötigen Kapitalausgleich und eine Übertragung der Bonitäts- und Zinsänderungsrisiken zu sorgen.²⁴

Eine entscheidende Rolle beim Aufbau dieses Sekundärmarktes spielten staatliche Agenturen. Die *Governmental National Mortgage Association* (GNMA)²⁵ führte 1970 die erste Verbriefung von Hypothekenkrediten durch. Privaten Hypothekenanbietern wurde es ermöglicht, neu gewährte Hypothekendarlehen mit gleicher Laufzeit, gleichem Zins und gleicher Herkunftsregion zu einem Pool zu bündeln und darauf Wertpapiere zu emittieren, die durch diese Hypotheken gedeckt waren. Die Struktur der Zahlungsströme

¹⁹ Vgl. Paul, S. (1994), S. 121-123 und Ohl, H.-P. (1994), S. 23-31.

²⁰ Unter diesem Begriff werden Savings & Loan Associations (S&Ls), Mutual Banks und Credit Unions zusammengefaßt. Vgl. Auerbach, R. (1988), S. 67-101.

²¹ Vgl. Meiswinkel, C. (1989), S. 19.

²² Vgl. Ohl, H.-P. (1994), S. 28-30.

²³ Vgl. Auerbach, R. (1988), S. 71.

²⁴ Vgl. Paul, S. (1994), S. 121-122.

²⁵ Die GNMA - auch „Ginnie Mae“ genannt - wurde 1968 als staatliche Institution geschaffen.

wurde so gewählt, daß die Cash Flows aus den Hypothekendarlehen (Zinsen und Tilgungen) direkt an die Investoren weitergeleitet wurden (sogenannte Pass-Through-Konstruktion²⁶). Die GNMA versah diese Papiere mit einer Staatsgarantie für die Zins- und Tilgungszahlungen.²⁷ Desweiteren traten auf diesem Markt zwei quasi-staatliche Agenturen auf. Eine davon ist die *Federal National Mortgage Association* (FNMA)²⁸, die das erste Mal 1981 als Emittentin von MBS auftrat. Die andere ist die *Federal Home Loan Mortgage Corporation* (FHLMC)²⁹, die 1983 eine MBS-Transaktion entwickelte, bei der als Neuerung ein Management der Zahlungsströme stattfand (sogenannte Pay-Through-Konstruktion³⁰).

Erst diese innovative Konstruktion einer MBS-Emission, die als „Collateralized Mortgage Obligation“ (CMO) bezeichnet wird, ebnete den Weg für einen breiten Sekundärmarkt von Hypothekendarlehen, da CMOs die Unsicherheit vorzeitiger Kredittilgungen durch entsprechendes Zahlungsstrommanagement reduzieren und auf diese Weise ein größerer Investorenkreis für diese Wertpapiere gewonnen werden konnte.³¹

Im Jahre 1985 war die Technik der Verbriefung von Finanzaktiva im Realkreditbereich so weit entwickelt, daß sie erstmalig mit Non-Mortgage-Assets durchgeführt werden konnte. Bis zu diesem Zeitpunkt bestand wegen mangelnder Standardisierung der Forderungen und wegen der fehlenden staatlichen Gewährleistung keine Möglichkeit der öffentlichen Plazierung dieser Asset Backed Securities.³² Die staatlichen Sicherungsgarantien wurden bei diesen Transaktionen durch private Gewährleistungen (Credit Enhancements) substituiert.³³

Neben dieser ersten Transaktion, der Computerleasing-Forderungen zugrunde lagen, wurden in den Folgejahren diverse neue ABS entwickelt, die insbesondere auf Forderungen aus Anschaffungs- und Konsumenkrediten beruhten. *Tabelle 1* gibt einen kurzen Überblick über die wichtigsten Verbriefungen von Vermögenswerten in den USA.

²⁶ Siehe auch Kapitel 3.3.1.

²⁷ Vgl. Böhmer, M. (1996), S. 19.

²⁸ Die FNMA - auch „Fannie Mae“ genannt - wurde 1938 als staatliches Unternehmen gegründet und 1968 in eine privatwirtschaftliche Aktiengesellschaft - allerdings mit staatlicher Konzession - umgewandelt.

²⁹ Die FHLMC - entsprechend der Tradition auch „Freddie Mac“ genannt - wurde 1970 als Aktiengesellschaft gegründet, gehört den 12 Federal Home Loan Banks und hat somit auch quasi-staatlichen Charakter.

³⁰ Zur genaueren Diskussion darüber siehe Kapitel 3.3.2.

³¹ Vgl. Paul, S. (1994), S. 122-123.

³² Allerdings wurde bereits 1983 die erste ABS-Transaktion, die nicht durch Hypothekenkredite unterlegt war, im Rahmen einer Privatplazierung durchgeführt. Vgl. Ohl, H.-P. (1994), S. 23.

³³ Vgl. Rosenthal, J./Ocampo, J. (1988), S. 40-41.

03/85	Forderungen aus Computerleasing
05/85	Forderungen aus Automobilfinanzierungen
01/87	Kreditkartenforderungen
06/87	Forderungen aus LKW-Finanzierungen
09/87	Handelsforderungen, Junk Bonds, Forderungen aus Flugzeugleasing
10/87	Forderungen aus Automobilleasing
11/87	Forderungen aus ungesicherten Konsumentenkrediten
01/89	Home Equity Loans ³⁴

Tabelle 1: Beispiele der Verbriefung bestimmter Vermögenswerte von öffentlich platzierten Non-Mortgage-ABS in den USA (Datum der Erstemission)³⁵

So wurden in wenigen Jahren die noch heute dominierenden ABS-Grundstrukturen entwickelt. Wegweisend waren in diesem Zusammenhang die Konstruktionen der Investmentbank Salomon Brothers mit ihren plastischen Namen CARS (Certificates for Automobile Receivables) und CARDS (Certificates for Amortizing Revolving Debt). Diese Verbriefung von Automobilfinanzierungen und Kreditkartenforderungen beherrschen heute mit einem Marktanteil von über 70% den US-amerikanischen ABS-Markt, wie aus *Abbildung 1* ersichtlich ist. Forderungsverkäufer sind entsprechend der verwendeten Aktiva in der Regel Finanzierungsgesellschaften US-amerikanischer Automobilproduzenten sowie Kreditinstitute und Nichtbanken, die Kreditkarten ausgeben.³⁶

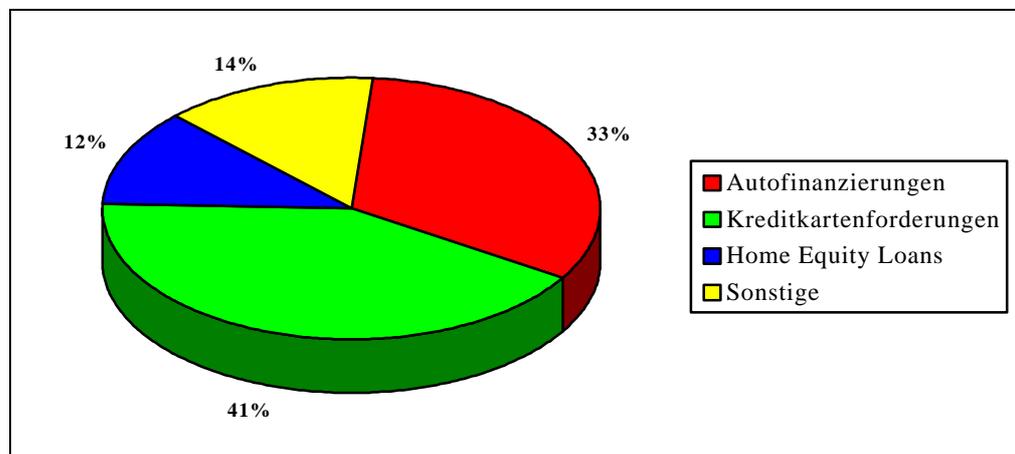


Abbildung 1: Anteil bestimmter Assetarten als Grundlage in öffentlich platzierten Non-Mortgage-ABS in den USA (1993)³⁷

³⁴ Bei Home Equity Loans handelt es sich um durch „second mortgages“ besicherte Kreditlinien, die vergleichbar sind mit Krediten, die durch nachrangige Grundschulden besichert sind. Diese werden allerdings aufgrund der US-Einkommensteuer von den Konsumenten als Substitut für Kreditkartenkonten benutzt und fallen somit nicht unter die Kategorie MBS.

³⁵ Modifiziert entnommen aus: Paul, S. (1994), S. 125.

³⁶ Vgl. Paul, S. (1994), S. 128.

³⁷ Entnommen aus: Paul, S. (1994), S. 127.

Eine weitere Entwicklungsstufe im Vertriebsprozeß stellen Asset Backed Commercial Papers (ABCP) dar. Als zugrundeliegende Vermögenswerte kommen hier insbesondere kurzfristige Forderungen in Betracht, wie z. B. Handelsforderungen, Kreditkartenkonten und je nach Standardisierungsgrad auch Unternehmensfinanzierungen.³⁸ Die Refinanzierung erfolgt bei den ABCP - wie der Name schon sagt - über Commercial Papers, die im Regelfall eine Laufzeit von einem bis maximal neun Monaten haben.

Abbildung 2 zeigt die Entwicklung der Emissionen von Mortgage- und Non-Mortgage Backed Securities-Anleihen von 1985 bis 1996. Die Zeitreihe verdeutlicht das immense Wachstum des amerikanischen ABS-Marktes in den letzten zwölf Jahren. Unterstützt wurde diese Entwicklung auch durch die Tatsache, daß sich der Anteil durch MBS refinanzierter privater Hypothekenkredite mit 26% im Jahr 1985 und ca. 50% in 1996 nahezu verdoppelt hat.³⁹ Der vorübergehende Rückgang der Emissionen von ABS-Anleihen ist zum einen auf das starke Anwachsen des Marktes für Asset Backed Commercial Papers und zum anderen auf eine abgeschwächte Entwicklung der privaten Bautätigkeit und somit eine geringere Nachfrage nach Hypothekenkrediten zurückzuführen.⁴⁰ Der wachsende Anteil von Non-Mortgage-ABS begründet sich in einer zunehmenden Standardisierung und damit breiteren Nutzung von ABS-Produkten. Desweiteren werden neue Transaktionen mit immer exotischeren Assets auf den Markt gebracht, wie z. B. Versicherungsprämien, Krankenkassenbeiträge („health care receivables“), Einnahmen aus der Erdöl- und Erdgasproduktion, etc..

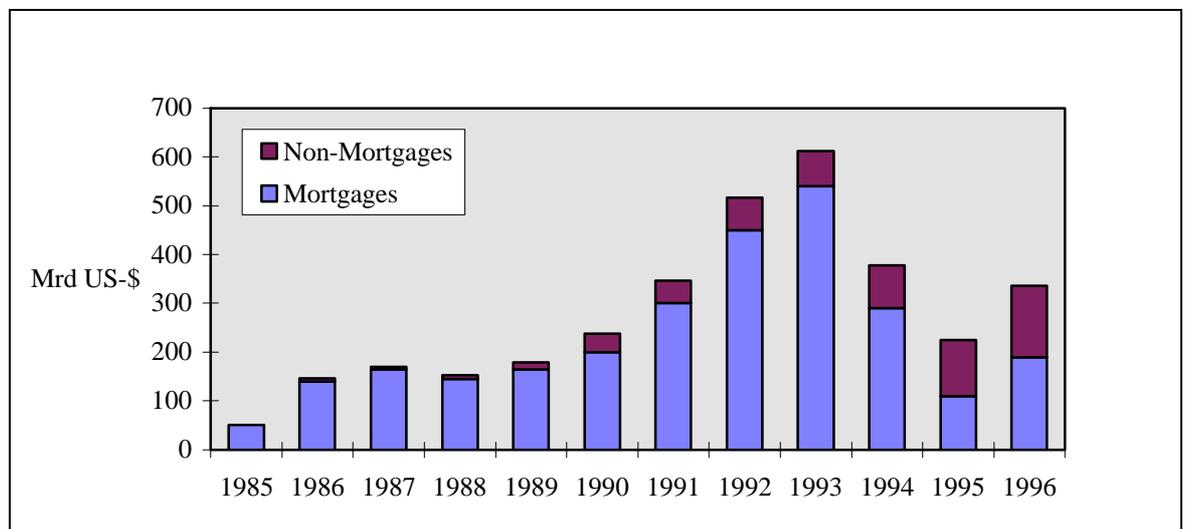


Abbildung 2: Öffentliche und private ABS-Anleihe-Emissionen in den USA⁴¹

³⁸ Vgl. Paul, S. (1994), S. 128-129.

³⁹ Vgl. Paul, S. (1994), S. 123 und Jeanneau, S. (1996), S. 41.

⁴⁰ Vgl. Homa, L. (1995), S. 1-2 und Cotroneo, J. (1996), S. 1-5.

⁴¹ Entnommen aus: Jeanneau, S. (1996), S. 41, (Quelle: Duff und Phelps, Salomon Brothers und BIZ).

Es ist festzustellen, daß die Entstehung des US-amerikanischen ABS-Marktes aufgrund spezieller Regulierungen und Besonderheiten des dortigen Finanzsystems ermöglicht und begünstigt wurde. Die expansive Entwicklung in den Folgejahren ist auf die besseren Kenntnisse über diese Produkte und die guten Erfahrungen der Initiatoren und Investoren mit diesen Emissionen zu begründen. Durch die stetige Weiterentwicklung von Asset Backed Securities ist ein innovatives und zukunftsgerichtetes Finanzinstrument geschaffen worden, dessen Konstruktionselemente im nächsten Abschnitt detailliert erläutert werden sollen.

3 Konstruktionselemente von Asset Backed Securities

3.1 Überblick anhand einer Strukturskizze

Aufgrund der Tatsache, daß Emissionen von Asset Backed Securities eine vergleichsweise große Heterogenität der Strukturen aufweisen, soll an dieser Stelle anhand von *Abbildung 3* ein Überblick über die verwendeten Instrumente sowie die Beteiligten und deren Beziehungen zueinander gegeben werden. Im weiteren Verlauf dieses Kapitels werden die wichtigsten Einzelaspekte von ABS-Strukturen näher erläutert.

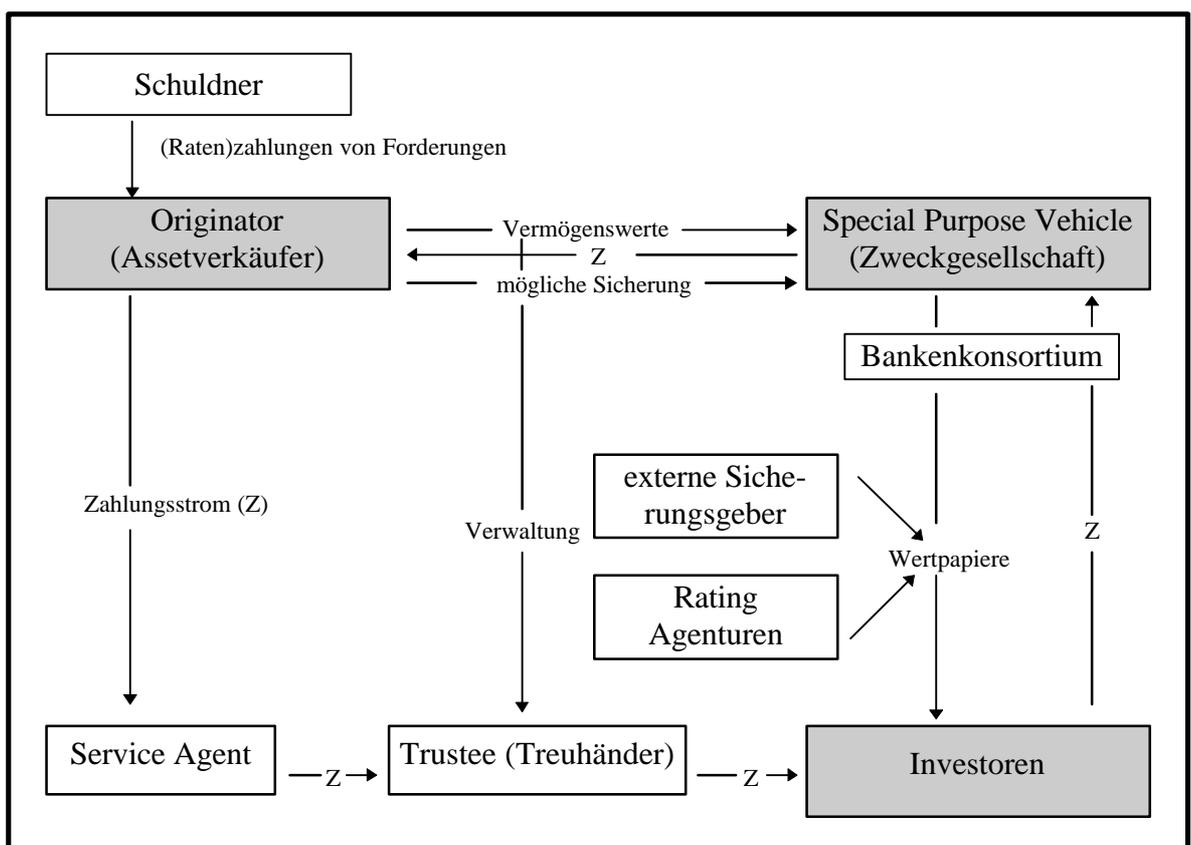


Abbildung 3: Strukturskizze einer ABS-Finanzierung⁴²

Den Mittelpunkt der ABS-Finanzierung bildet das Beziehungsdreieck Originator (Assetverkäufer) - Special Purpose Vehicle (Zweckgesellschaft) - Investoren.⁴³ Der Verbriefungsprozeß wird durch ein Industrie- bzw. Finanzierungsunternehmen oder ein Kreditinstitut initiiert, das Forderungen an eine Zweckgesellschaft verkauft. Im Gegenzug erhält der Forderungsveräußerer einen festen Geldbetrag gutgeschrieben. Die Zweckgesellschaft restrukturiert die Zahlungsansprüche durch Verbriefung in einer Emission von Asset

⁴² Modifiziert entnommen aus: Paul, S. (1991), S. 25.

⁴³ Vgl. Paul, S. (1994), S. 130-133 und Arbeitskreis „Finanzierung“ der Schmalenbach-Gesellschaft - Deutsche Gesellschaft für Betriebswirtschaft e. V. (1992), S. 500.

Backed Securities, wobei der Pool von Forderungen als Haftungsmasse dient. Durch ein Bankenkonsortium werden daraufhin zur Refinanzierung des Forderungsankaufs Wertpapiere, nämlich die ABS, über den Kapitalmarkt bei Investoren plazierte. Diese Platzierung erfolgt entweder öffentlich über eine Börse oder mittels einer Privatplatzierung. Die Wertpapiere werden möglicherweise mit Sicherungen des Originators selbst oder mit Sicherungszusagen externer Dritter versehen.⁴⁴ Rating Agenturen prüfen den Originator, die zugrundeliegenden Forderungen sowie die wirtschaftliche und rechtliche Ausgestaltung der Emissionsstruktur, um für die Investoren eine objektive Qualitätseinstufung der Asset Backed Securities vorzunehmen, weil das Risiko dieser Wertpapiere aufgrund der Komplexität der Konstruktion in der Regel nur schwer einschätzbar ist.⁴⁵ Investoren erwerben die ABS und erhalten Zins- und Tilgungszahlungen aus den zugrundeliegenden Forderungen.

Die Zweckgesellschaft könnte prinzipiell die angekauften Forderungen selbst verwalten, d. h. das Inkasso der Zahlungseingänge durchführen. Da das SPV aber grundsätzlich nur zur Separation der Vermögenswerte vom Originator dient und aufgrund konkurs- und handelsrechtlicher Gegebenheiten gegründet wird, verfügt es in der Regel nicht über Personal und entsprechende Betriebsmittel. Aus diesem Grund wird der Forderungseinzug, wie z. B. die Debitorenbuchhaltung und das Mahnwesen, an einen Service Agent übertragen. In vielen Fällen übernimmt der Originator gegen eine Service Provision diese Aufgabe selbst. Der Service Agent hat auch die Weiterleitung der Cash Flows zu vereinbarten Terminen an den Treuhänder (Trustee) vorzunehmen.

Der Treuhänder ist dafür verantwortlich, die zur Sicherheit dienenden Vermögenswerte für die Investoren treuhänderisch zu verwalten. Desweiteren bedient er aus den Zins- und Tilgungszahlungen der zugrundeliegenden Forderungen die emittierten Wertpapiere gemäß deren Ausstattung (Hauptzahlstelle⁴⁶). Als Bindeglied zwischen SPV und Investoren ist der Trustee außerdem für die Verwertung der Forderungen und möglicher Sicherheiten im Insolvenzfall oder bei schwerwiegenden Zahlungsverzögerungen der ursprünglichen Kreditnehmer verantwortlich. Schließlich obliegt ihm die Prüfung der Berichte des Service Agent und in einigen Fällen die Reinvestition überschüssiger Cash Flows. Er ist somit der Sachverwalter der Investoren.⁴⁷

Im folgenden werden die relevanten Aspekte einer ABS-Finanzierung genauer untersucht.

⁴⁴ Ebenso werden die Wertpapiere mit Sicherungsmaßnahmen in der Emissionsstruktur selbst ausgestattet, worauf in Kapitel 3.6.2. detailliert eingegangen wird.

⁴⁵ Vgl. Ohl, H.-P. (1994), S. 22.

⁴⁶ Vgl. Paul, S. (1994), S. 132.

⁴⁷ Vgl. Arbeitskreis „Finanzierung“ der Schmalenbach-Gesellschaft - Deutsche Gesellschaft für Betriebswirtschaft e. V. (1992), S. 500-501.

3.2 Wahl der Rechtsform des Special Purpose Vehicle

Die Zweckgesellschaft, auch „Special Purpose Vehicle“ (SPV) genannt,⁴⁸ spielt in einer Asset Backed Securities-Transaktion eine zentrale Rolle, weil die Einschaltung eines SPV die strikte Trennung des Originators von den zu veräußernden Finanzaktiva bewirkt und auf diese Weise eine unabhängige Bewertung dieser Assets ermöglicht. Desweiteren ist die Geschäftstätigkeit des SPV auf den Ankauf von Vermögenswerten und der entsprechenden Refinanzierung über ABS-Emissionen beschränkt, um eine Loslösung von den allgemeinen Geschäftsrisiken des Forderungsverkäufers und des SPV selbst zu realisieren.⁴⁹

Das SPV wird entweder vom Originator selbst oder von einem Dritten gegründet. Als Kriterien für die rechtliche Ausgestaltung der Zweckgesellschaft gelten zum einen die rechtliche Selbstständigkeit und Akzeptanz am Kapitalmarkt sowie zum anderen die durch Einrichtung und Betrieb des SPV entstehenden Kosten.⁵⁰ Die Wahl der Rechtsform muß zudem sowohl die Interessen des Forderungsverkäufers als auch die Anforderungen und Wünsche der Investoren berücksichtigen, um eine wirtschaftlich erfolgreiche ABS-Emission durchführen zu können. Im folgenden werden die zwei gebräuchlichsten Rechtsformen für Zweckgesellschaften unter Berücksichtigung der US-amerikanischen Gesetzgebung vorgestellt.

3.2.1 Anteilszertifikatsstruktur (Trust)

Unter einer Anteilszertifikatsstruktur (Trust) ist ein rechtlich verselbständigtetes Sondervermögen zu verstehen, in das Vermögenswerte eingebracht werden, die wiederum von einem Treuhänder verwaltet werden. Ein *Grantor Trust* wird durch ein Rechtsgeschäft zwischen dem Originator und einem Trustee begründet. Dabei überträgt der Forderungsverkäufer das Eigentum an den Vermögenswerten gegen Zahlung eines Kaufpreises auf den Trustee, der wiederum Zertifikate des Grantor Trusts an Investoren veräußert, womit das Eigentum an den Assets anteilig auf die Investoren übergeht. Damit stellen diese Zertifikate Anteilscheine mit Risiko- bzw. Eigenkapitalcharakter dar.⁵¹ Dieses Sondervermögen genießt in den USA den Vorzug der Steuerbefreiung, da nicht der Trust an sich, sondern in diesem Fall die Eigentümer der Vermögenswerte - die Investoren - besteuert werden.⁵² Es wird hierbei auch von dem „Konzept der Leitungsröhre“ (Conduit)⁵³ gesprochen, da der Trust nur als Durchleitstelle zwischen Originator und Anlegern fungiert.

Das Privileg der Steuerbefreiung hat allerdings den Nachteil, daß der Trust keinerlei geschäftliche Aktivitäten durchführen darf. Es dürfen weder neue Assets hinzugekauft noch alte gegen neue ausgetauscht werden. Desweiteren darf nur eine einheitliche Klasse von Zertifikaten ausgegeben werden, da diese einheitli-

⁴⁸ In der Literatur werden u. a. auch die Begriffe „Special Purpose Company“ oder „Special Purpose Entity“ verwendet. Im folgenden werden die Begriffe „Zweckgesellschaft“, „Finanzierungsvehikel“ und SPV synonym verwendet.

⁴⁹ Vgl. Ohl, H.-P. (1994), S. 32.

⁵⁰ Vgl. Ohl, H.-P. (1994), S. 61.

⁵¹ Vgl. Ohl, H.-P. (1994), S. 62-69.

⁵² Vgl. Rosenthal, J./Ocampo, J. (1988), S. 47-54.

⁵³ Paul, S. (1994), S. 133-134.

ches Miteigentum an dem Trust verbriefen.⁵⁴ Die Passivität des Trusts und das Verbot von Zahlungsstrommanagement bedingen sich gegenseitig, wodurch bei dieser rechtlichen Konstruktion nur „Pass-Through-Strukturen“⁵⁵ genutzt werden können, also nur eine direkte Durchleitung der Cash Flows zu den Investoren stattfindet.

Im deutschen Recht ist eine dem Grantor Trust vergleichbare Rechtsform nicht vorhanden.⁵⁶ Als mögliche Alternative bietet sich daher in Deutschland eine Personenhandelsgesellschaft an, wie z. B. die Gesellschaft bürgerlichen Rechts, die Offene Handelsgesellschaft oder die Kommanditgesellschaft, wobei wegen mangelnder Praktikabilität dieser Gesellschaftsformen für den genannten Zweck auf eine nähere Erläuterung an dieser Stelle verzichtet wird.⁵⁷

3.2.2 Anleihestruktur (Corporation)

Als Alternative zum Grantor Trust bietet sich in den USA die Möglichkeit, die Zweckgesellschaft als *Limited Purpose Finance Corporation* (LPFC), also als Kapitalgesellschaft, zu gründen.⁵⁸ Der Ankauf der Vermögenswerte vom Originator funktioniert in ähnlicher Weise wie beim Grantor Trust. Im Unterschied dazu bleiben die Forderungen in diesem Fall im Eigentum der Corporation. Zur Refinanzierung werden Anleihen oder kurzfristige Schuldtitel, wie z. B. Commercial Papers, über das SPV emittiert. Die Investoren erwerben somit kein anteiliges Eigentum am Forderungspool, sondern schuldrechtliche Ansprüche gegen das SPV. Sie treten gegenüber der Zweckgesellschaft also als Fremdkapitalgeber auf.

Das Konzept der Anleihestruktur bietet den Vorteil einer flexiblen Gestaltungsmöglichkeit in Bezug auf die Umstrukturierung der Zahlungsströme. Der Originator kann über das SPV ein internes Zahlungs- und Zinsmanagement durchführen, um die Ausstattung der Asset Backed-Papiere an die Anlagebedürfnisse der Investoren anzupassen. Dazu gehört beispielsweise die Vereinbarung eines festen Planes von Zins- und Tilgungszahlungen, wodurch den Investoren das Risiko vorzeitiger Rückzahlungen der ursprünglichen Forderungsinhaber abgenommen wird. Außerdem können Wertpapiertranchen mit unterschiedlichen Laufzeiten oder Risikoausgestaltungen emittiert werden, womit sich der Kreis potentieller Investoren erhöht.⁵⁹

Die Flexibilität der Zweckgesellschaft hat allerdings den Nachteil, daß das SPV als selbständige Rechtseinheit der US-amerikanischen Einkommensteuer unterliegt. Zu versteuern sind die Einkünfte aus den Forderungen, die angekauft wurden. Ihnen stehen allerdings die Zinsverpflichtungen als steuerlicher Aufwand gegenüber, die das SPV an die Investoren der Wertpapiere zu entrichten hat. Diese Anrechnung wird nur gestattet, wenn die Zweckgesellschaft mit einem minimalen Eigenkapital ausgestattet ist, das in der Regel

⁵⁴ Vgl. Ohl, H.-P. (1994), S. 62.

⁵⁵ Siehe Kapitel 3.3.1.

⁵⁶ Vgl. Willburger, A. (1997), S. 16.

⁵⁷ Eine Darstellung der rechtlichen Aspekte für Personenhandelsgesellschaften findet sich bei Baums, T. (1993), S. 7-11 und Willburger, A. (1997), S. 18-42.

⁵⁸ Vgl. Paul, S. (1994), S. 134.

⁵⁹ Vgl. Ohl, H.-P. (1994), S. 70-73.

1% des Forderungsvolumens entspricht, und die Cash Flows aus den Forderungen bezüglich der zeitlichen Weiterleitung nicht mit denen der emittierten Wertpapiere übereinstimmen.⁶⁰

Bei der Verwendung eines SPV in der Rechtsform einer Corporation sind grundsätzlich sowohl Pass-Through- als auch Pay-Through-Konstruktionen⁶¹ möglich, wobei in der Regel letztere benutzt werden, um den Vorteil des flexiblen Zahlungsmanagements zu nutzen.

Aufgrund der gesellschaftsrechtlichen Flexibilität und der geringen Gründungskosten würde es sich in Deutschland anbieten, die Zweckgesellschaft als GmbH zu gründen. Bis zum heutigen Zeitpunkt gibt es allerdings keine ABS-Konstruktion, bei dem das SPV in Deutschland domiziliert ist, weshalb auf die äußerst ausführliche Diskussion dieses Themenkomplexes bei *Willburger* verwiesen wird.⁶²

3.3 Zahlungsstrommanagement

Wie im vorherigen Kapitel schon deutlich wurde, sind die Wahl der Rechtsform des SPV und die Entscheidung über die Form des Zahlungsstrommanagements eng miteinander verbunden. Unter Zahlungsstrommanagement versteht man die Art der Weiterleitung des durch den Pool von Forderungen generierten Cash Flows an die Investoren. Grundsätzlich sind die beiden Konstruktionen „Pass-Through“ und „Pay-Through“ für eine ABS-Transaktion möglich, die sich durch verschiedene Arten der Risikoverteilung zwischen Investoren und dem SPV unterscheiden.⁶³ Bei beiden Verfahren tragen die Investoren die Risiken des Zahlungsverzugs und -ausfalls. Das Risiko vorzeitiger Rückzahlungen der ursprünglichen Schuldner (Prepayment-Risiko) wird hingegen in unterschiedlicher Weise aufgeteilt. Die zwei Konstruktionen werden in den nächsten beiden Abschnitten genau erläutert.

3.3.1 Pass-Through-Konstruktion

Bei dem sogenannten Pass-Through-Verfahren werden die auf die veräußerten Assets eingehenden Zahlungen unter Abzug der entsprechenden Gebühren für den Treuhänder und den Service Agent direkt und unverändert an die Investoren weitergeleitet. In der Regel erfolgen die Zins- und Tilgungszahlungen auf monatlicher Basis, so daß auch die Wertpapiere der Investoren monatlich bedient werden.

Falls für die ursprünglichen Kreditnehmer die Möglichkeit besteht, ihre Darlehen vorzeitig zu tilgen, geht das Prepayment-Risiko auf die Investoren über.⁶⁴ Die tatsächliche Laufzeit kann also erheblich von der

⁶⁰ Vgl. Rosenthal, J./Ocampo, J. (1988), S. 56.

⁶¹ Siehe folgendes Kapitel.

⁶² Vgl. Willburger, A. (1997), S. 151-192.

⁶³ Vgl. Ohl, H.-P. (1994), S. 47.

⁶⁴ Diese Möglichkeit ist bei der Kreditvergabe im US-amerikanischen System durchweg gegeben.

geplanten Laufzeit der ABS-Papiere abweichen, wobei der Investor das Zinsänderungsrisiko zu tragen hat. Weil vorzeitige Tilgungen - insbesondere bei Hypothekenkrediten - zinsinduziert sind und es somit bei sinkendem Zinsniveau verstärkt zu Rückzahlungen aufgrund günstigerer Refinanzierungsmöglichkeiten kommt, hat der Anleger nicht nur unerwartet hohe Rückflüsse aus den Wertpapieren zu verzeichnen, sondern muß diese bei einem niedrigeren Zinsniveau reinvestieren.⁶⁵

Diese Zahlungsstruktur ist vorwiegend für eine Zweckgesellschaft in der Form eines Grantor Trusts geeignet. Da die Cash Flows direkt weitergeleitet werden müssen, ist es erforderlich, daß der Forderungspool eine große Homogenität der Zahlungstermine und Restlaufzeiten aufweist.⁶⁶

3.3.2 Pay-Through-Konstruktion

Beim Pay-Through-Verfahren hingegen werden die eingehenden Zahlungsströme zeitlich umstrukturiert. Es wird somit ein internes Zahlungs- und Zinsmanagement durch den Treuhänder durchgeführt, der für eine effektive Zwischenanlage der überwiegend monatlich zurückfließenden Gelder verantwortlich ist. Die Zins- und Tilgungszahlungen an die Eigentümer der ABS-Papiere erfolgen in der Regel anhand eines festen Zins- und Rückzahlungsplans, bei dem häufig viertel- oder halbjährliche Zahlungen vereinbart sind.⁶⁷

Auf diese Weise ist der Investor vom Prepayment- respektive Zinsänderungsrisiko befreit, da dieses vom Originator bzw. der Zweckgesellschaft übernommen wird. Allerdings verbleiben ihm weiterhin das Zahlungsverzögerungs- und insbesondere das Zahlungsausfallrisiko. Aufgrund der Übernahme des Prepayment-Risikos durch den Originator sind diese ABS-Wertpapiere in der Regel mit einem niedrigeren Zinskupon ausgestattet als vergleichbare Pass-Through-Konstruktionen.⁶⁸

Die Flexibilität der Zahlungsströme erlaubt es den Emittenten, die Ausstattung der Wertpapiere an die Bedürfnisse der Anleger anzupassen. Es können z. B. Papiere mit unterschiedlichen Laufzeiten oder verschiedener Risikostruktur angeboten werden, um damit den Kreis potentieller Investoren zu vergrößern.

Pay-Through-Konstruktionen sind nur im Zusammenhang mit der Rechtsform einer Corporation möglich, da das Zahlungsstrommanagement durch eine freie Ausgestaltung der emittierten Anleihen erreicht werden kann.

⁶⁵ Vgl. Ohl, H.-P. (1994), S. 47-52.

⁶⁶ Vgl. Böhmer, M. (1996), S. 23-24.

⁶⁷ Am Markt sind aber auch Konstruktionen mit variabler Verzinsung und Rückzahlung zu beobachten. Vgl. Paul, S. (1994), S. 141.

⁶⁸ Vgl. Ohl, H.-P. (1994), S. 52-55.

3.4 Maßnahmen zur Begrenzung von Insolvenzrisiken

Ein besonderes Risiko bei einer ABS-Transaktion stellt die Möglichkeit der Insolvenz des Originators oder des SPV als Emittent der Wertpapiere während deren Laufzeit dar. Die Investoren müssen davor geschützt werden, daß die Insolvenz des Originators die Weiterleitung der Zahlungen beeinträchtigt, die auf die verkauften Forderungen eingehen. Desweiteren muß die Insolvenz des SPV vermieden werden, um die Bedienung der Wertpapiere sicherzustellen.⁶⁹ Anderweitig wäre eine Plazierung der ABS auf dem Kapitalmarkt nicht möglich.⁷⁰

Um die Rechte der Anleger im Falle der Insolvenz des Originators zu schützen, müssen vier Voraussetzungen erfüllt sein.⁷¹ Erstens muß die Übertragung der Assets an die Zweckgesellschaft handelsrechtlich als echter Verkauf („true sale“) durchgeführt werden. Würden die Assets lediglich verpfändet, bestünde die Gefahr, daß diese der Konkursmasse des Originators zugerechnet würden und somit die Weiterleitung der Zahlungen unterbrochen werden könnte. Für die Einstufung der Transaktion ist zweitens deren „economic substance“ entscheidend. Nur wenn sich der Originator von den Risiken der zugrundeliegenden Forderungen befreit, also keine umfassenden Regreß- und Rücknahmeverpflichtungen eingeht, werden die verkauften Assets nicht der Konkursmasse zugerechnet. Drittens ist es notwendig, daß der Käufer⁷² einen rechtswirksamen Titel an den Forderungen erwirbt, damit dieser die Stellung eines gesicherten Gläubigers erlangt. Ansonsten hätte er kein juristisch einwandfreies Anrecht auf eventuelle Verwertungserlöse aus der Konkursmasse. Schließlich muß sichergestellt sein, daß keine Vermischung der Zahlungen aus den verkauften Assets mit den übrigen Forderungen stattfindet. Dies ist insbesondere relevant, wenn der Originator die Aufgaben des Service Agent übernimmt.

Um die Insolvenz der Zweckgesellschaft zu vermeiden, empfehlen die Rating Agenturen, drei Aspekte zu beachten.⁷³ Zum einen müssen die Aktivitäten des SPV auf den Ankauf von Assets und deren Refinanzierung mittels ABS beschränkt sein, damit kein zusätzliches Markt- und Managementrisiko vom SPV ausgeht. Zum anderen muß untersagt sein, daß das SPV weitergehende, nicht dem Zweck der Gesellschaft dienende Verbindlichkeiten eingeht, die eine Insolvenz herbeiführen könnten. Schließlich darf ein Verkauf oder die Abtretung der Rechte aus den erworbenen Forderungen an Dritte nicht zulässig sein.

⁶⁹ Vgl. Paul, S. (1994), S. 160.

⁷⁰ Vgl. Willburger, A. (1997), S. 62.

⁷¹ Diese Anforderungen entsprechen in erster Linie der US-amerikanischen Konkursordnung. Vgl. Paul, S. (1994), S. 160-162.

⁷² Je nach Rechtskonstruktion der Zweckgesellschaft sind dies entweder direkt die Investoren oder aber das SPV.

⁷³ Vgl. Paul, S. (1994), S. 162-163 und Willburger, A. (1997), S. 68-71.

3.5 Handels- und bankaufsichtsrechtliche Aspekte

Die bilanzbefreiende Wirkung einer ABS-Transaktion (off-balance-sheet-Finanzierung) ist ein wesentliches Ziel dieser Finanzierungsmethode. Die verkauften Assets sollen nach Abschluß der Transaktion nicht mehr in der Bilanz des Originators erscheinen. Bei einem echten Verkauf wird dieses Ziel problemlos erreicht. Falls der Originator allerdings Regreßverpflichtungen eingeht, was die Rücknahme der Forderungen oder Ausgleichszahlungen an die Investoren im Falle verspäteter oder ausfallender Zahlungen aus diesen Forderungen zur Folge hätte, handelt es sich nicht mehr um einen echten Verkauf, womit die bilanzbefreiende Durchführung der Transaktion nicht gewährleistet wäre.⁷⁴

In der Praxis übernimmt der Originator häufig das „normale“, zu erwartende Ausfallrisiko der Forderungen, wodurch eine Bilanzbefreiung der verkauften Assets nicht gegeben wäre. Um dieses Ziel dennoch zu erreichen, wurden im Rahmen der US-amerikanischen Rechnungslegungsvorschriften (General Accepted Accounting Principles, kurz GAAP) durch das Financial Accounting Standards Board (FASB) drei Voraussetzungen an einen bilanzbefreienden Verkauf der Forderungen gestellt. Erstens darf der Verkäufer die an das SPV übertragenen Assets nicht zurücknehmen, zweitens ist es dem SPV nicht erlaubt, eine Rücknahme der Forderungen durch den Originator zu fordern und drittens müssen sich die eingegangenen „normalen“ Regreßverpflichtungen quantitativ abschätzen lassen. Werden diese drei Voraussetzungen von Nichtbanken erfüllt, ist die Entlastung der Handelsbilanz trotz einer Regreßübernahme möglich.⁷⁵ Allerdings muß eine Rückstellung in Höhe der erwarteten Maximalverbindlichkeit in der Bilanz gebildet werden.

Kreditinstituten, die sich in den USA an den restriktiveren bankaufsichtsrechtlichen Rechnungslegungsvorschriften, den Regulatory Accounting Principles (RAP) orientieren, ist im Gegensatz zu Nichtbanken ein bilanzbefreiender Verkauf von Assets nur gestattet, wenn jegliche Regreßverpflichtungen unterbleiben.

Zuletzt ist in diesem Zusammenhang zu beachten, daß eine bilanzielle Konsolidierung des SPV beim Originator oder einem anderen an der Transaktion Beteiligten vermieden werden sollte, da sonst der Zweck der ABS-Transaktion verfehlt würde. In der Praxis werden daher SPVs häufig rechtlich so ausgestattet, daß deren offizielle Eigentümer entweder wohltätige Organisationen (charity trusts) oder ehemalige Angestellte des Originators oder der betreuenden Investmentbank sind, womit eine Konsolidierung ausgeschlossen wird.⁷⁶

⁷⁴ Vgl. Arbeitskreis „Finanzierung“ der Schmalenbach-Gesellschaft - Deutsche Gesellschaft für Betriebswirtschaft e. V. (1992), S. 505.

⁷⁵ Vgl. Paul, S. (1994), S. 164-165.

⁷⁶ Vgl. Paul, S. (1994), S. 167.

3.6 Systematisierung von Sicherungskonstruktionen

Wie bereits in den vorhergehenden Abschnitten dargestellt wurde, übernehmen die Investoren von Asset Backed Securities das Risiko aus verspäteten Zahlungen und Zahlungsausfällen der ursprünglichen Schuldner. Die Diversifikation der im Forderungspool enthaltenen Assets bewirkt zwar eine Risikostreuung, die jedoch die vorhandenen Risiken nicht gänzlich eliminiert. Auftretende Verluste können in der Regel nicht durch andere Vermögenswerte ausgeglichen werden, da die angekauften Forderungen die einzigen Vermögenswerte des SPV sind. Um dennoch die fristgerechte und vollständige Bedienung der ABS zu gewährleisten, werden üblicherweise zusätzliche Besicherungsvereinbarungen in die Konstruktion integriert. Ziel der ergänzenden Vereinbarungen ist es, die Bonität der zu emittierenden Wertpapiere zu erhöhen, damit diese kostengünstiger und leichter am Kapitalmarkt absetzbar sind.⁷⁷

Ausschlaggebend für die Höhe der zusätzlichen Besicherungsmaßnahmen (Credit Enhancements) ist die Cash Flow-Charakteristik der zugrundeliegenden Forderungen, die darin enthaltenen Risiken und die Solidität der gesamten Struktur der Emission. In der Regel wird je nach Forderungsart von einer durchschnittlichen Besicherung bis hin zum zehnfachen der historisch belegten Ausfallquote ausgegangen, um die Anforderungen der Rating Agenturen bezüglich der Sicherheit der Wertpapiere zu erfüllen.⁷⁸ Dabei ist es einerseits möglich, daß die Höhe der zusätzlichen Sicherungsmaßnahmen während der Laufzeit der ABS konstant bleibt, und daß andererseits die Höhe an das ausstehende Volumen der Wertpapiere angepaßt wird, wodurch sich im Zeitablauf die Besicherungen reduzieren.⁷⁹ Grundsätzlich kann die Bonität der ABS nur so gut sein wie die Bonität jeder einzelnen Besicherung.⁸⁰

In der Praxis von ABS-Emissionen treten drei verschiedenartige Konzepte von Sicherungskonstruktionen auf. Erstens kommen Absicherungen durch den Forderungsverkäufer vor, zweitens gibt es Sicherungen, die in die Emissionsstruktur eingebaut sind, und drittens geben unabhängige Dritte Sicherungszusagen. Die unterschiedlichen Konzepte sollen in den folgenden Abschnitten näher erläutert werden.⁸¹

3.6.1 Sicherungen durch den Forderungsverkäufer

Besitzt der Forderungsverkäufer selbst bereits eine hervorragende Bonität, so trägt eine Rückkaufzusage oder Ausfallgarantie zu einer Bonitätsverbesserung der ABS-Emission bei. Bei einer Rückkaufzusage verpflichtet sich der Originator üblicherweise, bis zu einer im Voraus festgelegten Quote des Wertes der Emission Forderungen zum Nominalwert zurückzunehmen, falls Zahlungsausfälle bzw. -verzögerungen

⁷⁷ Vgl. Ohl, H.-P. (1994), S. 85-88.

⁷⁸ Vgl. Meiswinkel, C. (1989), S. 9. Natürlich ist es theoretisch auch möglich, eine 100%ige Besicherung der Transaktion durchzuführen. Es muß in diesem Fall nur zwischen den erzielbaren Vorteilen und den zusätzlich entstehenden Kosten abgewogen werden, in welchem Maße ergänzende Besicherungsformen verwendet werden sollen.

⁷⁹ Vgl. Willburger, A. (1997), S. 51.

⁸⁰ Vgl. Ohl, H.-P. (1994), S. 87-88.

⁸¹ Vgl. Arbeitskreis „Finanzierung“ der Schmalenbach-Gesellschaft - Deutsche Gesellschaft für Betriebswirtschaft e. V. (1992), S. 506-507; Meiswinkel, C. (1989), S. 9-12; Ohl, H.-P. (1994), S. 88-113 und Willburger, A. (1997), S. 51-62.

eintreten. Diese Quote entspricht in der Regel der „normalen“, historisch belegbaren Ausfallquote der veräußerten Forderungen. Desweiteren kann der Originator eine Ausfallgarantie gegenüber dem SPV abgeben, in der er sich verpflichtet, für Zahlungsausfälle und -verzögerungen durch die Bereitstellung von Finanzmitteln aufzukommen. Diese Garantie übersteigt in ihrer Höhe gewöhnlich die normale Ausfallquote.

Der ökonomische Anreiz aus Sicht des Originators ist in diesen Fällen durch die Einsparung von Kosten für weitergehende Besicherungen gegeben, da er selbst die Sicherheiten zur Verfügung stellt. Diese Sicherungsformen stellen außerdem einen Ansporn dar, für eine Minimierung der Zahlungsausfälle zu sorgen, wenn der Originator auch die Funktion des Service Agent übernimmt. Es ist allerdings zu beachten, daß diese Besicherungen an die Bonität des Originators geknüpft sind. Mit Hilfe der ABS-Transaktion sollte aber gerade die Unabhängigkeit und Ausgliederung der Wertpapiere vom Forderungsverkäufer realisiert werden.

Schließlich gibt es noch Patronatserklärungen z. B. von der Muttergesellschaft des Originators oder verbundener Unternehmen. Diese Erklärungen beinhalten üblicherweise die Zusage, die Zweckgesellschaft bis zum Ende der Laufzeit der ABS so zu unterstützen, daß sämtliche Zahlungsverpflichtungen erfüllt werden können.⁸²

3.6.2 Sicherungen in der Emissionsstruktur

Die wirtschaftliche Übersicherung (Overcollateralization) stellt eine mögliche Besicherung innerhalb der ABS-Struktur dar. Dabei bringt der Originator ein höheres Forderungsvolumen in die Transaktion ein als dem Nominalwert der emittierten Wertpapiere entspricht. Der überflüssige Cash Flow, der nicht an die Investoren weitergeleitet werden muß, ist eine Reserve, die zum Ausgleich bei Zahlungsausfällen und -verzögerungen eingesetzt werden kann. Ein Überschuß aus diesem Reservefonds wird gegebenenfalls am Ende der Laufzeit der ABS an den Originator zurückerstattet. Um eine angemessene Besicherung der Wertpapiere zu erreichen, schlägt *Lerbinger* vor, bei einer zu erwartenden Ausfallquote von 1,5% eine Übersicherung in Höhe von 10% des Volumens der Emission vorzunehmen.⁸³

Eine weitere Alternative ist die Aufteilung der ABS-Emission in mehrere unterschiedliche Tranchen, auch Subordination genannt. In der Regel wird eine volumenmäßig große Tranche am Kapitalmarkt plaziert, die über eine sehr gute Bonität verfügt (Senior-Class). Zudem gibt es mindestens eine weitere, meist kleinere Tranche, die der ersten untergeordnet ist (Junior-Class). Diese Junior-Class-Tranche wird erst bedient, wenn die Zins- und Tilgungszahlungen für die vorrangige Tranche erfolgt sind. Sie stellt auf diese Weise die Absicherung für die übergeordnete Tranche dar. Entweder verbleibt diese beim Originator oder wird mittels einer Privatplazierung an weniger risikoscheue Anleger veräußert. Die Inhaber der nachrangigen Tranche übernehmen ein doppeltes Risiko, da sowohl der Rückzahlungszeitpunkt als auch die Rückzahlungshöhe

⁸² Vgl. *Lerbinger*, P. (1987), S. 312.

⁸³ Vgl. *Lerbinger*, P. (1987), S. 312.

unbekannt sind. Diese Tranche muß infolgedessen mit einem höheren Zinskupon ausgestattet werden als die Senior-Class-Tranche.

Schließlich kann ein Reservefonds (Spread Account) eingerichtet werden, aus dem entsprechende Zahlungen an die Investoren geleistet werden. Dieser Fonds wird entweder durch Residualerlöse aus der Differenz der aus den Forderungen eingehenden Zahlungen und den an die Wertpapierinhaber zu leistenden Zinsen und Tilgungen gespeist oder durch einen Anfangsgeldmittelbestand des Originators ausgestattet. In der Praxis wird meistens eine Kombination beider Verfahren verwendet, um schon zu Beginn der Emission für eine entsprechende Sicherheit zu sorgen.

3.6.3 Sicherungszusagen Dritter

Sicherungszusagen externer, von der Transaktion unabhängiger Institutionen stellen eine weitere Möglichkeit dar, die Bonität einer ABS-Emission zu verbessern. Gegen Entgelt verpflichten sich diese Sicherungsgeber, bei Zahlungsausfällen und -verzögerungen entsprechende Zahlungen an die Investoren zu leisten. Zu beachten ist allerdings, daß die Garantiegeber die höchsten Bonitätsanforderungen erfüllen sollten, da die Bonität der ABS nur so gut sein kann wie die der Sicherungsgeber.

Zum einen kann ein Akkreditiv eines Kreditinstitutes verwendet werden. Dabei handelt es sich um ein abstraktes Zahlungsversprechen, unter bestimmten Voraussetzungen Zahlungen zu leisten. In den USA wird üblicherweise die Form des „Letter of Credit“ (L/C) verwendet. Dabei verpflichtet sich ein Kreditinstitut bis zu einer vereinbarten Ausfallrate die fristgerechte Bedienung der Wertpapiere durchzuführen, falls das SPV dazu nicht in der Lage ist. Für diese Sicherungsform kommen nur Kreditinstitute in Betracht, die über eine ausgezeichnete Bonität verfügen. Da in den letzten Jahren viele Banken in ihrem Rating heruntergestuft wurden, wird diese Form der Besicherung in der Praxis nur noch sehr selten genutzt.⁸⁴

Weitaus häufiger werden statt dessen Bürgschaften und Finanzgarantien (Surety Bonds) von darauf spezialisierten Versicherungsgesellschaften (Financial Guarantee Insurance Companies) genutzt. Diese Form der Besicherung ist mit dem Avalkredit in Deutschland vergleichbar. Dabei handelt es sich um ein vertraglich bestimmtes Haftungsversprechen der Versicherung zugunsten der Zweckgesellschaft, im Garantiefall die notwendigen Zahlungen für das SPV zu leisten.

Schließlich gibt es die erst seit einigen Jahren existierende Sicherungsform der verpfändeten Geldeinlage (Cash Collateral Account). Hierbei stehen der Zweckgesellschaft leicht liquidierbare geldmarktnahe Vermögenswerte zur Verfügung, mit deren Hilfe Zahlungsausfälle und -verzögerungen ausgeglichen werden können. Diese werden zumeist vom Originator bereitgestellt und an das SPV verpfändet. Auf diese Weise fließen dem Sicherungsgeber trotz der Abtretung der Mittel weiterhin Zins- und sonstige Zahlungen aus diesen Vermögenswerten zu.

⁸⁴ Vgl. Ohl, H.-P. (1994), S. 103.

Somit wird die Dreiteilung der Risikoaufteilung durch die unterschiedlichen Sicherungsstufen deutlich. Der Originator übernimmt die Zahlungsausfälle bis zu der erwarteten, bzw. normalen Höhe. Die zusätzlichen Besicherungsmaßnahmen und externe Dritte nehmen das „Katastrophenrisiko“ in Höhe des drei bis zehnfachen des normalen Risikos auf, so daß die Investoren die Restrisiken aus den Zahlungsausfällen übernehmen.⁸⁵

Üblicherweise werden in der Praxis mehrere Sicherungsformen miteinander kombiniert, um die höchstmögliche Bonitätseinstufung zu erzielen. Allerdings beeinflussen spezifische Faktoren, wie z. B. die Kosten einer zusätzlichen Besicherung, die Art der Forderungen, die gewählte Transaktionsstruktur, die Absetzbarkeit der Wertpapiere sowie der Bekanntheitsgrad des Originators maßgeblich die Entscheidung, in welcher Form und Quantität ergänzende Sicherungsmaßnahmen für eine ABS-Emission gewählt werden.⁸⁶

Abbildung 4 gibt einen Überblick über die verwendeten Sicherungsformen bei ABS-Transaktionen in den USA. Besicherungen durch den Forderungsverkäufer selbst sind allerdings nicht erfaßt. Dabei zeigt sich deutlich die Attraktivität der Subordination und des Cash Collateral Accounts, da diese Sicherungsmaßnahmen eine relativ kostengünstige und doch effektive Möglichkeit sind, die Bonität der ABS-Emission zu erhöhen.

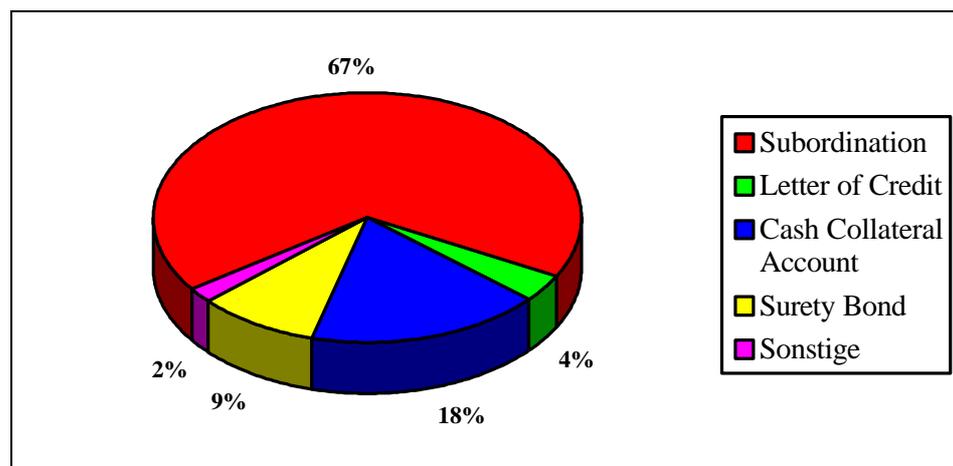


Abbildung 4: Struktur der nicht durch den Originator bereitgestellten Sicherungsformen bei den in den USA platzierten ABS im Jahr 1992⁸⁷

⁸⁵ Vgl. Böhmer, M. (1996), S. 27.

⁸⁶ Vgl. Ohl, H.-P. (1994), S. 112-113.

⁸⁷ Modifiziert entnommen aus: Paul, S. (1994), S. 157, (Quelle: First Boston, 1992).

3.7 Rating von ABS-Emissionen

Die unabhängige Bewertung (Rating) der ABS-Emission wird in diesem Kapitel miteinbezogen, da sie einen wichtigen Bestandteil der Struktur darstellt und da ohne diesen der Verkauf der Asset Backed Securities auf den Geld- und Kapitalmärkten äußerst schwierig ist.⁸⁸ Dickler spricht sogar davon, daß die Rating Agenturen wie „Katalysatoren“ wirken, die den Verbriefungsprozeß erst ins Rollen bringen.⁸⁹

Das Rating, üblicherweise auch Credit Rating genannt, „... drückt ... die Meinung der Rating Agentur über die allgemeine Kreditwürdigkeit eines Schuldners oder die Kreditwürdigkeit eines Schuldners im Hinblick auf einen bestimmten Schultitel oder andere finanzielle Verpflichtungen aus“⁹⁰. Das Credit Rating gibt somit den Grad der Wahrscheinlichkeit an, mit dem der Wertpapieremittent seinen Schuldendienst aus Zins- und Tilgungsleistungen termingerecht erfüllen kann. Insofern wird die generelle Bonität bzw. die Insolvenzwahrscheinlichkeit einzelner Emittenten oder Emissionen beschrieben. International anerkannte Rating Agenturen, wie z. B. Standard & Poor's (S&P's) und Moody's Investors Service (Moody's)⁹¹, führen die Prüfung in Form einer Bewertung der Emittenten bzw. der jeweiligen Emissionen durch, deren Ergebnisse veröffentlicht werden. Sowohl der Bewertungsvorgang als auch das Ergebnis werden als Rating bezeichnet. *Tabelle 2* verdeutlicht beispielhaft mögliche Rating Abstufungen, wobei die höchste Bonitätsstufe durch ein AAA bzw. Aaa Rating für langfristige Wertpapiere und durch ein A-1+ bzw. Prime-1 Rating für kurzfristige Papiere ausgedrückt wird. Das Rating ermöglicht es den Investoren, auf komplexe und zeitraubende eigene Analysen zu verzichten und erleichtert die Einschätzung potentieller Investitionsmöglichkeiten.⁹²

Üblicherweise wird bei einer neuen Emission mindestens eine der Rating Agenturen schon während der Planungsphase in die Transaktion involviert, um frühzeitig die Struktur prüfen zu lassen und gegebenenfalls Änderungen daran vornehmen zu können, damit das gewünschte Rating Symbol erreicht wird. Dieses wird in der Regel vor der eigentlichen Emission veröffentlicht. Im Anschluß an die Plazierung wird die Qualität der Emittenten bzw. der Wertpapiere kontinuierlich überwacht. Veränderungen in der Risikoeinschätzung werden durch die Rating Agenturen regelmäßig publiziert, so daß die Investoren diese für sie wichtigen Informationen erhalten.⁹³

⁸⁸ Vgl. Paul, S. (1994), S. 169.

⁸⁹ Vgl. Dickler, R. (1991), S. 109.

⁹⁰ Standard & Poor's (1997), S. 2.

⁹¹ Neben diesen zwei bekanntesten Rating Agenturen sind auf dem Markt auch noch Fitch Investors Service, Duff & Phelps und International Bank Credit Analysis (IBCA) tätig.

⁹² Vgl. Ohl, H.-P. (1994), S. 194-195.

⁹³ Vgl. Paul, S. (1994), S. 169-171.

Investment Grade	Langfristige Ratings		Kurzfristige Ratings	
	AAA	Aaa	A-1+	
AA+	Aa1			
AA	Aa2			
AA-	Aa3		Prime-1	
A+	A1	A-1		
A	A2			
A-	A3	A-2		
BBB+	Baa1		Prime-2	
BBB	Baa2	A-3		
BBB-	Baa3		Prime-3	
Speculative Grade	BB+	Ba1	B	Not Prime
	BB	Ba2		
	BB-	Ba3		
	B+	B1	C	
	B	B2		
	B-	B3		
	CCC+		D	
	CCC	Caa		
	CCC-			
	CC	Ca	S&P's	
	C	C		
	D			
	S&P's	Moody's	S&P's	

Tabelle 2: Differenzierung der bekanntesten Rating Skalen⁹⁴

Beim Rating einer ABS-Strukturierung ist die Prüfung und Beurteilung aller Konstruktionselemente der jeweiligen Emission und Tranche relevant und weniger die des Forderungsverkäufers selbst. Im folgenden soll ein kurzer Überblick über die Prüfung einer ABS-Transaktion anhand des dreistufigen Analyseansatzes von Standard & Poor's gegeben werden.⁹⁵

Zu Beginn wird das sogenannte „Credit Risk“ untersucht, wobei mit der Analyse des Forderungsverkäufers begonnen wird. Ziel ist es, das allgemeine Risikoprofil des Originators zu ermitteln. In diesem Zusammenhang sind die Aufbau- und Ablauforganisation, das Management, die strategische Ausrichtung und die allgemeine finanzielle Situation des Unternehmens zu analysieren. Desweiteren wird die Debitorenpolitik des Forderungsverkäufers und der Prozeß der Forderungsabwicklung und des Inkassos untersucht, um Rückschlüsse auf das Portfolio zu ziehen. Schließlich findet eine detaillierte Bewertung des Forderungspools statt, in der beispielsweise regionale oder demographische Konzentrationen, die Art der Forderungen, deren Verzinsung, sowie die historischen Ausfall- und Zahlungsverzögerungsquoten untersucht werden. Zur Ermittlung eines Worst-Case-Szenarios werden diese Aspekte einem „stress-test“ unterzogen, um herauszufinden, inwieweit der Forderungspool u. a. auf hohe Inflation und Rezession reagiert. Für die Analyse der Forderungen ist außerdem relevant, in welcher Weise die zu verkaufenden Forderungen vom Originator ausgewählt werden. Findet eine bewußte Auswahl der besonders guten Forderungen statt („cherry picking“) oder werden diese per Zufallsprinzip („random walk“) ausgewählt.

⁹⁴ Modifiziert entnommen aus: Ohl, H.-P. (1994), S. 202.

⁹⁵ Vgl. Arbeitskreis „Finanzierung“ der Schmalenbach-Gesellschaft - Deutsche Gesellschaft für Betriebswirtschaft e. V. (1992), S. 507-508; Ohl, H.-P. (1994), S. 208-228 und Paul, S. (1994), S. 170-171. Moody's verwendet bei seiner Prüfung ein ähnliches Verfahren, daß sich im Wesentlichen nicht von dem Ansatz von S&P's unterscheidet.

Im zweiten Schritt wird die Cash Flow-Struktur (Pass- bzw. Pay-Through) der emittierten Wertpapiere analysiert. Dabei werden die Risiken aus den zugrundeliegenden Forderungen, die ergänzenden Sicherungsmaßnahmen, der Service Agent und der Trustee genauestens untersucht, um mögliche Schwachstellen im Vorfeld aufzudecken. Standard & Poor's verwendet den sogenannten „weak link approach“, was bedeutet, daß die Emission nur so gut beurteilt werden kann, wie das jeweilig „schwächste Glied in der Kette“ innerhalb der Transaktion.

Abschließend findet die Analyse der rechtlichen Konstruktion der ABS-Emission statt, in der beispielsweise die rechtliche Ausgestaltung des SPV, die Emissionsdokumentation und die Art der Übertragung der Forderungen und deren Auswirkung auf mögliche Insolvenzen überprüft werden. Erst im Anschluß an diese Beurteilung seitens der Rating Agentur wird die Bonitätseinschätzung der ABS-Emission mit einer Buchstabenkombination auf der Rating Skala bekanntgegeben.

Bisher wurde der weitaus größte Teil der ABS mit einem Rating im oberen Bereich des Investment Grade-Levels emittiert. Laut *Paul* kam es erst in einer Verbriefung von Non-Mortgage-ABS dazu, daß die Investoren ihr eingesetztes Kapital nicht zurückerhalten haben. Allerdings war diese Emission nicht mit einem Rating versehen.⁹⁶

3.8 Anforderungen an die zu verbriefenden Vermögenswerte

Vor dem Hintergrund der diskutierten Konstruktionselemente einer Finanzierung mittels Asset Backed Securities soll schließlich geprüft werden, welche Anforderungen die zugrundeliegenden Assets für eine Verbriefung erfüllen müssen. Dabei ist es hilfreich, diese Voraussetzungen zu unterteilen in solche, die für die Konstruktion *zwingend* notwendig sind und in jene, die hierfür *hilfreich* sein können.⁹⁷

Eine Basisanforderung ist die Existenz eines sich von den Vermögensgegenständen ableitbaren permanenten Cash Flows. Aus diesem Grund kommen für die Verbriefung idealerweise Forderungen in Betracht.⁹⁸ Allerdings werden vermehrt auch Assets verwendet, die nur einen zukünftigen Zahlungsstrom erwarten lassen, wie z. B. immaterielle Vermögenswerte.⁹⁹

⁹⁶ Vgl. Paul, S. (1994), S. 173.

⁹⁷ Vgl. Paul, S. (1994), S. 186.

⁹⁸ Kreditinstitute stellen in diesem Zusammenhang „Pools par excellence“ dar, da es ihr Hauptgeschäftsfeld ist, Forderungen zu begründen. Aus diesem Grund kommen insbesondere sie für Forderungsverkäufe in Betracht. Vgl. Arbeitskreis „Finanzierung“ der Schmalenbach-Gesellschaft - Deutsche Gesellschaft für Betriebswirtschaft e. V. (1992), S. 521.

⁹⁹ Als Beispiel sei die ABS-Emission von Rockmusiker David Bowie erwähnt, der im März 1997 eine ABS-Anleihe über 55 Mio US-\$ auf den Markt bringen ließ, die durch Zahlungen aus den Urheberrechten seiner 25 ersten Musikalben bedient wird. Vgl. Hagger, E. (1997), S. 21.

Eine weitere Voraussetzung ist, daß die Forderungen, die der Originator gegenüber seinen Kunden hat, abtretbar und verpfändbar und somit veräußerbar sind.¹⁰⁰ Diese juristische Separierbarkeit ist insbesondere zu beachten, sobald Abtretungsausschlüsse durch den ursprünglichen Schuldner bestehen und somit Veräußerungen nicht zulässig wären. Desweiteren ist es notwendig, daß die zu verkaufenden Forderungen voneinander technisch separiert werden können. Die Assets, die aus dem Gesamtportfolio einer Unternehmung ausgegliedert werden sollen, müssen besonders gekennzeichnet werden. Bleibt der Originator nämlich Service Agent, müssen die verkauften Forderungen aus dem Forderungspool getrennt werden und die aus diesen resultierenden Zahlungseingänge separat verbucht und an den Trustee weitergeleitet werden.

Daneben ist auch die Prognostizierbarkeit des Cash Flows als dritte zwingende Voraussetzung zu nennen. Eine möglichst genaue Einschätzbarkeit der Zahlungsströme stellt das zentrale Problem einer ABS-Transaktion dar. Zeitreihen über Zahlungsausfälle, Zahlungsverzögerungen und vorzeitige Tilgungen müssen durch den Originator zur Verfügung gestellt werden. Für diese Statistiken muß umfangreiches Datenmaterial aufgearbeitet werden, was nur mit Hilfe eines ausgeklügelten und längere Zeit bestehenden Informations- und EDV-Systems möglich ist. Die Bemerkung „Securitization makes you ask questions about the collateral you never asked before.“¹⁰¹ verdeutlicht die Problematik der genauen Analyse des Forderungsbestandes.

Sind diese drei zwingenden Voraussetzungen erfüllt, begünstigen eine Reihe weiterer Faktoren die Verbriefung von Vermögenswerten:¹⁰²

- ù eine möglichst geringe historische Zahlungsausfall- und verzögerungsquote,
- ù die Bündelung homogener Assets zu einem Pool (bezogen auf die Art der Forderungen),
- ù eine geographische, demographische und bonitätsmäßige Diversifikation der Assets, um eine Risikoreduktion des Pools aufgrund der Portfoliotheorie zu erreichen,
- ù hohe Wertbeständigkeit und leichte Handelbarkeit möglicher Sicherungsgegenstände,
- ù vollständige Amortisation der ursprünglichen Forderung bis zur Fälligkeit der ABS,
- ù eine aus den Vermögenswerten ableitbare ausreichend hohe Marge, um Cash Flow-Defizite und Gebühren abzudecken,
- ù ein gewisses Mindestvolumen der ABS-Emission aufgrund hoher anfänglicher Fixkosten, wie z. B. der Errichtung des SPV und der Einholung juristischer Gutachten oder
- ù eine Mindestlaufzeit der Forderungen aus Gründen technischer Realisierung der Emission.

Aufgrund obiger Voraussetzungen qualifizieren sich einige Forderungsarten für die Einbeziehung in ABS-Transaktionen.

Hypothekenkredite¹⁰³ werden in der Regel in monatlichen, gleich hohen Raten - entsprechend einer Annuität - zurückgezahlt. Über die gesamte Laufzeit von üblicherweise 30 Jahren wird eine Festzinsvereinbarung

¹⁰⁰ Vgl. Willburger, A. (1997), S. 10.

¹⁰¹ Flint, J., Credit Suisse First Boston - London, zitiert nach Dugan, A. (1990), S. 100.

¹⁰² Vgl. Lerbinger, P. (1987), S. 310, Paul, S. (1994), S. 189-191 und Peters, M. (1995), S. 750.

geschlossen. Allerdings wird die Cash Flow-Prognose durch die jederzeitige Rückzahlbarkeit der Kredite ohne Strafzins und Vorfälligkeitsentschädigung erschwert, womit die exakte Laufzeit der ABS nicht von vornherein bestimmbar ist. Als Sicherheit dienen grundsätzlich Grundstücke und Gebäude, die eine hohe Wertbeständigkeit und gute Verwertbarkeit aufweisen.

Außerdem eignen sich Kfz-Finanzierungen, da diese standardisiert sind und in ihrer Zahlungsstruktur selbst amortisierende Kredite darstellen. Das Vorhandensein einer Realsicherheit (PKW, LKW, etc.) und die geringe historisch belegbare vorzeitige Tilgung¹⁰⁴ sprechen für einen relativ sicheren Cash Flow. In diese Kategorie sind auch reguläre Konsumentenkredite einzuordnen, wobei in diesen Verträgen häufig keine Realsicherheit existiert.

Einen Sonderfall stellen Forderungen aus Kreditkarten dar.¹⁰⁵ Bei diesen Assets handelt es sich um unbesicherte Konsumentenkreditverpflichtungen, die nicht durch Realsicherheiten gedeckt sind und einen unregelmäßigen Zahlungsstrom aufweisen. Durch geeignete Konstruktionen und zusätzliche Absicherungen ist es allerdings möglich, auch diese Vermögenswerte in ABS zu fassen.

Schließlich eignen sich ebenso Leasingforderungen, Miet- und Pachtforderungen sowie Lizenz- und Franchisegebühren für ABS-Transaktionen. Solange die Assets veräußerbar sind und einen prognostizierbaren periodischen Cash Flow begründen, sind der Securitization prinzipiell keine Grenzen gesetzt.

3.9 Beispiel anhand der Emission der Asset Backed Securities Corporation, Series I

Die Verwendung des folgenden Beispiels soll dazu dienen, die in diesem Kapitel gemachten Annahmen bezüglich der Konstruktion von Asset Backed Securities zu verdeutlichen. Die ausgewählte Emission der Asset Backed Securities Corporation (ABSC) wurde im Oktober 1986 durchgeführt und ist eine der bis heute größten öffentlichen ABS-Plazierungen in den USA. Als zugrundeliegende Forderungen wurden Autofinanzierungen von Neufahrzeugen verwendet. Strukturiert wurde die Emission als Pay-Through-Variante mit einer Zweckgesellschaft in Rechtsform einer Limited Purpose Finance Corporation. Diese Rahmenbedingungen lassen eine derartige Emission auch für den deutschen Markt als vorstellbar erscheinen. Desweiteren verwendet die Citibank als Marktführer bei ABS-Emissionen und die weiterführende Literatur diese Platzierung als Standardbeispiel¹⁰⁶, weshalb sie an dieser Stelle vorgestellt werden soll.

¹⁰³ Hierbei wird der US-amerikanische Hypothekenmarkt betrachtet, weil dieser für ABS-Emissionen den zur Zeit relevantesten Markt darstellt.

¹⁰⁴ Vgl. Eisenächer, B. (1994), S. 27-30.

¹⁰⁵ In diesem Fall ist der US-amerikanische Markt relevant, da hier Kreditkarten i. e. S. existieren, also Karten, die tatsächlich über einen längeren Zeitraum Kredit gewähren. Dieses ist bei den „Chargecards“ deutscher Prägung nicht der Fall. Zu weiterführenden Erläuterungen siehe Böhmer, M. (1996), S. 55-61.

¹⁰⁶ Siehe bei: Arbeitskreis „Finanzierung“ der Schmalenbach-Gesellschaft - Deutsche Gesellschaft für Betriebswirtschaft e. V. (1992), Citibank (1992) und Paul, S. (1994).

In den Jahren 1985/86 führte die General Motors Company über ihre Tochtergesellschaft General Motors Acceptance Corporation (GMAC) Verkaufsförderungsprogramme für Kraftfahrzeuge durch, in denen den Käufern von Neuwagen Finanzierungskredite zu unter den Marktzinsen liegenden Konditionen angeboten wurden. GMAC refinanzierte sich über die Ausgabe von Schuldverschreibungen, wobei diese Mitte 1986 ein Volumen von 17,8 Mrd US-\$ ausmachten. Zu diesem Zeitpunkt war eine weitere Platzierung zu akzeptablen Marktpreisen nicht mehr gegeben, da die Fremdkapitalquote von GMAC vom Kapitalmarkt als zu hoch empfunden wurde. GMAC verfügte über ein Rating von AA+/Aa1 und hatte die Absicht, sich zu günstigeren Konditionen, d. h. zu einem besseren Rating (möglichst AAA/Aaa), zu refinanzieren.¹⁰⁷ Aus diesem Grund entwickelte die Investmentbank First Boston folgende ABS-Konstruktion, die in den *Abbildungen 5* und *6* dargestellt ist.

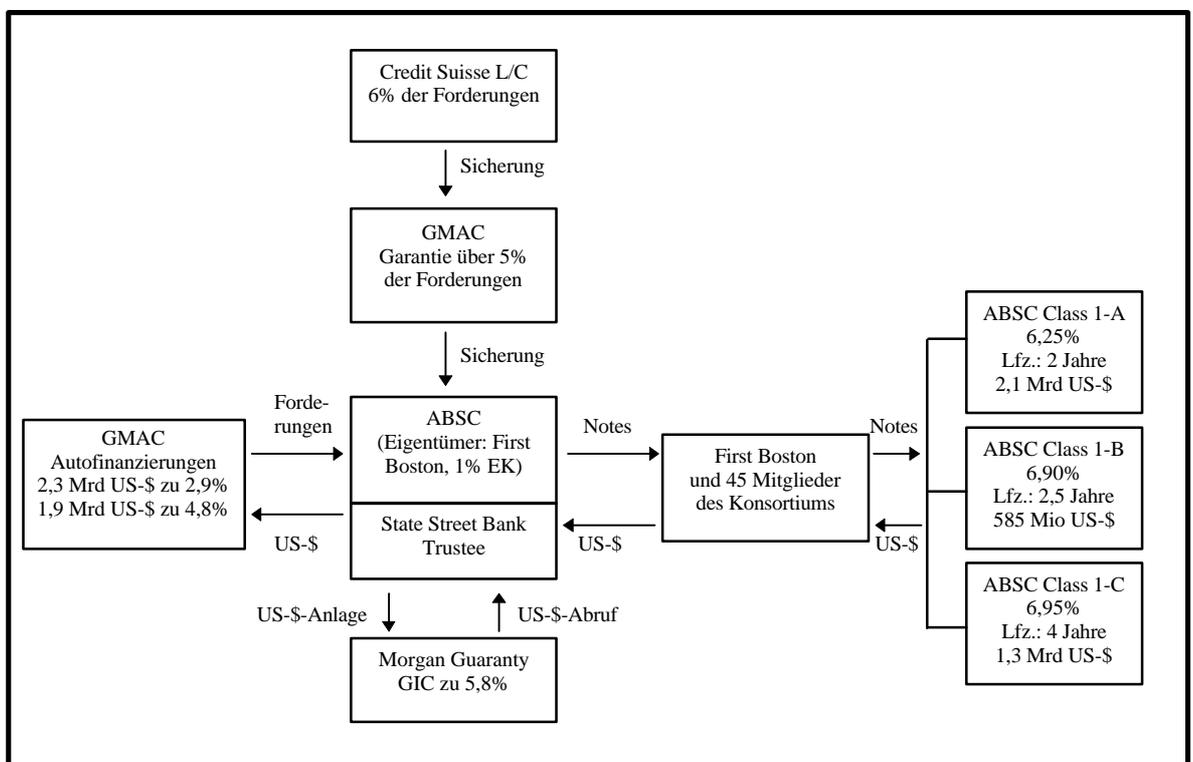


Abbildung 5: Aufbau der Asset Backed Securities Corporation, Series 1-Emission¹⁰⁸

¹⁰⁷ Vgl. Rosenthal, J./Ocampo, J. (1988), S. 80-83.

¹⁰⁸ Modifiziert entnommen aus: Rosenthal, J./Ocampo, J. (1988), S. 82.

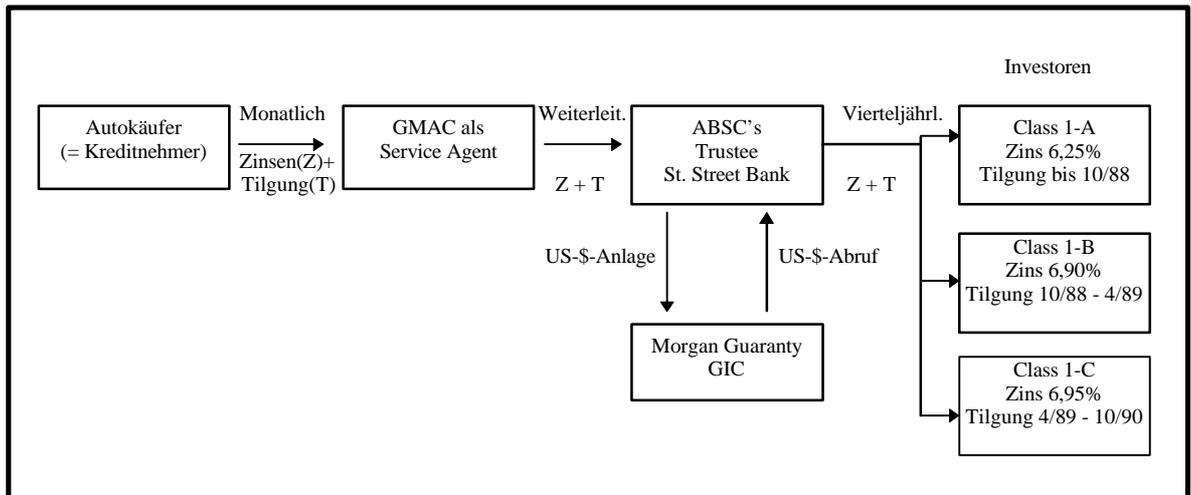


Abbildung 6: Zahlungsstromstruktur in der Asset Backed Securities Corporation, Series 1-Emission¹⁰⁹

Zu Beginn der Transaktion wurden von GMAC Teilzahlungskredite in Höhe von 2,3 Mrd US-\$ zu 2,9% p. a. mit einer Laufzeit von 36 Monaten und 1,9 Mrd US-\$ zu 4,8% p. a. mit 48 Monaten Laufzeit ausgewählt. Die Zweckgesellschaft wurde als Kapitalgesellschaft von First Boston gegründet, um eine Konsolidierung der Bilanz mit der von GMAC zu vermeiden. Ansonsten wäre das Ziel der bilanziellen Ausgliederung der Forderungen verfehlt worden. Die Investmentbank First Boston wollte ihrerseits ebenfalls eine Konsolidierung vermeiden. Aus diesem Grund wurden die Forderungen nach Abschluß der Refinanzierung in einen Owner Trust eingebracht, dessen Gesellschafter ehemalige Mitarbeiter der Investmentbank waren. Um zu gewährleisten, daß die zu emittierenden Wertpapiere von den Steuerbehörden als Fremdkapital akzeptiert wurden, damit die zu zahlenden Zinsleistungen als steuerabzugsfähig galten, wurde das SPV mit einem Mindesteigenkapital in Höhe von 1% des Forderungsvolumens (ca. 40 Mio US-\$) ausgestattet und die Zahlungsströme zeitlich umstrukturiert. GMAC übernahm weiterhin die Verwaltung und das Inkasso der Forderungen, blieb damit Service Agent und erhielt dafür eine geschätzte Provision von 15 bis 30 Basispunkten¹¹⁰ (bp) des Emissionsvolumens. Die State Street Bank wurde als Treuhänder für die Verwaltung der Forderungen und als Zahlstelle eingeschaltet.

ABSC emittierte daraufhin drei Tranchen von Schuldverschreibungen mit jeweils unterschiedlichen Laufzeiten. Diese Emissionskonstruktion wurde gewählt, um die Kosten möglichst niedrig zu halten und um institutionellen Investoren mit unterschiedlichen Laufzeitpräferenzen entgegenzukommen. Die Tranche A (6,25%) mit einer Gesamtlaufzeit von zwei Jahren war für Geldmarktfonds interessant, die Tranche B (6,90%) mit zweieinhalb Jahren Laufzeit sprach Banken an und schließlich kam die Tranche C (6,95%) mit einer Laufzeit von vier Jahren Versicherungsgesellschaften entgegen. Die Schuldverschreibungen sahen eine vierteljährliche Weiterleitung der Zahlungen aus den zugrundeliegenden Forderungen an die Anleger vor. Das Zahlungsstrommanagement sah außerdem vor, zuerst die Tranche A vollständig zu tilgen und

¹⁰⁹ Modifiziert entnommen aus: Rosenthal, J./Ocampo, J. (1988), S. 87.

¹¹⁰ Mit einem Basispunkt ist in der Regel ein Hundertstel eines Prozents gemeint, d. h. 0,01%.

dann erst mit der Rückzahlung der Tranche B zu beginnen. Die Tilgung der Tranche C wurde schließlich als letzte durchgeführt. Zinszahlungen wurden entsprechend der ausstehenden Beträge an die Investoren geleistet. Um die Zweckgesellschaft vom Zinsänderungsrisiko zu befreien, wurde mit Morgan Guaranty ein sogenannter „Guaranteed Investment Contract“ (GIC) abgeschlossen, der es ABSC ermöglichte, zurückfließende Gelder zu einem risikolosen Zinssatz von 5,807% anzulegen, bis die entsprechenden Zahlungen an die Investoren getätigt wurden. Da die Verzinsung aus dem GIC höher war als die aus den ursprünglichen Autokrediten, erbrachten frühzeitige Rückzahlungen zusätzliche Erträge für ABSC.

Um die Investoren vor einer eventuellen Insolvenz von GMAC zu schützen, wurden die Forderungen mittels eines echten Verkaufs an die Zweckgesellschaft veräußert. Eine mögliche Insolvenz des SPV wurde durch die Beschränkung von dessen Geschäftstätigkeit auf den Ankauf der Forderungen und deren Refinanzierung verhindert. GMAC ging eine Regreßverpflichtung in Höhe von 5% des Forderungsvolumens ein. Da die historisch belegbare Nettoausfallquote 0,36% p. a. betrug und die gewichtete durchschnittliche Laufzeit der drei Tranchen bei zweieinhalb Jahren lag, hatte GMAC eine bilanzielle Rückstellung von ca. 1% vorzunehmen.¹¹¹

Um eine möglichst hohe Bonitätseinstufung der Emission zu erreichen, wurden drei Besicherungslinien eingesetzt. Zum einen bestand die Regreßverpflichtung von GMAC über 5% des Forderungsvolumens und zum anderen haftete die Zweckgesellschaft mit ihrem Eigenkapital (1%) für Zahlungsausfälle und -verzögerungen. Als dritte und nachgeschaltete Absicherung wurde mit der Bank Credit Suisse, die ein AAA-Rating besaß, ein Letter of Credit (L/C) über 6% des Volumens vereinbart. Dieses L/C käme aber nur zum Tragen, falls die beiden anderen Sicherungslinien nicht ausreichen würden. Bei einer durchschnittlichen Ausfallquote von 0,36% war auf diese Weise eine angemessene und komfortable Sicherung der Transaktion gewährleistet. Die Emission erhielt somit ein AAA/Aaa-Rating der beiden großen Rating Agenturen. Der Zinsaufschlag (Zinsspread) betrug gegenüber vergleichbaren Industrieobligationen 20 bp und gegenüber Staatsanleihen ca. 70-80 bp. Dieser Zinsspread war vergleichsweise niedrig, da es sich bei dieser Emission um qualitativ hochwertige Papiere handelte, die über feste Rückzahlungstermine verfügten und nicht mit einem Prepayment-Risiko versehen waren. Der Zinsaufschlag mußte allerdings gewährt werden, weil es sich um relativ neukonstruierte Wertpapiere mit einer komplexen Struktur handelte, die den Anlegern erst nahegebracht werden mußten. Zudem war die Fungibilität am Sekundärmarkt nicht so hoch wie für andere Wertpapiere. Trotzdem war die Nachfrage nach diesen ABS-Papieren so hoch, daß die Emission von ursprünglichen 3,2 Mrd US-\$ auf 4 Mrd US-\$ aufgestockt wurde.¹¹²

Im folgenden Kapitel werden die Vor- und Nachteile aus ABS-Finanzierungen genauer untersucht, wobei dieses Beispiel als Grundlage für eine Finanzierungskostenrechnung dient.

¹¹¹ Die restlichen 4% der Regreßverpflichtung waren lediglich im Anhang des Geschäftsberichts zu veröffentlichen.

¹¹² Vgl. dazu die Ausführungen bei Arbeitskreis „Finanzierung“ der Schmalenbach-Gesellschaft - Deutsche Gesellschaft für Betriebswirtschaft e. V. (1992), S. 511-514, Paul, S. (1994), S. 195-200 und Rosenthal, J./Ocampo, J. (1988), S. 80-98.

4 Vor- und Nachteile von ABS-Finanzierungen gegenüber der Finanzierung bei einheitlicher Vermögensmasse

Nachdem im vorhergehenden Kapitel Konstruktionselemente und juristische Aspekte von Asset Backed Securities erläutert wurden, soll in diesem Abschnitt auf deren ökonomischen Nutzen eingegangen werden. Insbesondere soll untersucht werden, welche wirtschaftlichen Vor- und Nachteile sich für die Forderungsverkäufer, die Investoren, die Kreditinstitute und die Gesamtwirtschaft aus dem Einsatz von ABS ergeben. Voraussetzung für die folgenden Analysen ist die Annahme unvollkommener Kapitalmärkte. Unter den Prämissen von *Modigliani/Miller* ist es nämlich unerheblich, in welcher Weise sich Unternehmen finanzieren, da allein die aus den gegebenen Investitionsprogrammen gewonnenen Zahlungsströme für die Marktwerte der Finanzierungstitel relevant sind.

4.1 Forderungsverkäufer

Die folgenden Ausführungen gelten sowohl für Industrie- und Handelsunternehmen als auch für Kreditinstitute. Allerdings sind für Banken aufgrund aufsichtsrechtlicher Regulierungen und ihrer Rolle im Finanzierungsprozeß andere Schwerpunkte relevant, auf die im Kapitel 4.2 gesondert eingegangen wird.

4.1.1 Kostenersparnis - Finanzierungskostenrechnung anhand des Beispiels aus Kapitel 3.9

Die Befürworter der Finanzierung mittels ABS geben die Kostenersparnis für den Forderungsverkäufer als einen der entscheidenden Vorteile gegenüber traditionellen, bilanzwirksamen Finanzierungsalternativen an.¹¹³ Betriebswirtschaftlich sind Kosten definiert als „... der bewertete Verzehr von Produktionsfaktoren und Dienstleistungen ..., der zur Erstellung und zum Absatz der betrieblichen Leistungen sowie zur Aufrechterhaltung der Betriebsbereitschaft .. erforderlich ist“¹¹⁴. Diese Definition umfaßt allerdings nicht die finanzwirtschaftlich relevanten Kosten, die für das zur Verfügung gestellte Kapital zu entrichten sind. Aus diesem Grund ist für die folgende Analyse die Kapitalkosten-Konzeption entscheidend. Dabei sind sowohl die expliziten Kapitalkosten, beispielsweise Fremdkapitalzinsen und Dividenden, als auch die impliziten Kapitalkosten zu berücksichtigen. Letztere ergeben sich dadurch, daß Investoren durch die Bereitstellung von Kapital auf eine bestimmte Rendite verzichten, die sie durch andere Investitionen hätten erzielen kön-

¹¹³ Vgl. Rosenthal, J./Ocampo, J. (1988), S. 12-23 und Ohl, H.-P. (1994), S. 263-286.

¹¹⁴ Haberstock, L. (1987), S. 72.

nen.¹¹⁵ Nach *Franke/Hax* sind Kapitalkosten die von den Kapitalgebern geforderte Rendite, die sich aus den durchschnittlichen Kosten für das Eigen- und Fremdkapital ergeben.¹¹⁶

Da in der Praxis eine Vielzahl von Varianten von ABS-Emissionen vorkommen und die Transaktionen im Regelfall auf die speziellen Bedürfnisse der Forderungsverkäufer ausgelegt sind, ist ein exemplarisches Vorgehen bei der Finanzierungskostenrechnung erforderlich. Daher wird auf das Beispiel aus Kapitel 3.9 zurückgegriffen. Hierbei muß beachtet werden, daß sich die folgende Vergleichsrechnung nur auf den Emissionszeitpunkt bezieht und somit der statischen Sichtweise unterliegt. *Rosenthal/Ocampo* vergleichen die ABS-Transaktion der General Motors Acceptance Corporation mit einer traditionellen on-balance-sheet-Finanzierung, wie zum Beispiel einer direkten Emission von Schuldverschreibungen durch GMAC.¹¹⁷

Abbildung 7 zeigt den Vergleich der Finanzierungskosten. Bei den ABSC-Notes betragen die Zinskosten 6,91% p. a., wobei es sich hierbei um einen nach Volumen und Laufzeit der drei Tranchen gewichteten Durchschnittszins handelt. Als weitere Kosten kamen verschiedene Gebühren, wie die Underwriting-Gebühren, Kosten für Rechtsgutachten und die Börseneinführung, hinzu. Diese beliefen sich auf umgerechnet 0,26% p. a.. GMAC hatte eine Regreßverpflichtung in Höhe von 5% übernommen, wobei die historische, durchschnittliche Ausfallrate nur bei 0,36% p. a. lag. Die beiden Autoren haben diesen Wert auf 0,5% p. a. aufgerundet und in ihre Kostenkalkulation mit einbezogen. Schließlich mußten geschätzte Gebühren in Höhe von 0,02% p. a. für den Letter of Credit an die Credit Suisse gezahlt werden. Als Summe dieser Einzelkosten entstand eine Gesamtbelastung für die Asset Backed Securities von 7,69% p. a..

Bei einer traditionellen Finanzierung, die bilanzwirksam durchgeführt worden wäre, hätten sich die reinen Zinskosten auf 7,01% p. a. belaufen. Der Aufschlag von 10 bp gegenüber den ABSC-Notes ist auf das schlechtere Rating von GMAC (AA+) im Vergleich zu den emittierten Notes (AAA) zurückzuführen. Die Kosten für verschiedene Gebühren wurden auf 0,20% p. a. geschätzt, wobei darin die geringeren finanziellen Aufwendungen dieser Finanzierungsalternative sichtbar werden, da es sich hierbei um eine weitestgehend standardisierte Kapitalaufnahme handelt. Ebenso wie bei den ABSC-Notes wurden 0,50% p. a. als Kosten für erwartete Zahlungsausfälle einbezogen. Der entscheidende Unterschied zwischen der traditionellen Finanzierung und den ABS liegt in der Berücksichtigung der kalkulatorischen Eigenkapitalkosten. Diese beliefen sich laut *Rosenthal/Ocampo* in ihrer Beispielrechnung auf 1,28% p. a.. Somit weist die Finanzierung mittels der ABSC-Notes einen Kostenvorteil von 130 bp p. a. im Vergleich zu den GMAC-Notes auf.

¹¹⁵ Diese werden auch als Opportunitätskosten bezeichnet. Vgl. Gablers Wirtschafts-Lexikon (1993), S. 1789-1790.

¹¹⁶ Vgl. Franke, G./Hax, H. (1994), S. 454.

¹¹⁷ Vgl. Rosenthal, J./Ocampo, J. (1988), S. 80-98 und 231-242.

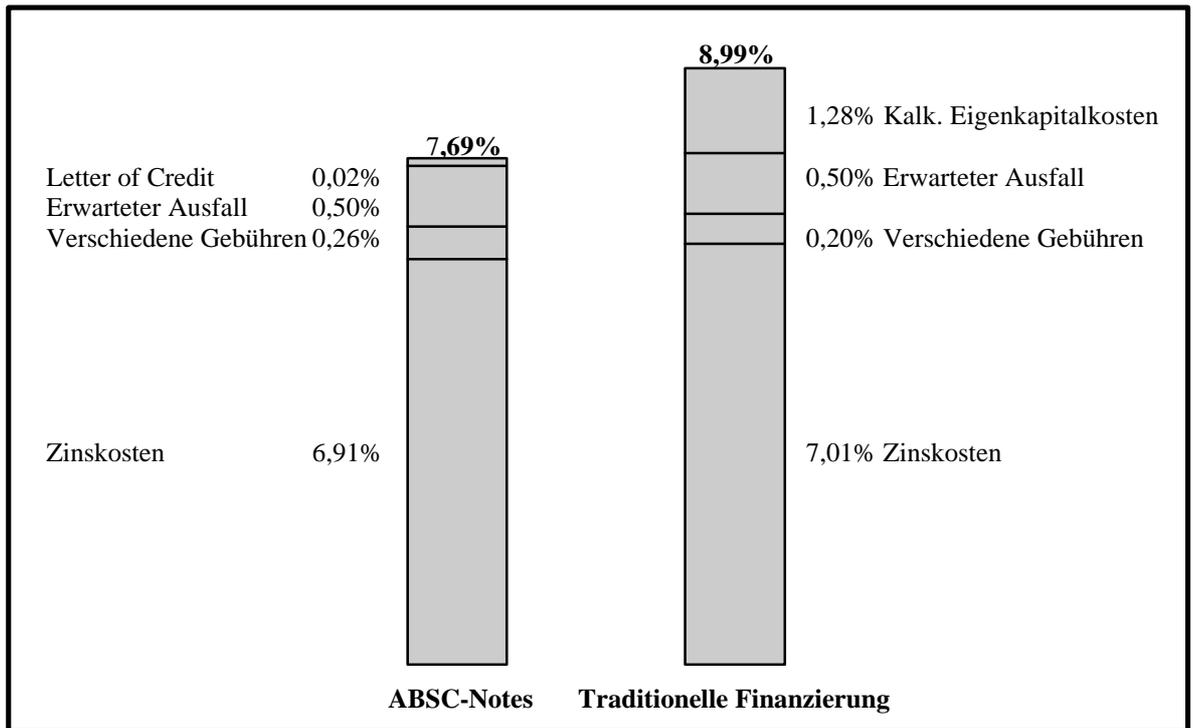


Abbildung 7: Kostenvergleich der ABS-Emission gegenüber einer bilanzwirksamen Finanzierung durch GMAC am 14. Oktober 1986¹¹⁸

Die Berücksichtigung der Eigenkapitalkosten wird damit begründet, daß es für die Risiken aus Finanzaktiva¹¹⁹, wie beispielsweise für Forderungen, nicht möglich ist, diese den „zusammengehörigen Passiva“ der Bilanz zuzuordnen.¹²⁰ Somit müssen diese Risiken anteilig mit Eigenkapital unterlegt werden, damit für sie ein ausreichender „Risikopuffer“ vorhanden ist.¹²¹ Die Berechnung der Eigenkapitalkosten beruht auf der Annahme, daß der Verschuldungsgrad des Unternehmens konstant gehalten werden soll. Das bedeutet, daß bei weiterer bilanzwirksamer Verschuldung dem Unternehmen auch zusätzliches Eigenkapital in Höhe der bisherigen Eigenkapitalquote zuzuführen ist. Dies ist allerdings mit Opportunitätskosten verbunden, die im hier verwendeten Beispiel 1,28% p. a. betragen. Die Berechnung der Finanzierungskosten für Finanzaktiva muß korrekterweise zu den durchschnittlichen Kapitalkosten, die sich aus den anteiligen Kosten für das Eigen- und Fremdkapital zusammensetzen, erfolgen. Diese Gesamtbelastung aus der Finanzierung muß eine zentrale Entscheidungskomponente für das Unternehmen sein.¹²²

In diesem Beispiel werden die zusätzlichen Kosten für die Eigenkapitalunterlegung aus der Differenz der durchschnittlichen Kapitalkosten („Weighted Average Cost of Capital“, WACC) und den Kosten bei einer

¹¹⁸ Modifiziert entnommen aus: Rosenthal, J./Ocampo, J. (1988), S. 233.

¹¹⁹ Dazu zählen die bereits erwähnten Zahlungsausfall- und -verzögerungs- sowie die Zinsänderungsrisiken.

¹²⁰ Vgl. Dickler, R. (1991), S. 115.

¹²¹ Vgl. Ohl, H.-P. (1994), S. 276.

¹²² Vgl. Franke, G./Hax, H. (1994), S. 453-457 und Stüchtgen, J. (1995), S. 419-421. In der Praxis werden allerdings häufig nur die Kosten für das Fremdkapital berücksichtigt, wodurch letztlich die tatsächlichen Finanzierungskosten unterschätzt werden.

100%igen Fremdfinanzierung errechnet. Auf diese Weise lassen sich die gewünschten Kosten für die Eigenkapitalunterlegung („Cost of Capital Coverage“) ermitteln, die sich wie folgt ableiten:¹²³

$$\begin{aligned}
 (1) \quad \text{WACC} - K_{FK} &= \left(\frac{K_{EK}}{1-s} \cdot \frac{EK}{GK} \right) + \left(K_{FK} \cdot \frac{FK}{GK} \right) - K_{FK} \\
 &= K_{EK}^V \frac{EK}{GK} + K_{FK} \frac{FK}{GK} - K_{FK} \\
 &= \frac{K_{EK}^V EK + K_{FK} FK - K_{FK} (FK + EK)}{FK + EK} \\
 &= \frac{K_{EK}^V EK - K_{FK} EK}{FK + EK} \\
 (2) \quad \text{Cost of Capital Coverage} &= \frac{K_{EK}^V - K_{FK}}{\frac{GK}{EK}}
 \end{aligned}$$

mit WACC = gewichteter Durchschnittszins der gesamten Kapitalkosten
 EK = Eigenkapital
 FK = Fremdkapital
 GK = Gesamtkapital
 s = Steuersatz
 K_{FK} = Kosten für das Fremdkapital
 K_{EK} = Kosten für das Eigenkapital
 K_{EK}^V = Kosten für das Eigenkapital vor Steuern¹²⁴

Daraus folgt, daß durch die Verwendung von ABS bei Annahme eines konstanten Grenzsteuersatzes die Finanzierungskostenersparnis um so größer ist, je höher die Eigenkapitalkosten (K_{EK}) sind und je geringer der Verschuldungsgrad ($\frac{FK}{GK}$) des Unternehmens ist.¹²⁵

Die Ermittlung der Fremdkapitalkosten (K_{FK}) kann unmittelbar aus den direkten Refinanzierungskosten des Unternehmens, wie Kreditzinsen oder Zinsen auf Schuldverschreibungen, erfolgen. Der Ansatz für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten erweist sich hingegen als aufwendiger. Wie bereits erwähnt, würden die Kapitalgeber gemäß dem klassischen *Modigliani/Miller*-Theorem für die Überlassung von Eigen- und Fremdkapital identische Verzinsungen verlangen. Der Preis für die Kapitalüberlassung wäre also unabhängig von Risiken, wie zum Beispiel dem Verschuldungsgrad, dem Zinsänderungsrisiko oder den Ausfallrisiken.¹²⁶ Dieser Zustand trifft in der Realität nicht zu, da Eigenkapitalgeber aufgrund des nachrangigen Status

¹²³ Vgl. Rosenthal, J./Ocampo, J. (1988), S. 233-234.

¹²⁴ Die Steuern sind in diesem Fall zu berücksichtigen, da Fremdkapitalzinsen der steuerlichen Abzugsfähigkeit unterliegen. Allerdings hätten die Autoren auch die Fremdkapitalzinsen mit (1-s) multiplizieren können. Statt dessen haben sie das Eigenkapital als Vorsteuergröße angegeben. Vgl. Paul, S. (1994), S. 247.

¹²⁵ Vgl. Ohl, H.-P. (1994), S. 278.

¹²⁶ Vgl. Ohl, H.-P. (1994), S. 279 und Schneider, D. (1992), S. 552.

ihrer Einlagen gegenüber den Fremdkapitalgebern höheren Risiken ausgesetzt sind und dafür durch eine höhere Rendite entschädigt werden wollen.

Rosenthal/Ocampo verwenden in diesem Zusammenhang das „Capital Asset Pricing Model“ (CAPM)¹²⁷, da dieses ein Erklärungsmodell für die Preisbildung auf dem Kapitalmarkt darstellt, das den Trade-Off von Risiko und Rendite bei Investitionsentscheidungen berücksichtigt.¹²⁸ Danach lassen sich die Renditeforderungen der Eigenkapitalgeber aus der Rendite für risikofreie Anlagen (R_f) und einer Prämie für das unternehmensspezifische Risiko ableiten. Diese Risikoprämie (RP_m) setzt sich aus der Differenz des Erwartungswertes der Rendite für ein repräsentatives Marktportfolio ($E[R_m]$) und dem Zinssatz für eine risikofreie Geldanlage zusammen. Sie ist zu multiplizieren mit dem b -Faktor¹²⁹, der einen Maßstab für die Risikohöhe einer Kapitalanlage i darstellt. Formal ist der b -Faktor das Verhältnis der Kovarianz der Renditeerwartung einer Anlage i und des Marktportfolios m zur Varianz der Rendite des Marktportfolios.¹³⁰

$$(3) \quad b_i = \frac{COV_{im}}{S_m^2}$$

Somit ergibt sich gemäß dem CAPM die Höhe der Kosten für das Eigenkapital in folgender Weise:

$$(4) \quad K_{EK} = E(R_i) = R_f + [E(R_m) - R_f] \cdot b_i = R_f + RP_m \cdot b_i.$$

Die Autoren gehen von einem risikolosen Zinssatz von 6,1%, einer Risikoprämie von 7,5% und einem b -Faktor von 1,0 aus. Damit belaufen sich die Eigenkapitalkosten auf

$$K_{EK} = 6,1\% + 1,0(7,5\%) = 13,6\%.$$

Bei einem Steuersatz von 46% resultieren Eigenkapitalkosten vor Steuern in Höhe von $K_{EK}^V = \frac{13,6\%}{1-0,46} = 25,2\%$. Mit Hilfe der nun ermittelten Kosten für die Kapitalaufnahme lassen sich die „Cost of Capital Coverage“ aufgrund einer Aufnahme von Fremdkapital mittels Gleichung (2) ermitteln.¹³¹

¹²⁷ Das CAPM beruht auf dem Portfolio-Modell von Markowitz. Grundannahme ist die idealtypische Vorstellung eines vollkommenen Kapitalmarktes. Seine zentralen Aussagen sind, (1.) daß im Kapitalmarktgleichgewicht der riskante Teil des Portfolios bei sämtlichen Kapitalanlegern identisch strukturiert ist und daß dieses Teilportfolio dem Marktportfolio entspricht, (2.) daß die Rendite des Wertpapiers i und sein Risiko b_i in einem linearen Zusammenhang stehen und (3.) daß sich die Wertpapierrendite aus einem risikolosen Teil und einer Risikoprämie zusammensetzt. Desweiteren richten sich die Anleger nach dem μ - σ -Kriterium und haben homogene Erwartungen. Für weitere Erläuterungen zum CAPM siehe: Franke, G./Hax, H. (1994), S. 345-351, Steiner, M./Bruns, C. (1996), S. 21-29 und Süchtling, J. (1995), S. 370-382.

¹²⁸ Vgl. Franke, G./Hax, H. (1994), S. 345 und Steiner, M./Bruns, C. (1996), S.21.

¹²⁹ Der b -Faktor gibt an, inwieweit eine erwartete Zunahme der Rendite des Marktportfolios um $x\%$ zu der Erwartung berechtigt, daß die Rendite einer Kapitalanlage (z. B. Aktie) um $b \cdot x\%$ steigt, d. h. es wird das systematische, nicht wegdiversifizierbare Risiko dargestellt.

¹³⁰ Vgl. Franke, G./Hax, H. (1994), S. 346.

¹³¹ Für die Beträge des Eigen- und Gesamtkapitals geben die Autoren an, statt der Marktwerte die Buchwerte verwendet zu haben, da GMAC eine 100%ige Tochter der General Motors Company ist und somit Marktwerte nicht verfügbar waren. Ohne Angabe von Einheiten wird ein Gesamtkapital von 90,8 und ein Eigenkapital von 6,4 verwendet, wobei es in diesem Fall auch nur auf das Verhältnis dieser Werte ankommt. Vgl. Rosenthal, J./Ocampo, J. (1988), S. 234.

$$\text{Cost of Capital Coverage} = \frac{25,2\% - 7,01\%}{\frac{90,8}{6,4}} = 1,28\%$$

Die 1,28% stellen somit den entscheidenden Vorteil für GMAC aufgrund der Emission der ABSC-Notes gegenüber einer bilanzwirksamen Finanzierung dar. In dieser Höhe können kalkulatorische Eigenkapitalkosten eingespart werden.¹³²

Nachdem anhand dieser Beispielrechnung der Kostenvorteil, welcher mit Hilfe der Ausgliederung von Forderungen aus der Bilanz erzielt wurde, ermittelt worden ist, soll der hier angestellte Kostenvergleich einer kritischen Bewertung unterzogen werden.

Die Prämisse, daß der Verschuldungsgrad des Unternehmens konstant gehalten werden muß, trifft in der Realität teilweise zu. Für Kreditinstitute gelten beispielsweise aufsichtsrechtlich determinierte Mindestanforderungen für die Eigenkapitalausstattung in Bezug auf deren Risikoaktiva. Für Nichtbanken gelten diese Anforderungen in anderer Form. Falls die Kapitalgeber den Verschuldungsgrad bzw. die Eigenkapitalquote als Maßstab für die Bonität eines Unternehmens ansehen, werden sie ihre Renditeforderungen an die Kapitalstruktur anpassen.¹³³ In beiden Fällen stellt Eigenkapital einen Engpaßfaktor dar, der bei einer zusätzlichen Fremdkapitalaufnahme berücksichtigt werden muß.¹³⁴ Operiert ein Unternehmen bereits bei einem kritischen Verschuldungsgrad, kann die Finanzierung mittels ABS tatsächlich eine Kosteneinsparung bewirken. Allerdings ist die individuelle Verschuldungssituation relevant, so daß hierfür keine allgemein gültige Aussage getroffen werden kann.¹³⁵

Ein weiterer möglicher Kritikpunkt ist mit der Verwendung des CAPM zur Berechnung der Eigenkapitalkosten verbunden. Aufgrund seiner restriktiven Annahmen und der mangelnden empirischen Überprüfbarkeit kann es nur bedingt in der Praxis verwendet werden.¹³⁶ Werden diese Kritikpunkte andererseits als gegeben hingenommen, entstehen Probleme bei der Festlegung der verwendeten Größen im Modell. Einen risikofreien Zinssatz zu verwenden, ist weniger problematisch, da hier in der Regel die Rendite von vergleichbaren Staatspapieren herangezogen wird. Es gestaltet sich hingegen schwieriger, ein Marktportfolio und somit eine Risikoprämie zu ermitteln. Eventuell kann hierfür ein repräsentativer Index als Ersatz für das Marktportfolio, das üblicherweise nicht vollständig bestimmbar ist, verwendet werden.¹³⁷ Die Ermittlung des β -Faktors ist ebenfalls problematisch, da die genaue Berechnung der verwendeten Kovarianz und der

¹³² Vgl. zu diesen Ausführungen und insbesondere zu den gemachten Annahmen Rosenthal, J./Ocampo, J. (1988), S. 231-238.

¹³³ Bei einem hohen Verschuldungsgrad respektive niedriger Eigenkapitalquote würden die Anleger ihre Renditeforderungen nach oben anpassen.

¹³⁴ Vgl. Paul, S. (1994), S. 248.

¹³⁵ Besitzt das Unternehmen z. B. noch einen „Eigenkapitalspielraum“, wäre die angestellte Vergleichsrechnung nicht relevant. Für das verwendete Beispiel trifft dies nicht zu, da GMAC die Grenze der Aufnahme von Fremdkapital erreicht hatte. Vgl. Rosenthal, J./Ocampo, J. (1988), S. 80.

¹³⁶ Für genauere Analysen der Modellkritik siehe: Franke, G./Hax, H. (1994), S. 350-351 und Steiner, M./Bruns, C. (1996), S. 28-29.

¹³⁷ Rosenthal/Ocampo verwenden ohne Begründung 7,5% als Risikoprämie, geben aber zu, daß diese auch näher bei 6% liegen könnte, wodurch der Kostenvorteil geringer ausfallen würde. Vgl. Rosenthal, J./Ocampo, J. (1988), S. 235.

Varianzen im Zeitablauf mit Unsicherheiten und Schwankungen verbunden ist. Am ehesten liegen diese Werte für börsennotierte Unternehmen vor. Die angesprochenen Kritikpunkte bei Verwendung des CAPM ließen sich beseitigen, indem ein alternatives Modell zur Ermittlung der Eigenkapitalkosten verwendet würde.¹³⁸

Neben der Kritik an den theoretischen Konzeptionen ist ein unvollständiger Vorteilhaftigkeitsvergleich festzustellen. Beispielsweise geben die Autoren die fünfprozentige Regreßverpflichtung von GMAC an, berücksichtigen aber in der Modellrechnung keine Eigenkapitalunterlegung dieser Ausfallgarantie. Ebenso fließen die Kosten für die Bereitstellung des Eigenkapitals für die Zweckgesellschaft (40 Mio US-\$) nicht in die Berechnung ein. Zwar hat First Boston diesen Betrag zur Verfügung gestellt, aber die Kosten dafür müßten korrekterweise berücksichtigt werden. Da die verkauften Forderungen mit einer Verzinsung ausgestattet waren, die unter dem Marktzinsniveau lag, sind diese mit einem Disagio an das SPV veräußert worden. Sie wurden zu einem geschätzten Kurs von 94,15% verkauft, so daß GMAC den Differenzbetrag (5,85% des Forderungsvolumens) im Jahr des Verkaufs als Verlust realisieren mußte, was wiederum unberücksichtigt bleibt. Schließlich werden von einigen Autoren die Kosten für verschiedene Gebühren in Höhe von 0,26% p. a. als zu gering angesehen, da in diesen weder die zusätzlichen EDV-Kosten für GMAC als Service Agent noch die Strukturierungsarbeiten der Investment Bank First Boston Einzug finden.¹³⁹

Schließlich können Firmen, die in Deutschland ansässig sind, durch ABS-Emissionen Kosteneinsparungen in Bezug auf die zu zahlende Gewerbesteuer realisieren. Bei Aufnahme bilanzwirksamen Fremdkapitals als Dauerschuld ist für dieses anteilig Gewerkekapi- und Gewerbeertragssteuer zu entrichten.¹⁴⁰ Diese Steuerzahlungen wären durch eine ABS-Finanzierung vermeidbar, wodurch zusätzlich Kosten eingespart werden könnten.¹⁴¹

Trotz der berechtigten Kritik an dieser exemplarischen Finanzierungskostenrechnung läßt sich das allgemeine Fazit ziehen, daß ungeachtet der höheren Strukturierungs- und Emissionskosten der ABS gegenüber einer bilanzwirksamen Finanzierung Kostenvorteile für den Originator erzielt werden können. Allerdings ist die Höhe der Vorteile abhängig davon, inwieweit das Unternehmen an seiner Verschuldungsgrenze agiert, welche Eigenkapitalquote vorliegt und wie hoch die Differenz der Zinskosten der emittierten Papiere aufgrund einer besseren Bonitätseinstufung ist. Somit können eingesparte kalkulatorische Eigenkapitalkosten

¹³⁸ Franke/Hax errechnen die Eigenkapitalkosten anhand der erwarteten Dividenden zuzüglich einer geschätzten Wachstumsrate des Gewinns. Dieser Wert wird ins Verhältnis zum Eigenkapital des Unternehmens gesetzt. Unter der Annahme einer nachschüssigen ewigen Rente belaufen sich die Eigenkapitalkosten auf $K_{EK} = \frac{E(D)}{EK + g}$, wobei D die kurzfristig erwartete Dividende und g die Wachstumsrate des Gewinns sind. Vgl. Franke, G./Hax, H. (1994), S. 455-457.

¹³⁹ Vgl. Paul, S. (1994), S. 250-253.

¹⁴⁰ Zur Bemessungsgrundlage der Gewerkekapi- und Gewerbeertragssteuer zählen 50% des 50.000 DM übersteigenden Betrages der Dauerschulden während zur Bemessungsgrundlage der Gewerbeertragssteuer 50% der Zinsen auf Dauerschulden hinzugerechnet werden. Vgl. Süchting, J. (1995), S. 160-161.

¹⁴¹ Vgl. Meiswinkel, C. (1989), S. 47 und Arbeitskreis „Finanzierung“ der Schmalenbach-Gesellschaft - Deutsche Gesellschaft für Betriebswirtschaft e. V. (1992), S. 518-519.

und geringere Zinsbelastungen für die ökonomische Vorteilhaftigkeit der Finanzierung mittels ABS sprechen, wobei dies individuell für das jeweilige Unternehmen zu ermitteln ist.

4.1.2 Erschließung neuer Refinanzierungsquellen

Der Verkauf von Forderungen mittels einer ABS-Transaktion ermöglicht es dem Originator, neue Refinanzierungsquellen zu erschließen. Dies wird zum einen durch die Diversifikation der Refinanzierungslinien und zum anderen durch die Inanspruchnahme neuer Investorenkreise erreicht.¹⁴²

Ausreichende Liquidität, um den Zahlungsverpflichtungen nachkommen zu können, ist eines der wichtigsten finanziellen Ziele von Unternehmen. Da dem Originator durch den Verkauf von Forderungen zusätzlich liquide Mittel zufließen, kann er bestehende Kreditlinien bei Banken oder Lieferanten schonen und gewährt sich auf diese Weise einen höheren Liquiditätsspielraum.¹⁴³ Weiterhin ermöglichen ABS dem Forderungsverkäufer, weniger bilanzwirksames Fremdkapital aufzunehmen, um so einen entsprechenden Abstand zur Verschuldungsobergrenze einzuhalten, was die potentielle zukünftige Finanzmittelaufnahme erleichtert.¹⁴⁴ Die erweiterte Liquidität kann unter Umständen bei den Kapitalgebern vertrauensbildend wirken, so daß möglicherweise eine Ausweitung bestehender Kreditlinien erreicht werden kann.

Besonders interessant ist die Finanzmittelbeschaffung mittels ABS für Unternehmen, die ihren Eigenkapitalbedarf nur begrenzt über die Kapitalmärkte decken können, wie beispielsweise Personenhandelsgesellschaften oder GmbHs in Deutschland. Ebenso ist es möglich, daß die Kapitalaufnahme für Unternehmen durch Restriktionen, die sich aus dem Gesellschafterkreis ergeben, beschränkt ist. Daher eignen sich ABS insbesondere für Unternehmen mit staatlicher oder kommunaler Beteiligung und für Familiengesellschaften, deren Gesellschafter eine weitere Aufnahme von Eigenkapital verhindern wollen, um ihren prozentualen Anteil am Unternehmen nicht aufzugeben. In gleicher Weise ist eine ABS-Finanzierung für Tochterunternehmen internationaler Konzerne interessant, da diese in der Regel im Konzernverbund um Kapital konkurrieren und häufig nur mit geringen Eigenkapitalmitteln ausgestattet sind. Schließlich haben stark expandierende Unternehmen oftmals Liquiditätsengpässe zu überbrücken, verfügen aber nicht über ausreichende Refinanzierungslinien für kurzfristiges Fremdkapital. All diesen Unternehmen ermöglicht die Kapitalbeschaffung mittels ABS, ihre Finanzierungsquellen zu diversifizieren und neue zu erschließen, um eine ausreichende Liquidität sicherzustellen.¹⁴⁵

ABS haben üblicherweise kurz- bis mittelfristige Laufzeiten und verfügen über hervorragende Ratings, was in dieser Kombination selten auf dem Kapitalmarkt angeboten wird. Dadurch kommen ABS-Emissionen auf dem amerikanischen Markt den Laufzeit- und Risikopräferenzen von Investoren entgegen, die bisher

¹⁴² Vgl. Ohl, H.-P. (1994), S. 233.

¹⁴³ Vgl. Lerbinger, P. (1987), S. 313-314 und Ohl, H.-P. (1994), S. 234-235.

¹⁴⁴ Vgl. Böhmer, M. (1996), S. 28.

¹⁴⁵ Vgl. Ohl, H.-P. (1994), S. 234-237.

noch keine Kapitalgeber für den Originator darstellten.¹⁴⁶ Auf diese Weise können neue Investorenkreise erschlossen werden.

Die Verbriefung von Forderungen erlaubt es Unternehmen, für diese Emissionen exzellente Bonitätseinstufungen zu erzielen und somit über Wertpapiere mit einem „investment grade“¹⁴⁷ zu verfügen. Unternehmen mit einem schlechten Rating wird es somit ermöglicht, Investoren anzusprechen, denen aus Anlagerichtlinien nur Investitionen in hochwertige Wertpapiere erlaubt sind, wie Money Market Fonds oder Pensionsfonds.¹⁴⁸

Durch den Einsatz von ABS erreicht der Originator eine höhere Flexibilität bei der Kapitalbeschaffung. Mit Hilfe der Einschaltung einer Zweckgesellschaft umgeht dieser eventuelle Beschränkungen des Kapitalmarktes, da nicht er selbst, sondern das SPV als Emittent auftritt. Hat der Forderungsverkäufer die Finanzmärkte schon umfangreich in Anspruch genommen, so erlaubt ihm die ABS-Konstruktion, ein „zweites Mal“ als Kreditnehmer aufzutreten. Der Forderungsverkäufer ist weniger von seinen bisherigen Kapitalgebern abhängig und kann aufgrund der breiteren Investorenbasis zwischen unterschiedlichen Märkten wählen, um auf diese Weise eine möglichst günstige Refinanzierung zu erreichen.¹⁴⁹

Die Liquidität, die der Forderungsverkäufer durch die ABS-Finanzierung gewinnt, läßt sich in vielfältiger Weise nutzen. Die unterschiedlichen Möglichkeiten werden im folgenden Abschnitt detailliert erläutert.

4.1.3 Gestaltungsmöglichkeiten der Unternehmens- und Finanzierungsstruktur

Unternehmen verfügen häufig über Forderungen als Aktivposten in ihrer Bilanz. Diese Vermögenswerte sind üblicherweise illiquide, beinhalten Risiken und binden sowohl Fremd- als auch Eigenkapital. Mit Hilfe der Veräußerung und der anschließenden Verbriefung dieser Forderungen wird es Unternehmen ermöglicht, die darin enthaltenen Risiken aus der Bilanz auszugliedern und die gebundene Liquidität vorzeitig freizusetzen, um eine quantitative und qualitative Verbesserung ihrer Unternehmens- und Finanzierungsstruktur zu erreichen. Die Verwendung von Asset Backed Securities gestattet es Unternehmen, ihre Unternehmenskennzahlen zu verbessern und die vorhandenen Risiken besser zu strukturieren. Daraus ergeben sich zusätzlich auch qualitative Aspekte, beispielsweise die Verschuldungsfähigkeit, die Unternehmensreputation oder die finanzielle Unabhängigkeit, wobei diese sich allerdings schwerer bewerten lassen.¹⁵⁰ Mögliche Vor- und Nachteile aus der Verwendung von ABS für die finanzielle Unternehmensführung sollen im folgenden aufgezeigt werden.

¹⁴⁶ Vgl. Böhmer, M. (1996), S. 28 und Lerbinger, P. (1987), S. 313.

¹⁴⁷ Siehe *Tabelle 2* in Kapitel 3.7.

¹⁴⁸ Vgl. Ohl, H.-P. (1994), S. 238-240 und Pollock, P./Stadum, E./Holtermann, G. (1991), S. 278-279.

¹⁴⁹ Vgl. Ohl, H.-P. (1994), S. 238-239.

¹⁵⁰ Vgl. Ohl, H.-P. (1994), S. 240.

4.1.3.1 Unternehmenskennzahlen

Unternehmenskennzahlen geben einen zusammenfassenden Überblick über die aus der Bilanzanalyse ermittelten Ergebnisse der Finanz- und Ertragslage von Unternehmen. Asset Backed Securities bieten den Unternehmen ein neues Instrument, aktives Bilanzmanagement zu betreiben, um den Anforderungen verschiedener Interessensgruppen gerecht zu werden.¹⁵¹ Bei einer ABS-Emission findet in der Bilanz des Forderungsverkäufers originär ein Aktivtausch des Forderungspools in flüssige Finanzmittel statt. Aufgrund der unterschiedlichen Verwendung dieses Liquiditätszuwachses ergeben sich für die Beeinflussung der Unternehmenskennzahlen verschiedene Möglichkeiten.¹⁵²

Wird die zusätzliche Liquidität zur Tilgung von Verbindlichkeiten genutzt, kommt es zu einer Bilanzverkürzung. Aufgrund der geringeren Bilanzsumme wird sich die Vermögens- und Kapitalstruktur verbessern, was in einem geringeren Verschuldungsgrad und einer höheren Eigenkapitalquote sichtbar wird. Eine geringere Verschuldung mindert die Chancen des Leverage-Effekts, was unter Umständen zu geringeren Erträgen führt, wird aber ebenso den Risikoeffekt aus einer höheren Verschuldung reduzieren.¹⁵³ ABS-Transaktionen können außerdem bei der optimalen Gestaltung der Kapitalstruktur der Unternehmung verwendet werden. Bei einem optimalen Verhältnis von Fremd- zu Eigenkapital kann der Wert des Unternehmens und somit auch der Wert des Eigenkapitals maximiert werden.¹⁵⁴

Aufgrund der zusätzlichen Zahlungsmittel werden sich die Liquiditätskennzahlen der Unternehmung ebenfalls verändern. Diese Kennzahlen beschreiben die stichtagsbezogene Fristigkeitsstruktur kurzfristiger Forderungen und Verbindlichkeiten, können aber keine langfristigen Aussagen über die finanzielle Stabilität des Unternehmens machen, weil insbesondere die künftige Umsatzentwicklung unberücksichtigt bleibt. Mittels ABS kann eine wesentliche Erhöhung der kassenmäßigen Barliquidität erreicht werden, was sich in einer Verbesserung der gegenwärtigen Liquiditätskennzahlen niederschlägt. Werden diese Kennzahlen für die Kreditanalyse herangezogen, führt dies auf jeden Fall zu einer höheren Kreditwürdigkeit und einer möglichen Reduzierung der Kapitalkosten.¹⁵⁵

Schließlich bietet die Securitization die Gelegenheit, Rentabilitätskennzahlen zu beeinflussen. Diese Kennziffern dienen zur Beurteilung der Kapitalverwendung im Unternehmen. Die drei folgenden Kennzahlen werden am häufigsten verwendet:

- ù Eigenkapitalrentabilität (Return on Equity)
- ù Gesamtkapitalrentabilität (Return on Assets)
- ù Rentabilität des investierten Vermögens (Return on Investment, ROI)

¹⁵¹ Damit sind Anforderungen, wie Sicherheit, Liquidität, Rentabilität und Wachstum des Unternehmens gemeint.

¹⁵² Vgl. Meiswinkel, C. (1989), S. 20.

¹⁵³ Vgl. Ohl, H.-P. (1994), S. 243 und Franke, G./Hax, H. (1994), S. 466.

¹⁵⁴ Vgl. Neish, S. (1994), S. 26-28. Für weitergehende Ausführungen zu diesem Themenkomplex siehe: Myers, S. (1993).

¹⁵⁵ Vgl. Ohl, H.-P. (1994), S. 246-250.

Wird die zusätzliche Liquidität statt zur Bilanzverkürzung zur Realisierung ergänzender, rentablerer Investitionsvorhaben genutzt, besteht die Aussicht, daß der erzielbare Gewinn des Unternehmens wächst. Auf diese Weise werden die Eigen- und Fremdkapitalrentabilität sowie der ROI ansteigen, ohne daß dem Unternehmen zusätzliches Kapital zugeführt werden muß. Es folgt also ein produktiverer Einsatz des vorhandenen Kapitals.¹⁵⁶

Unternehmen, die ABS als Finanzierungsalternative nutzen, können unabhängig von der Verwendung der erlangten Liquidität ihre Unternehmenskennzahlen verbessern und somit gegenüber externen Bilanzlesern und Kapitalgebern das Bild eines solventeren und rentableren Unternehmens abgeben.

4.1.3.2 Risikomanagement

Die Forderungsverbriefung ermöglicht nicht nur eine Verwendung in der oben angesprochenen extern orientierten Bilanzpolitik, sondern bewirkt auch eine bessere Steuerung des internen Risikomanagements.¹⁵⁷

Die ABS-Finanzierung erlaubt es, die den Forderungen immanenten Risiken bezüglich des Ausfalls und der Verzögerung von Zahlungen sowie der Zinsänderung zu separieren und diese auf Dritte zu übertragen. Dabei übernehmen die Nachfrager nur die Risiken, die sie am besten abschätzen und aufnehmen können. Es kommt somit zu einer „... für das Unternehmen günstigen Entbündelung („Unbundling“) der in der Bilanz enthaltenen Risiken“¹⁵⁸.

Das Zinsänderungsrisiko, definiert als das Risiko einer durch Marktzensänderungen induzierten Verringerung einer geplanten Ergebnisgröße¹⁵⁹, entsteht durch eine zins- und fristeninkongruente Refinanzierung. Aber gerade die Kongruenz der Finanzierung der Aktiv- und Passivseite einer Bilanz stellt ein vorrangiges Ziel der Unternehmen dar, weil sich auf diese Weise das Zinsänderungsrisiko minimieren läßt. Durch die Ausgliederung der Forderungen mittels Securitization lassen sich beide Bilanzseiten verkürzen und somit die in Deckung zu bringenden Zinspositionen verkleinern. Desweiteren kann die zusätzliche Liquidität so investiert werden, daß eine möglichst genaue Übereinstimmung der Zins- und Fristenkongruenz der Bilanzposten erreicht wird. Für den Originator besteht durch den Verkauf von zinssensitiven Forderungen und der daraus resultierenden fixen Einzahlung die Möglichkeit, sich gegen das Zinsänderungsrisiko zu immunisieren.¹⁶⁰

Die Veräußerung der Forderungen bietet weiterhin die Möglichkeit, die Zahlungsausfallrisiken besser zu steuern. Durch einen echten Verkauf der Vermögenswerte an die Zweckgesellschaft geht normalerweise auch das Ausfallrisiko auf diese über. Da der Originator aber in der Regel eine begrenzte Sicherungszusage gibt, limitiert er für sich dieses Risiko. Insbesondere für Industrie- und Handelsunternehmen stellt die Steue-

¹⁵⁶ Vgl. Ohl, H.-P. (1994), S. 250-252, Dickler, R. (1991), S. 116 und Arbeitskreis „Finanzierung“ der Schmalenbach-Gesellschaft - Deutsche Gesellschaft für Betriebswirtschaft e. V. (1992), S. 519.

¹⁵⁷ Vgl. Paul, S. (1994), S. 273.

¹⁵⁸ Dickler, R. (1991), S. 115.

¹⁵⁹ Vgl. Gablers Wirtschafts-Lexikon (1993), S. 3891.

¹⁶⁰ Vgl. Ohl, H.-P. (1994), S. 253.

zung der Kreditrisiken aus den Forderungen eine Aufgabe dar, die nicht dem eigentlichen Geschäftsfeld der Unternehmen zuzuordnen ist.¹⁶¹ Mit der ABS-Finanzierung wird dem Originator die Möglichkeit geboten, sich auf seine ursprüngliche Geschäftstätigkeit („core business“) zu konzentrieren und das Kreditrisiko auf darauf spezialisierte Unternehmen zu übertragen, die diese Aufgabe effizienter durchführen können.¹⁶²

Zu beachten ist allerdings, daß die veräußerten Forderungen der durchschnittlichen Qualität des Forderungsportfolios entsprechen. Falls der Originator nur ausgesuchte, hochwertige Forderungen verkauft, um für die ABS-Emission eine besonders gute Bonitätseinstufung zu erhalten, besteht die Gefahr, daß die Risikoposition aus dem Restportfolio ansteigt und somit der gewünschte Effekt der Risikoreduzierung ausbleibt. Werden die Forderungen gemäß der „random walk“-Methode ausgewählt, ist davon auszugehen, daß die Risikoposition für den Originator durch den Verkauf risikobehafteter Forderungen und dem Erhalt risikoloser Geldmittel vermindert wird.¹⁶³

Mit der Verwendung von ABS-Finanzierungen läßt sich auch das Refinanzierungsrisiko von Unternehmen reduzieren. Einerseits ist dies durch die schon angesprochene Schonung bestehender Kreditlinien erreichbar, andererseits dadurch, daß ABS-Transaktionen üblicherweise auf die speziellen Bedürfnisse des Originators zugeschnitten sind. Somit werden die Ziele einer zins- und fristenkongruenten Finanzierung besser realisiert. Weiterhin erleichtert die vorzeitige Liquidation von Forderungen die Finanzplanung der Unternehmen.¹⁶⁴

Es ergibt sich das Fazit, daß die Verwendung von ABS-Finanzierungen eine explizite und effiziente Risikoaufteilung auf den Originator, die Sicherungsgeber und die Investoren ermöglicht. Beim Forderungsverkäufer verbleiben nur die Risiken, die er aus seiner Sicht am besten aufnehmen und steuern kann. Somit wird ein effizienteres Risikomanagement erreicht.¹⁶⁵

4.1.3.3 Qualitative Aspekte

Im Zusammenhang mit der finanziellen Unternehmensführung müssen schließlich noch die qualitativen Auswirkungen einer ABS-Finanzierung diskutiert werden. Obwohl sich diese nicht konkret bewerten lassen, müssen die von ihnen ausgehenden positiven und negativen Folgen auf finanzielle und bilanzielle Zusammenhänge berücksichtigt werden.¹⁶⁶

Zunächst folgen potentielle Vorteile, wobei die Verschuldungsfähigkeit der Firmen einen ersten Aspekt darstellt. Durch den Verkauf von Vermögenswerten kann das Unternehmen seine Verschuldungsfähigkeit steigern und in eine andere Risikoklasse eingeordnet werden, indem es entweder durch die Tilgung von Verbindlichkeiten sein Bilanzbild verbessert, wodurch geringere Zins- und Steuerzahlungen anfallen. Oder

¹⁶¹ Unternehmen bieten Finanzierungsmöglichkeiten für ihre Kunden häufig nur aus Absatz- und Marketinggesichtspunkten an. Außer für Banken und spezielle Finanzierungsinstitute liegt dieses Geschäftsfeld außerhalb ihres eigentlichen Tätigkeitsfeldes.

¹⁶² Vgl. Ohl, H.-P. (1994), S. 256 und Paul, S. (1991), S. 31-32.

¹⁶³ Vgl. Benner, W. (1988), S. 412-413 und Ohl, H.-P. (1994), S. 256-257.

¹⁶⁴ Vgl. Ohl, H.-P. (1994), S. 257 und Paul, S. (1994), S. 278-280.

¹⁶⁵ Vgl. Böhmer, M. (1996), S. 27.

¹⁶⁶ Vgl. Ohl, H.-P. (1994), S. 258.

aber es setzt die liquiden Mittel in ertragreichere Investitionen ein, um steigende Erlöse zu erwirtschaften.¹⁶⁷ Bedingung dafür ist allerdings, daß die Kapitalgeber die Bilanzkennzahlen als Entscheidungskriterien benutzen und daß der Risikogehalt der neuen Investitionen nicht über dem der bereits getätigten liegt. Anderweitig wäre eine Risikoreduktion und somit eine mögliche höhere Verschuldungsfähigkeit nicht gegeben. Zu bedenken ist weiterhin, daß eine ABS-Finanzierung die Verschuldungsgrenze nur dann erhöht, wenn bereits sämtliche anderen Finanzierungsmöglichkeiten ausgeschöpft sind.¹⁶⁸ Werden ABS nur als letzter finanzieller „Rettungsanker“ verwendet, wird dies die Glaubwürdigkeit des Unternehmens reduzieren. Die Vertrauenswürdigkeit kann nur sichergestellt werden, indem diese Finanzierungsmethode kontinuierlich - und nicht nur in Krisenzeiten - eingesetzt wird. Dafür sprechen unter anderem auch die hohen Kosten bei der erstmaligen Emission.¹⁶⁹

Ein zweiter Punkt betrifft die Flexibilität und Unabhängigkeit des Unternehmens aufgrund der Verwendung von ABS. Einerseits können diese Eigenschaften verbessert werden, weil der Originator durch die Schonung bestehender Kreditlinien und die Verwendung eines weiteren Instrumentes zur Risikosteuerung sowie durch die größere Unabhängigkeit gegenüber einzelnen Kapitalgebern einen Flexibilitätsgewinn verzeichnen kann.¹⁷⁰ Andererseits kann der Originator seine Kundenbeziehungen beibehalten, wenn er die Aufgaben des Service Agent übernimmt.¹⁷¹ Die Vergütung einer Provision für diese Tätigkeit bietet außerdem eine weitere Einnahmequelle.¹⁷²

Schließlich sind die Auswirkungen auf den guten Ruf des Unternehmens zu erwähnen. Zum einen kann eine verbesserte Bonitätseinstufung die Reputation des Unternehmens steigern und Kompetenz in Bezug auf die Verwendung innovativer Finanzinstrumente demonstriert werden. Zum anderen können aber genauso gut negative Folgen eintreten, falls die Veräußerung von Forderungen mit dem „Verkauf des Tafelsilbers“ verglichen und so eine mangelnde Solvenz des Originators vermutet wird.¹⁷³ Desweiteren ergeben sich negative Folgen, falls die ABS-Emission aufgrund einer falschen Strukturierung oder falsch eingeschätzter Investorenpräferenzen gar nicht oder nur schleppend am Kapitalmarkt plaziert werden kann.¹⁷⁴

Aus der Verwendung von ABS können sich weitere negative Folgen ergeben. Werden die Forderungen aufgrund bilanzieller Erfordernisse durch einen echten Verkauf an die Zweckgesellschaft veräußert, ist der Originator nur noch Verwalter der Forderungen und kann nicht mehr flexibel und gegebenenfalls kulant auf die Zahlungsbedürfnisse seiner Kunden reagieren. Es besteht weiterhin die Gefahr, daß sich das Unterneh-

¹⁶⁷ Vgl. Arbeitskreis „Finanzierung“ der Schmalenbach-Gesellschaft - Deutsche Gesellschaft für Betriebswirtschaft e. V. (1992), S. 519.

¹⁶⁸ Vgl. Ohl, H.-P. (1994), S. 259.

¹⁶⁹ Vgl. Arbeitskreis „Finanzierung“ der Schmalenbach-Gesellschaft - Deutsche Gesellschaft für Betriebswirtschaft e. V. (1992), S. 520 und Ohl, H.-P. (1994), S. 259.

¹⁷⁰ Vgl. Ohl, H.-P. (1994), S. 260-263.

¹⁷¹ Insbesondere für Kreditinstitute ist der dauerhafte Kundenkontakt außerordentlich wichtig, da diese Komponente das Besondere für Banken und ihre Kunden ausmacht.

¹⁷² Vgl. Arbeitskreis „Finanzierung“ der Schmalenbach-Gesellschaft - Deutsche Gesellschaft für Betriebswirtschaft e. V. (1992), S. 520-521.

¹⁷³ Vgl. Ohl, H.-P. (1994), S. 261.

¹⁷⁴ Vgl. Dickler, R. (1991), S. 118.

men aufgrund der Securitization in Abhängigkeit zur Finanzierung mittels ABS begibt, da die Kapitalgeber sich an bessere Bilanzkennzahlen gewöhnen und deren Verschlechterung durch den Verzicht auf ABS hohen Erklärungsaufwands bedarf. Schließlich kann sich der Finanzmittelbedarf des Forderungsverkäufers, der durch seine Hausbanken gedeckt wird, aufgrund der Verwendung von ABS reduzieren, wodurch sich langfristig die etablierten Beziehungen zu den Kreditinstituten verschlechtern können.¹⁷⁵ Hierbei ist zu bedenken, daß die Banken in den Strukturierungs- und Emissionsprozeß von ABS-Finanzierungen eingebunden werden können, so daß sich ebenso eine Verbesserung der Kunden-Bank-Beziehung einstellen kann.

4.2 Spezielle Gesichtspunkte bei Kreditinstituten

Für Kreditinstitute ergeben sich aus ABS-Finanzierungen spezielle Vor- und Nachteile. Insbesondere für Banken ist die Auseinandersetzung mit dieser Finanzierungsalternative von besonderer Bedeutung. Erstens stellen Kreditinstitute „Assetpools par excellence“¹⁷⁶ dar, zweitens gelten für sie aufsichtsrechtlich determinierte Eigenkapitalvorschriften und drittens können sich neue Einnahmequellen für Banken aufgrund verschiedener Rollen im ABS-Emissionsprozeß ergeben.¹⁷⁷ Mögliche positive wie negative Folgen aus diesen besonderen Aspekten sollen im folgenden erläutert werden.

Kreditinstitute, als klassische Finanzintermediäre, bilden eine ideale Voraussetzung für den Verbriefungsprozeß von Forderungen. Die Gewährung von Buchkrediten hat zur Folge, daß sich die Aktiva von Banken aus einer Vielzahl von relativ kleinen und bezüglich der Forderungsschuldner diversifizierten Forderungen zusammensetzen, die einen permanenten Cash Flow generieren. Die im vorherigen Kapitel angesprochenen Aspekte gelten für Kreditinstitute in gleicher Weise.

Bei Banken nimmt das Risikomanagement der Bilanzstruktur und des bestehenden Forderungsportfolios eine herausragende Stellung ein. Eine ABS-Finanzierung bietet hier die Möglichkeit, die Erfolgsrisiken aus Kreditausfällen und Zinsänderungsrisiken effektiver zu steuern, indem diese auf die an der ABS-Transaktion Beteiligten aufgeteilt werden.¹⁷⁸ Außerdem können Liquiditätsrisiken effizienter gesteuert werden, die sich aus fristeninkongruenter Refinanzierung und Liquiditätsverknappung wegen unerwarteter Kreditanspruchnahme oder Einlagenabzug ergeben. Das bestehende Portfolio kann mittels ABS umstrukturiert werden, indem Forderungen von nicht mehr erwünschten Kunden¹⁷⁹ veräußert werden und die erlangten Finanzmittel für die Ausweitung der Geschäftstätigkeit mit neuen Zielgruppen verwendet werden.

¹⁷⁵ Vgl. Ohl, H.-P. (1994), S. 260-263.

¹⁷⁶ Arbeitskreis „Finanzierung“ der Schmalenbach-Gesellschaft - Deutsche Gesellschaft für Betriebswirtschaft e. V. (1992), S. 521.

¹⁷⁷ Vgl. Arbeitskreis „Finanzierung“ der Schmalenbach-Gesellschaft - Deutsche Gesellschaft für Betriebswirtschaft e. V. (1992), S. 521.

¹⁷⁸ Vgl. Meiswinkel, C. (1989), S. 21-25.

¹⁷⁹ Dabei muß es sich keinesfalls um bonitätsmäßig schlechte Kunden handeln, sondern vielmehr um Kunden, die aus strategischen Gründen nicht mehr der fokussierten Zielgruppe angehören.

Außerdem können Kreditinstitute bei entsprechender Nachfrage Festzinskredite über ein von ihnen gewünschtes Maß vergeben, ohne Gefahr zu laufen, daraus ein zu hohes Zinsänderungsrisiko einzugehen, da diese Kredite entsprechend verbrieft werden können.¹⁸⁰ Baums spricht davon, daß möglicherweise das traditionelle, bilanzwirksame Kreditgeschäft in eine bilanzunwirksame Finanzdienstleistung umgeformt wird, die aus der Kreditvergabeentscheidung und der unmittelbaren Veräußerung dieser Forderungen besteht, so daß sich die Risiken für Kreditinstitute stark einschränken lassen.¹⁸¹

ABS-Finanzierungen spielen auch im Rahmen der verschärften Eigenkapitalanforderungen eine entscheidende Rolle. Ist es den Kreditinstituten nicht möglich, diese Anforderungen durch zusätzliche Aufnahme haftenden Eigenkapitals zu erreichen, können Forderungen verbrieft und damit Verbindlichkeiten getilgt werden, so daß die aufsichtsrechtlichen Anforderungen dennoch erfüllt werden.¹⁸² Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIS) hat eine achtprozentige Eigenkapitalunterlegung für die risikogewichteten Aktiva einer Bank als Untergrenze dieser Anforderungen definiert. Für die Ermittlung der tatsächlichen Eigenkapitalquote wird die „Cooke-Ratio“ herangezogen, bei der die vorhandenen Aktiva je nach Risikogehalt gewichtet werden¹⁸³ und die daraus ermittelte Summe mit dem Eigenkapital ins Verhältnis gesetzt wird.¹⁸⁴ Im Gegensatz zu vielen US-amerikanischen und anderen europäischen Banken verfügen deutsche Kreditinstitute jedoch über ausreichende Eigenkapitalmittel, so daß für sie die Nutzung von ABS-Finanzierungen zur Erreichung dieser Anforderungen weniger interessant ist. Allerdings geht das Management deutscher Banken immer mehr vom „Bilanzsummendenken“ als Zielgröße weg und konzentriert sich auf die Maximierung der Eigenkapitalrendite, wobei, wie bereits festgestellt, Verbriefungen von Forderungen hilfreich sein können.¹⁸⁵

Als letzter spezieller Aspekt ist die Chance anzusehen, daß Kreditinstitute bei ABS-Emissionen verschiedene neue Einnahmequellen erschließen können. Dies sind beispielsweise Provisionserträge für die Aufgaben als Garantiegeber, Gründer von SPVs, Service Agent, Arrangeur oder Emissionsbank.¹⁸⁶ Aufgrund sinkender Zinsmargen im traditionellen Kreditgeschäft stellen diese neuen Einsatzfelder eine Möglichkeit zur Verlagerung vom Zins- zum Provisionsgeschäft dar.¹⁸⁷

Eine Umfrage bei Banken bezüglich Asset Backed Securities hat ergeben, daß als wichtigste Motive für einen potentiellen Einsatz von ABS Kostenvorteile, neue Bilanzmanagementmöglichkeiten und die Diversifikation von Refinanzierungsmöglichkeiten genannt wurden.¹⁸⁸ Somit werden die gleichen Vorzüge ge-

¹⁸⁰ Vgl. Meiswinkel, C. (1989), S. 22 und 24.

¹⁸¹ Vgl. Baums, T. (1993), S. 3-4.

¹⁸² Vgl. Arbeitskreis „Finanzierung“ der Schmalenbach-Gesellschaft - Deutsche Gesellschaft für Betriebswirtschaft e. V. (1992), S. 521.

¹⁸³ Dabei belaufen sich die Gewichte auf 0, 20, 50 oder 100%, je nachdem, welcher Risikoklasse die Aktiva zuzuordnen sind.

¹⁸⁴ Vgl. Allen, C./Thomas, A. (1991), S. 163-164.

¹⁸⁵ Vgl. Paul, S. (1994), S. 269.

¹⁸⁶ Vgl. Arbeitskreis „Finanzierung“ der Schmalenbach-Gesellschaft - Deutsche Gesellschaft für Betriebswirtschaft e. V. (1992), S. 521.

¹⁸⁷ Vgl. Paul, S. (1991), S. 30.

¹⁸⁸ Vgl. Peters, M./Bernau, O. (1995), S. 714-717.

nannt, die auch für Nichtbanken gelten, wobei Kreditinstitute besonders dafür geeignet scheinen, die potentiellen Vorteile dieser neuen Finanzierungsalternative für sich zu nutzen.

4.3 Ertrags- und Risikoaspekte der Investoren

Als Investoren in Asset Backed Securities treten überwiegend institutionelle Anleger, wie Investmentfonds, Banken, Versicherungen, Geldmarkt- und Pensionsfonds auf. Nur vereinzelt haben Privatanleger bisher Interesse an dieser neuen Anlagemöglichkeit gezeigt, was auf die Komplexität der Emissionsstrukturen und die in der Regel große Stückelung der Wertpapiere zurückzuführen ist.¹⁸⁹

Die Entscheidungskriterien der Anleger sind die drei klassischen Anlageziele Sicherheit, Rentabilität und Liquidität.¹⁹⁰ Inwieweit die Investition in ABS eine bessere Kapitalanlage darstellt als die Anlage in festverzinsliche Wertpapiere, die direkt vom Originator emittiert werden, soll im folgenden anhand dieser Kriterien analysiert werden.

Die Sicherheit von ABS-Papieren wird durch die Diversifikation der Risiken aus den ursprünglichen Forderungen, den Einbau ergänzender Sicherungslinien und der Vermeidung der Insolvenz des Emittenten hergestellt. Somit erreichen diese Wertpapiere üblicherweise sehr gute Ratingeinstufungen. Während der Laufzeit der ABS können nur eine starke Bonitätsverschlechterung der Sicherungsgeber oder außergewöhnlich hohe Zahlungsausfälle der Forderungsschuldner zu einer Herabstufung des Ratings führen.¹⁹¹ Eine Reduzierung des Ratings des Originators wird hingegen die Bonität der ABS nicht beeinflussen, da keine wirtschaftliche Verbindung zur emittierenden Zweckgesellschaft besteht.¹⁹²

Das Pricing und somit die Rendite, die Investoren aus ABS-Papieren erhalten, hängt vom allgemeinen Zinsniveau und der Zinsstrukturkurve, von den Zahlungsmodalitäten, der erwarteten durchschnittlichen Laufzeit, dem Rating und schließlich der Wahrscheinlichkeit vorzeitiger Tilgungen ab.¹⁹³ Der Zinsaufschlag gegenüber vergleichbaren Staatsanleihen, die aufgrund eines ebenso guten Ratings als Vergleichsmaßstab dienen, kann je nach Emissionsstruktur zwischen 40 und 150 bp betragen. Somit gewähren ABS den Investoren eine attraktive Rendite bei einer Bonität, die mit der von Staatspapieren vergleichbar ist.¹⁹⁴

Dieser Zinsspread ist dadurch zu erklären, daß ABS trotz hoher Bonität Risiken beinhalten, die vergleichbare festverzinsliche Wertpapiere nicht aufweisen. Diese Risiken liegen im Prepayment-Risiko, wodurch die Laufzeit der ABS unsicher ist und ein Reinvestitionsrisiko für die Anleger entsteht. Aus diesem Grund wei-

¹⁸⁹ Vgl. Meiswinkel, C. (1989), S. 27 und Ohl, H.-P. (1994), S. 332.

¹⁹⁰ Vgl. Meiswinkel, C. (1989), S. 27.

¹⁹¹ Vgl. Willburger, A. (1997), S. 78.

¹⁹² Vgl. Meiswinkel, C. (1989), S. 27.

¹⁹³ Vgl. Lerbinger, P. (1987), S. 315.

¹⁹⁴ Vgl. Lerbinger, P. (1987), S. 315, Meiswinkel, C. (1989), S. 28 und Ohl, H.-P. (1994), S. 361.

sen Pass-Through-Konstruktionen einen höheren Zinsspread auf als Pay-Through-Varianten, welche über feste Zahlungsvereinbarungen verfügen.¹⁹⁵ Die Möglichkeit der Forderungsschuldner, ihre Kredite vor Fälligkeit zurückzuzahlen, ist vergleichbar mit einer amerikanischen Call Option. In diesem Fall ist der Investor der ABS Stillhalter dieser Option und erhält dafür die Optionsprämie, die einen Teil des Zinsaufschlages respektive höhere Rendite der ABS ausmacht.¹⁹⁶

Im Bereich der herkömmlichen Analyse festverzinslicher Wertpapiere hat das Prepayment-Risiko Folgen für die Kennzahlen „Modified Duration“ und „Konvexität“. Beide stellen ein Maß für das Marktziinsänderungs- und somit für das Kurswertänderungsrisiko dieser Wertpapiere dar.¹⁹⁷ „Die Modified Duration zeigt die prozentuale Kursveränderung von Anleihen in Abhängigkeit der Veränderung des Marktziinsniveaus an“¹⁹⁸. Aufgrund der Prämissen wird bei der Berechnung ein systematischer Fehler begangen, da ein linearer Zusammenhang zwischen Anleihekursen und Marktziinsen angenommen wird. In der Realität liegt ein nichtlinearer Zusammenhang vor, was mit der Kennzahl der Konvexität erfaßt wird. Bei regulären Anleihen werden die Wirkungen von Marktziinsänderungen auf den Anleihekurs permanent unterschätzt. Das hat zur Folge, daß bei Zinsanstiegen der Kurs der Anleihe unterproportional sinkt und bei Marktziinsrückgängen der Anleihekurs überproportional steigt.

Bei ABS führen allerdings vorzeitige Rückzahlungen zu einer negativen Konvexität, also einem konkaven Kurvenverlauf. Somit weisen sie ein asymmetrisches Kursverhalten auf, bei dem die Kursgewinne bei fallenden Zinsen begrenzt sind und bei steigenden Zinsen zu hohen, überproportionalen Verlusten führen.¹⁹⁹ Die negative Konvexität ist eine weitere Ursache für den höheren Zinsspread im Vergleich zu traditionellen festverzinslichen Wertpapieren.

Die Liquidität, verstanden als die Möglichkeit, Wertpapiere jederzeit zu fairen Marktpreisen kaufen bzw. verkaufen zu können,²⁰⁰ kann für ABS nicht einheitlich bestimmt werden. Entscheidend sind in diesem Zusammenhang die Komplexität der Wertpapierstruktur, das Volumen der Emission und insbesondere die Art der Plazierung. Bei öffentlichen Plazierungen über Wertpapierbörsen wird eine höhere Liquidität, also ein geringerer Zinsaufschlag, vorliegen als bei Privatplazierungen. Im allgemeinen ist davon auszugehen, daß der Markt für ABS nicht die hohe Liquidität aufweist, die bei traditionellen festverzinslichen Wertpapie-

¹⁹⁵ Vgl. Meiswinkel, C. (1989), S. 27-28 und Paul, S. (1994), S. 174.

¹⁹⁶ Vgl. Böhmer, M. (1996), S. 42-43.

¹⁹⁷ Für diese Kennzahlen gelten allerdings die Prämissen, daß eine flache Zinsstrukturkurve vorliegen muß und daß bei Zinsänderungen eine Parallelverschiebung der Zinsstrukturkurve stattfindet. Vgl. Steiner, M./Bruns, C. (1996), S. 154.

¹⁹⁸ Steiner, M./Bruns, C. (1996), S. 158.

¹⁹⁹ Vgl. Ohl, H.-P. (1994), S. 346. Begründet werden kann dies damit, daß bei sinkenden Zinsen die vorzeitigen Rückzahlungen ansteigen und diese zu gesunkenen Zinssätzen reinvestiert werden müssen, weshalb sich das Kurssteigerungspotential gegenüber herkömmlichen Anleihen reduziert. Bei steigenden Zinsen vermindern sich hingegen die Prepayments, so daß sich die Rückzahlungen der ABS verlangsamen und nicht zu höheren Zinsen wiederangelegt werden können. Vgl. dazu Paul, S. (1994), S. 174-178.

²⁰⁰ Vgl. Steiner, M./Bruns, C. (1996), S. 73.

ren vorliegt, so daß eine Illiquiditätsprämie gezahlt werden muß, was wiederum im vorhandenen Zins-spread sichtbar wird.²⁰¹

Es läßt sich also feststellen, daß Asset Backed Securities für Investoren eine attraktive und interessante Anlagealternative gegenüber herkömmlichen festverzinslichen Wertpapieren darstellen. Können die Anleger die besonderen Risiken von ABS für sich abschätzen und sind sie in der Lage, diese zu übernehmen, bieten diese Wertpapiere vergleichsweise hohe Renditen bei hervorragenden Bonitätseinstufungen.

4.4 Gesamtwirtschaftliche Aspekte

Neben den bereits diskutierten Vor- und Nachteilen von ABS-Finanzierungen auf betriebswirtschaftlicher Ebene sollen in diesem Abschnitt gesamtwirtschaftliche Aspekte näher erläutert werden und insbesondere mögliche negative Auswirkungen auf die Geldwertstabilitätspolitik der Deutschen Bundesbank diskutiert werden.

Die Emission von Asset Backed Securities hat zur Folge, daß Kreditinstitute aus dem Finanzierungsprozeß ausgegliedert werden, indem Kapitalnachfrager sich direkt an die Kapitalanbieter respektive die Investoren wenden. Die Banken übernehmen somit nicht mehr die Rolle des klassischen Finanzintermediärs in Bezug auf Fristen-, Losgrößen- und Risikotransformation von Einlagen und Krediten, sondern nur noch Aufgaben als vermittelnde Finanzdienstleister. Aufgrund dieser Ausgliederung werden gemäß *Ohl* Intermediationskosten, wie Transaktions-, Transformations- und Informationskosten, eingespart.²⁰²

Aufgrund der Aufteilung der den Forderungen immanenten Risiken auf den Originator, die zusätzlichen Sicherungsgeber und die Investoren kommt es zu einer marktmäßigen Bewertung dieser Risiken. Es übernehmen somit nur diejenigen entsprechende Risiken, die sie selbst am besten abschätzen können und bereit sind, diese aufzunehmen. Außerdem werden die Risiken breiter gestreut, was letztlich zu einer verbesserten gesamtwirtschaftlichen Risikoallokation führt.²⁰³ Die Schaffung neuer Anlagemöglichkeiten in Form von ABS führt zu einer Ausweitung der Finanztitel, die Investoren zur Verfügung stehen. Die verbesserte Risikoallokation und die erweiterten Investitionsmöglichkeiten tragen zu einer gesteigerten Effizienz der Geld- und Kapitalmärkte bei.²⁰⁴

Allerdings besteht die Gefahr, daß die Reallokation von Kreditrisiken und die damit verbundene Disintermediation sowie die Schaffung neuer Anlageformen zu einer Destabilisierung des bestehenden Finanzsys-

²⁰¹ Vgl. Dickler, R. (1991), S. 119, Eisenächer, B. (1994), S. 67-68 und Meiswinkel, C. (1989), S. 28-29.

²⁰² Vgl. Ohl, H.-P. (1994), S. 263.

²⁰³ Vgl. Deutsche Bundesbank (1995a), S. 29.

²⁰⁴ Vgl. Pollock, P./Stadum, E./Holtermann, G. (1991), S. 278 und Rosenthal, J./Ocampo, J. (1988), S. 12-17.

stems führen könnte.²⁰⁵ In zweifacher Hinsicht bestehen Bedenken bezüglich eventueller Nachteile für die Gesamtwirtschaft.

Einerseits wird befürchtet, daß Kreditinstitute durch die Verbriefung von Forderungen anzeigen, daß sie Schwierigkeiten bei der Erfüllung der aufsichtsrechtlich determinierten Eigenkapitalanforderungen haben und somit potentielle finanzielle Schwierigkeiten signalisieren. Würden Gläubiger daraufhin vermehrt Einlagen abziehen und würde es daraufhin zu Liquiditätsproblemen kommen, bestünde das Risiko massiver Vertrauensverluste in das Bankensystem, was zu dessen Destabilisierung führen könnte.²⁰⁶ Ähnliche Folgen könnten sich ergeben, falls Kreditinstitute nur bonitätsmäßig hochwertige Forderungen verbrieften und sich deshalb die Qualität des restlichen Kreditportfolios und somit die Bonität der Banken verschlechtert.

Empirische Anhaltspunkte für diese These liegen laut *Paul* aber nicht vor, da der verstärkte Einsatz der Forderungsverbriefung US-amerikanischer Banken nicht zu Vertrauensverlusten oder einer Verschlechterung der Kreditportfolios und somit zu einer Destabilisierung des Bankensystems geführt hat.²⁰⁷

Andererseits wird es als gesamtwirtschaftlich bedenklich angesehen, daß mit der Verwendung von ABS-Finanzierungen die Geldpolitik der Deutschen Bundesbank unterlaufen wird. Diese sorgt mit der Steuerung der Geldmengenentwicklung für die gesetzlich vorgegebene Preisniveaustabilität. Da auf längere Sicht zwischen Geldmengen- und Preisniveaumentwicklung ein theoretisch fundierter und empirisch nachweisbarer Zusammenhang besteht, wird unter anderem das Geldmengenvolumen als Steuerungsgröße verwendet.²⁰⁸ Kreditinstitute haben die Möglichkeit, die Geldmenge durch Geld- bzw. Kreditschöpfung zu beeinflussen. *Schneider/Eichholz/Ohl* befürchten, daß es aufgrund von Forderungsverbriefungen der Kreditwirtschaft zu einer Schwächung des Einflusses der Bundesbank auf die Entwicklung der Geldmenge kommen kann. Sie begründen ihre Bedenken anhand der Kreditschöpfungstheorie, die von folgender Multiplikatorbeziehung zur Berechnung der maximalen Kreditgewährung und somit der maximalen Geldmengenerhöhung ausgeht.²⁰⁹

$$(5) \quad \Delta K_{\max} = \Delta M_{\max} = \frac{1}{m + b \cdot (1 - m)} \cdot \ddot{U}R$$

mit

ΔK_{\max}	=	maximale Kreditschöpfung
ΔM_{\max}	=	maximale Geldschöpfung
b	=	Bargeldhaltungskoeffizient
m	=	Mindestreservesatz
$\ddot{U}R$	=	Überschußreserven

Die Kreditvergabemöglichkeiten einer Bank werden einerseits durch die vorhandenen Überschußreserven respektive das frei verfügbare Zentralbankgeld begrenzt und andererseits durch die Bargeldhaltung der

²⁰⁵ Vgl. Deutsche Bundesbank (1995a), S. 29-30 und Dickler, R. (1991), S. 121-122.

²⁰⁶ Vgl. Paul, S. (1994), S. 312-313.

²⁰⁷ Vgl. Paul, S. (1994), S. 313.

²⁰⁸ Vgl. Deutsche Bundesbank (1995b), S. 68-80.

²⁰⁹ Vgl. Schneider, U./Eichholz, R./Ohl, H.-P. (1992), S. 1456.

Wirtschaftssubjekte und die von der Bundesbank festgelegten Mindestreservesätze eingeschränkt. Es wird nun argumentiert, daß mittels Verbriefung von Forderungen der Bank Liquidität zufließen würde, die sie zur Ausweitung der Kreditvergabe nutzen könnte. Würde die Refinanzierung statt dessen mit regulären Einlagen²¹⁰ der Bank durchgeführt, müßten auf diese unverzinsliche Mindestreserven bei der Bundesbank gehalten werden, die die Kreditvergabemöglichkeiten einschränken würden. Zu bedenken ist allerdings, daß die durch ABS-Finanzierungen gewonnene Liquidität nur dann mindestreservefrei ist, wenn die ABS-emittierende Zweckgesellschaft ihren Sitz im Ausland hat. Das Kreditinstitut kann dann die gesamten zusätzlichen liquiden Mittel zur weiteren Kreditvergabe nutzen, sofern eine entsprechende Eigenkapitalbasis besteht.²¹¹ Wird auf diese Weise die Kredit- und damit die Geldschöpfung ausgeweitet, besteht die Gefahr, daß die Mindestreservpolitik der Deutschen Bundesbank als eine Variante der Grobsteuerung der Geldmengenentwicklung geschwächt wird und es somit zu einer Geldwertinstabilität bzw. einer erhöhten Inflation kommt.

Gegen diese These spricht, daß die Mindestreservpolitik nur eines der geldpolitischen Instrumente der Bundesbank ist. Weitaus wichtiger sind die Diskont- und Lombardpolitik sowie die Offenmarktpolitik, weshalb gemäß *Paul* die Mindestreserve nicht mehr aktiv zur Beeinflussung der Bankenliquidität und der Geldmengensteuerung eingesetzt wird, so daß aus der Forderungsverbriefung von Kreditinstituten keine zusätzlichen inflationären Gefahren drohen.²¹²

Zusammenfassend läßt sich feststellen, daß die Finanzierung mittels Asset Backed Securities gesamtwirtschaftliche Vorteile aufgrund der Reduzierung von Intermediationskosten und der effizienteren Allokation von Risiken zur Folge hat. Außerdem sind Nachteile für die Gesamtwirtschaft aufgrund einer möglichen Destabilisierung des Finanzsystems und einer reduzierten Einflußnahme der Zentralbank auf die Steuerung der Geldmenge nicht zu erwarten.

Nachdem in diesem Kapitel potentielle Vor- und Nachteile aus der Verbriefung von Forderungen gegenüber traditionellen Finanzierungsalternativen diskutiert wurden, sollen im folgenden die spezielle Entwicklung und eventuelle Marktchancen von ABS auf dem deutschen Finanzmarkt erläutert werden.

²¹⁰ Dabei handelt es sich um Sicht-, Termin- und Spareinlagen.

²¹¹ Vgl. Schneider, U./Eichholz, R./Ohl, H.-P. (1992), S. 1456-1457.

²¹² Vgl. Paul, S. (1994), S. 311.

5 Entwicklung und Marktchancen von ABS auf dem deutschen Finanzmarkt

5.1 ABS und vergleichbare Instrumente auf dem deutschen Kapitalmarkt

Nachdem die Charakteristika sowie die Vor- und Nachteile von Asset Backed Securities erläutert worden sind, stellt sich die Frage, ob auf dem deutschen Kapitalmarkt bereits Finanzinstrumente existieren, die ähnliche Eigenschaften wie ABS aufweisen. Falls dies der Fall sein sollte, wäre ein Vergleich insbesondere aufgrund der spezifischen Vor- und Nachteile dieser neuen Finanzierungsart relevant, um herauszufinden, ob ein mögliches Interesse an ABS am deutschen Markt besteht.²¹³

Ein sehr ähnlich gestaltetes Instrument sind Pfandbriefe, weil sie eine Refinanzierungsmöglichkeit darstellen, in deren Konstruktion Hypothekenkredite als Sicherheit für die emittierten Wertpapiere dienen. Daher ist ein Vergleich mit hypothekarisch besicherten ABS, den Mortgage Backed Securities (MBS), naheliegend. Die starke Ähnlichkeit dieser Finanzinstrumente führt zu der Frage, inwieweit MBS eine Alternative oder nur eine Redundanz zu Pfandbriefen darstellen.

Da ABS grundsätzlich durch einen Verkauf von Finanzaktiva zu charakterisieren sind, bietet sich zusätzlich ein Vergleich mit dem Factoring und der Forfaitierung an, da die Veräußerung von Forderungen bei diesen Instrumenten ebenso im Vordergrund steht und diese schon lange auf dem deutschen Kapitalmarkt bekannt sind.

5.1.1 Mortgage Backed Securities versus Pfandbriefe

Pfandbriefe gehen in Deutschland auf die Zeit Friedrichs des Großen zurück, der diese 1769 kreierte und auf diese Weise das erste forderungsgestützte Wertpapier entwickelte.²¹⁴ Sie sind festverzinsliche Wertpapiere, die von Hypothekenbanken zur Refinanzierung von ihnen gewährter Hypothekendarlehen am Kapitalmarkt emittiert werden. Dabei dienen grundpfandrechtl. gesicherte Darlehen als verbrieftete Sicherheiten. In Deutschland wurde deren Emission und Bezeichnung 1899 durch das Hypothekendarlehenbankgesetz (HypBG) auf eine gesetzliche Grundlage gestellt. Demnach dürfen nur Hypothekenbanken unter Einhaltung strikter Bedingungen Pfandbriefe emittieren.²¹⁵

Das Hypothekendarlehenbankgesetz bildet durch drei Grundprinzipien ein einzigartiges Regelwerk, in dem das Ziel des Anlegerschutzes eine überragende Stellung einnimmt.²¹⁶ Das Deckungsprinzip spielt in diesem Zusammenhang die wichtigste Rolle. Es besagt, daß das Gesamtvolumen der emittierten Pfandbriefe durch

²¹³ Vgl. Eisenächer, B. (1994), S. 110.

²¹⁴ Vgl. Beelitz, F. (1990), S. B4.

²¹⁵ Vgl. Meiswinkel, C. (1989), S. 40.

²¹⁶ Vgl. Paul, S./Fehr, P. (1996a), S. 352.

Hypothekendarlehen in gleicher Höhe gedeckt sein muß. An die Deckungswerte werden vom Gesetzgeber hohe Anforderungen gestellt. Hierfür kommen nur Grundpfandrechte an Grundstücken in Betracht, wobei die Beleihung eines Grundstückes 60% des Beleihungswertes²¹⁷ nicht übersteigen darf.²¹⁸ Die Deckungswerte werden von einem Treuhänder, der vom Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen bestellt wird, einzeln in einem Register geführt und stehen im Insolvenzfall der Hypothekenbank allein den Pfandbriefinhabern zu. Gegenüber diesen haftet die Hypothekenbank zusätzlich noch mit ihrem sonstigen Vermögen, wodurch die außerordentliche Bedeutung des Gläubigerschutzes bei diesen Wertpapieren deutlich wird.²¹⁹

Das Spezialitätsprinzip beschränkt die Geschäftstätigkeit der Hypothekenbanken auf die grundsuldgesicherte Darlehensgewährung und deren Refinanzierung. Auf diese Weise wird eine übersichtliche und begrenzte Risikostruktur dieser Kreditinstitute erreicht, was den Präferenzen risikoaverser Anleger entgegenkommt.²²⁰

Schließlich gilt für Hypothekenbanken das Kongruenzprinzip, wonach die Laufzeiten der Pfandbriefe und der Darlehen ähnlich sein müssen. Deshalb haben die Pfandbriefgläubiger kein Kündigungsrecht und den Hypothekenbanken ist es ihrerseits nicht gestattet, Darlehen innerhalb der ersten 10 Jahre nach Vertragsabschluß zu kündigen. Somit wird das Zinsänderungsrisiko sowohl für die Investoren der Pfandbriefe als auch für die Banken begrenzt, was dem bereits angesprochenen Ziel des Anlegerschutzes dienlich ist.²²¹

Da Pfandbriefe von ihrer Konstruktion her am ehesten mit Mortgage Backed Securities vergleichbar sind, soll an dieser Stelle eine Gegenüberstellung dieser beiden Finanzinstrumente erfolgen. Eine Übereinstimmung liegt in der Unterlegung mit Hypothekenkrediten, wobei prinzipiell eine vollständige Deckung der emittierten Wertpapiere durch Forderungen vorliegt. Außerdem unterliegt der Forderungspool einer treuhänderischen Überwachung, weil dies aus Sicherheitsgründen gefordert wird, und zwar bei Pfandbriefen vom Gesetzgeber und bei MBS vom Kapitalmarkt.²²² Beide Instrumente besitzen üblicherweise erstklassige Bonitätseinstufungen. Erreicht wird dies allerdings auf unterschiedliche Weise. Pfandbriefe müssen die erwähnten gesetzlichen Anforderungen erfüllen und zusätzlich muß die vollständige Haftung des Kreditinstitutes gegeben sein. MBS hingegen erzielen ihre gute Bonität aus den zugrundeliegenden Forderungen und ergänzenden Sicherungsmaßnahmen.

Bei Pfandbriefen besteht keine direkte Verbindung zwischen den Zahlungsströmen aus den Darlehen und denjenigen an die Pfandbriefgläubiger. Vielmehr dient der gesamte Cash Flow der Hypothekenbank der Bedienung ausstehender Wertpapiere. Dies ist ein zentraler Unterschied zu MBS, bei denen grundsätzlich eine Koppelung der Cash Flows existiert. Ein weiteres Unterscheidungsmerkmal ist, daß die Übertragung

²¹⁷ Der Beleihungswert eines Grundstückes soll vorsichtig ermittelt werden und jederzeit bei Veräußerung erzielt werden können.

²¹⁸ Vgl. Fugel, H. (1991), S. 375 und Paul, S./Fehr, P. (1996a), S. 352.

²¹⁹ Vgl. Paul, S. (1994), S. 218.

²²⁰ Vgl. Eisenächer, B. (1994), S. 111-112.

²²¹ Vgl. Eisenächer, B. (1994), S. 112 und Paul, S. (1994), S. 218-219.

²²² Vgl. Eisenächer, B. (1994), S. 114 und Meiswinkel, C. (1989), S. 41.

der Kreditrisiken und möglicher Prepayment-Risiken auf Investoren im Pfandbriefsystem unbekannt ist, während diese Merkmale charakteristisch für MBS sind.²²³ Pfandbriefe und MBS unterscheiden sich außerdem dadurch, daß - wie bereits angesprochen - die Hypothekbank eine zusätzliche Absicherung für die Investoren darstellt, da für sie strenge bankaufsichtsrechtliche Regelungen und hohe Anforderungen an die Eigenkapitalmittel gelten.²²⁴ Die Zweckgesellschaft als Emittent der MBS unterliegt hingegen keiner Aufsichtsbehörde und wird üblicherweise mit einem minimalen haftenden Eigenkapital ausgestattet. Wie schon erwähnt liegt die Beleihungsgrenze für Grundstücke bei Pfandbriefen bei maximal 60% des Beleihungswertes, wohingegen diese Grenze („Loan-to-Value-Ratio“) bei MBS bis zu 90% des Verkehrswertes beträgt.²²⁵

Auch wenn auf den ersten Blick Ähnlichkeiten zwischen beiden Finanzinstrumenten vorzuliegen scheinen, so können diese nicht gleichgesetzt werden, da ihnen zwei unterschiedliche Intentionen zu Grunde liegen. Pfandbriefe sind als traditionelles Refinanzierungsinstrument speziell auf die Präferenzen von risikoaversen Anlegern ausgelegt, was bereits durch das streng regulierte Umfeld deutlich wird. MBS wurden hingegen aus bilanz- und steuerpolitischen Motiven entwickelt, um Regulierungen und Aufsichtsgremien zu umgehen.²²⁶ Aufgrund der unterschiedlichen Risikoübertragungen werden außerdem andere Anlegergruppen angesprochen. Pfandbriefe richten sich unter anderem auch aufgrund ihrer kleinen Stückelung vorwiegend an private Anleger, während durch MBS eher institutionelle Investoren angesprochen werden.²²⁷

Es läßt sich das Fazit ziehen, daß Mortgage Backed Securities sehr wohl eine Neuerung gegenüber Pfandbriefen darstellen und daß eine Einschätzung, welches Finanzinstrument besser oder schlechter ist, nicht möglich ist, da sie unterschiedliche Unternehmens- und Anlegerbedürfnisse erfüllen. Auf dem deutschen Kapitalmarkt ist eher mit Komplementarität statt mit Konkurrenz dieser Instrumente zu rechnen, wofür auch die erste deutsche öffentliche MBS-Emission der Rheinischen Hypothekbank AG unter Einschaltung der German Mortgage Securities B.V. (GEMS) im April 1995 spricht.²²⁸

²²³ Vgl. Paul, S./Fehr, P. (1996a), S. 352-353.

²²⁴ Beispielsweise gilt für Hypothekbanken in der Rechtsform einer AG ein einzuzahlendes Eigenkapital in Höhe von 8 Mio DM, wohingegen das Mindesteigenkapital einer regulären AG 100 TDM beträgt.

²²⁵ Vgl. Meiswinkel, C. (1989), S. 41 und Paul, S./Fehr, P. (1996a), S. 356.

²²⁶ Vgl. Eisenächer, B. (1994), S. 115 und Rohrer, B. (1994), S. 7.

²²⁷ Vgl. Paul, S. (1994), S. 219.

²²⁸ Vgl. Eisenächer, B. (1994), S. 115; Paul, S./Fehr, P. (1996a), S. 356 und Paul, S./Fehr, P. (1996b), S. 406-407. Die Motivation für die RheinHyp AG war die bilanzielle Ausgliederung von nachstelligen Darlehensteilen, die die Beleihungsgrenze von 60% des Beleihungswertes überschritten hatten. Aufgrund der Ausgliederung von nominal 522 Mio DM ergab sich zusätzlicher Spielraum für Neugeschäfte in Höhe von 4 Mrd DM. Für eine detaillierte Beschreibung dieser Transaktion siehe: Adlung, K. (1995), S. 546-549; Paul, S./Fehr, P. (1996b), S. 405-406 und Willburger, A. (1997), S. 132-138.

5.1.2 Asset Backed Securities versus Factoring und Forfaitierung

Aufgrund des Prinzips des Forderungsverkaufes bei ABS-Finanzierungen ergeben sich Parallelen zu den in Deutschland standardisierten Finanzinstrumenten Factoring und Forfaitierung, die im folgenden mit ABS verglichen werden sollen.

„Das Factoring ist ein Finanzierungsgeschäft, bei dem ein Finanzinstitut (Factor) die bei seinem Anschlußunternehmen (Klient) entstehenden Forderungen ankauft und das volle Risiko für ihren möglichen Ausfall übernimmt“²²⁹. Das gebräuchliche Factoring besteht aus drei Teilleistungen. Zum einen liegt eine Finanzierungsfunktion vor, da das Unternehmen durch den Verkauf von Vermögenswerten finanzielle Mittel vom Factor erhält. Zum anderen übernimmt der Factor die Dienstleistung des Debitorenmanagements wie die Buchführung, das Inkasso und das Mahnwesen. Schließlich überträgt der Forderungsverkäufer die Zahlungsausfallrisiken bzw. das Delkredererisiko²³⁰ der ursprünglichen Schuldner auf den Factor, wodurch dieser eine Kreditversicherungsfunktion übernimmt.²³¹

In der Praxis werden verschiedene Varianten des Factoring verwendet. Neben dem „echten“ Factoring, wie es oben beschrieben wurde, existiert das „unechte“ Factoring, bei dem das Delkredererisiko beim Forderungsverkäufer verbleibt. Weiterhin wird zwischen dem „offenen“ und dem „stillen“ Factoring unterschieden, wobei im ersten Fall der Forderungsschuldner über den Verkauf informiert wird und im zweiten Fall keine Kenntnis davon erlangt. Die ABS-Finanzierung ähnelt aufgrund dieser Unterscheidungsmerkmale am ehesten dem unechten und stillen Factoring, da das Delkredererisiko durch übliche Sicherungszusagen des Originators nicht vollständig auf die Zweckgesellschaft bzw. die Investoren übergeht und die Forderungsschuldner in der Regel nicht über den Verkauf informiert werden.²³²

Eine dem Factoring vergleichbare Finanzierungsart stellt die Forfaitierung dar. Dabei handelt es sich um eine Form der Außenhandelsfinanzierung, bei der Wechsel oder Forderungen durch ein Kreditinstitut (Forfaiteur) ohne Rückgriff auf den Forderungsverkäufer (Forfaitist) angekauft werden. Der regreßlose Verkauf durch den Forfaitisten stellt das Besondere dieser Finanzierungsalternative dar, aufgrund dessen die bilanzielle Ausgliederung der Forderungen möglich ist.²³³ Der Unterschied zum Factoring liegt in der fehlenden Übernahme der Dienstleistungsfunktion durch den Forfaiteur, wodurch der Forderungsveräußerer grundsätzlich die Abwicklung der Transaktion zu übernehmen hat. Die Forfaitierung entspricht aufgrund der Übernahme des Kredit- und Delkredererisikos durch das Kreditinstitut dem echten Factoring.²³⁴

Ein Vergleich dieser Finanzinstrumente mit ABS-Finanzierungen zeigt eine Gemeinsamkeit in der Veräußerung von Forderungen, um zum einen zusätzliche Liquidität aus illiquiden Aktivposten zu erhalten und zum anderen eine Bilanzentlastung zu gewährleisten.

²²⁹ Süchting, J. (1995), S. 195.

²³⁰ Damit ist das Risiko zu verstehen, Forderungen nicht einbringen zu können.

²³¹ Vgl. Eisenächer, B. (1994), S. 116 und Paul, S. (1994), S. 223.

²³² Vgl. Paul, S. (1994), S. 223.

²³³ Vgl. Eisenächer, B. (1994), S. 119-120 und Gablers Wirtschafts-Lexikon (1993), S. 1183.

²³⁴ Vgl. Eisenächer, B. (1994), S. 120.

Unterschiede sind in der Art der verkauften Forderungen und der Häufigkeit der Transaktionen zu finden. Beim Factoring und der Forfaitierung werden kurzfristige Forderungen aus Lieferungen und Leistungen veräußert, wobei im Gegensatz zur Forfaitierung beim Factoring ein laufender Verkauf die Regel ist. ABS verfügen üblicherweise über Forderungen mit längeren Laufzeiten.²³⁵ Aufgrund der Individualität und Komplexität der ABS-Strukturen findet eine laufende Refinanzierung mittels dieses Instrumentes in aller Regel nicht statt.

Der zentrale Unterschied liegt in der Einbeziehung der Kapitalmärkte in den Refinanzierungsprozeß. Bei ABS werden die Forderungen durch Wertpapiere verbrieft und über die Geld- und Kapitalmärkte an Investoren veräußert. Die Forderungsankäufer beim Factoring und bei der Forfaitierung nehmen die Vermögenswerte hingegen direkt als bilanzwirksames Geschäft („on-balance-sheet“) auf.²³⁶

Abschließend läßt sich sagen, daß trotz starker Ähnlichkeiten dieser Finanzinstrumente eine Komplementarität auf dem deutschen Markt zu erwarten ist, da Factoring und Forfaitierung eher für klein- und mittelständische Unternehmen interessant sind und ABS-Emissionen aufgrund der Einschaltung der Kapitalmärkte für größere Unternehmen mit hohen Finanzierungsvolumen relevant sind.

5.2 Stand der ABS-Finanzierung in Deutschland

Bis vor wenigen Jahren haben nur einige US-amerikanische Tochterunternehmen deutscher Konzerne ABS-Transaktionen in den USA durchgeführt.²³⁷ In Deutschland selbst sind bisher nur drei öffentlich bekannt gewordene ABS-Emissionen strukturiert worden. Dabei handelt es sich um eine Verbriefung von Ratenkrediten der ehemaligen KKB Bank AG (jetzt Citibank Privatkunden AG) aus dem Jahre 1990, der bereits erwähnten Emission der Rheinischen Hypothekenbank AG 1995 und schließlich der Strukturierung von Kfz-Leasingverträgen in einer ABS-Plazierung durch die Volkswagen Leasing GmbH im Jahre 1996.²³⁸ Von einem etablierten, gut funktionierenden ABS-Markt in Deutschland kann daher nicht gesprochen werden.²³⁹

Die Gründe für die Zurückhaltung deutscher Unternehmen bei der Verwendung dieses neuen Finanzinstrumentes sind vielschichtig. Einerseits existieren strukturelle Unterschiede zwischen den Finanzmärkten in Deutschland und den USA, andererseits sprechen speziell deutsche Gegebenheiten für die Skepsis gegen-

²³⁵ Ausnahmen stellen Asset Backed Commercial Paper-Emissionen dar, denen auch Forderungen aus Lieferungen und Leistungen zugrunde liegen können.

²³⁶ Vgl. Eisenächer, B. (1994), S. 123-124 und Willburger, A. (1997), S. 105-106.

²³⁷ Dazu zählen beispielsweise Tochterunternehmen von BMW, Mercedes-Benz, VW, KHD und dem Otto Versand, die Leasingforderungen von Kraftfahrzeugen bzw. Forderungen aus Kundenkreditkarten verbrieft haben.

²³⁸ Für einen Überblick über diese Transaktionen siehe: Kleindienst, A./Fritz, H.-J. (1996), S. B14 und Willburger, A. (1997), S. 127-140.

²³⁹ Vgl. Arbeitskreis „Finanzierung“ der Schmalenbach-Gesellschaft - Deutsche Gesellschaft für Betriebswirtschaft e. V. (1992), S. 524.

über dem vermehrten Einsatz dieser Finanzinnovation. Desweiteren behindern vorhandene Rechts- und Aufsichtssysteme eine rege Verwendung von ABS, da durch sie die Verbriefung von Forderungen nicht begünstigt wird.

Ein generelles Problem sind Differenzen in den Strukturen der Finanzmärkte, die die Übertragung von Finanzprodukten auf andere Märkte behindern.²⁴⁰ Zwischen den USA und Deutschland existieren Unterschiede, von denen einige im folgenden aufgezählt werden.²⁴¹

- ù Im Gegensatz zu den USA ist in Deutschland das für ABS-Emissionen essentielle Rating von Unternehmen und Anleihen nicht so verbreitet.
- ù Das „Bilanzsummandenken“ als Zielgröße spielt in der Bundesrepublik noch eine entscheidende Rolle. In den USA ist statt dessen die Erzielung einer maximalen Eigenkapitalrendite (Return on Equity) für das Management der Unternehmen relevant.
- ù Die Eigenkapitalkosten werden bei vielen deutschen Unternehmen nicht zur Berechnung der gesamten Finanzierungskosten hinzugezogen.
- ù In Deutschland wird der Forderungsverkauf immer noch als letzter finanzieller Ausweg angesehen und führt somit zu einem negativen Image der Unternehmen. In den USA ist diese Refinanzierungsalternative hingegen allgemein anerkannt.
- ù Die Existenz von ausreichenden Cash Flow-Statistiken ist in Deutschland im Gegensatz zu den USA meist nicht gegeben, was auf den Rückstand der technischen Infrastruktur zurückzuführen ist.
- ù In der Bundesrepublik ist das Hausbank-Prinzip üblich, bei dem sich die Mehrzahl der Unternehmen über Kredite ihrer Hausbanken finanzieren. In den USA werden dagegen regelmäßig Kapitalmärkte als Finanzierungsquelle herangezogen.
- ù Die Eigenkapitalausstattung deutscher Unternehmen ist im Vergleich zu ausländischen Konkurrenten günstig. Eine Bilanzenge, die häufig Ursache für Verbriefungen ist, liegt somit nicht vor.
- ù In Deutschland existieren bereits ABS-ähnliche Refinanzierungsinstrumente, wie zum Beispiel Pfandbriefe und Factoring, die eine Etablierung von ABS bisher nicht begünstigt haben.
- ù Deutsche Investoren gelten als risikoavers und zurückhaltend gegenüber neuen Finanzprodukten. Außerdem begrenzt die geringe Zahl institutioneller Anleger, die ihre Mittel in ABS investieren dürfen, die potentielle Nachfrage nach diesen Produkten.
- ù In der Bundesrepublik ist bisher kein Unternehmen als Vorreiter zu erkennen, das ABS bekannt und populär machen könnte. Deutsche Banken bilden im Gegensatz zu den USA bisher keine treibende Kraft im Trend zur Forderungsverbriefung.

Diese unterschiedlichen Gründe haben in Deutschland zu einer äußerst geringen Verbreitung von ABS geführt.

²⁴⁰ Vgl. Böhmer, M. (1996), S. 65.

²⁴¹ Vgl. Arbeitskreis „Finanzierung“ der Schmalenbach-Gesellschaft - Deutsche Gesellschaft für Betriebswirtschaft e. V. (1992), S. 524-525; Böhmer, M. (1996), S. 66-68; Jeanneau, S. (1996), S. 45-46; Meiswinkel, C. (1989), S. 41-43; Ohl, H.-P. (1994), S. 384-385 und Paul, S. (1994), S. 283-288.

Zahlreiche Rechtsunsicherheiten im Handels- und Steuerrecht sowie Einwände des Bundesaufsichtsamtes für das Kreditwesen (BAK) behindern außerdem die vermehrte Finanzierung mittels ABS. Zum einen bestehen in Deutschland Unklarheiten bezüglich der Errichtung der Zweckgesellschaft, da eine Einstufung des SPV als Kreditinstitut möglich wäre. Somit stünde es unter der Aufsicht des BAK und müßte die Anforderungen des Kreditwesengesetzes (KWG) erfüllen, was aufgrund erhöhter Eigenkapitalanforderungen zu einer Verteuerung des Verbriefungsprozesses führen würde. Falls die Einstufung als Kreditinstitut vermieden werden könnte, wäre das SPV mit Sitz in Deutschland dennoch gewerbesteuerpflichtig. Aus diesen Gründen ist bei den drei genannten Emissionen das SPV jeweils im Ausland domiziliert, um potentielle rechtliche Probleme und erhöhte Kosten zu umgehen.²⁴²

Nach der ABS-Emission der KKB Bank AG hat das BAK eine äußerst restriktive Haltung gegenüber der Verbriefungsmöglichkeit durch Kreditinstitute eingenommen. Daraus ist auch die bisherige mangelnde Initiative der deutschen Kreditwirtschaft zu erklären.²⁴³ Seit Mai diesen Jahres läßt das BAK angesichts der internationalen Entwicklung ABS-Finanzierungen auch für deutsche Kreditinstitute zu. Es stellt allerdings strikte Anforderungen sowohl bezüglich eventueller Bonitätshilfen und Liquiditätsfazilitäten für das SPV als auch bezüglich der eigenen Plazierung der ABS (Underwriting), die jeweils über das international übliche Maß hinausgehen.²⁴⁴

Als weiterer Hinderungsgrund wird der hohe Erklärungsaufwand aufgrund der Komplexität der ABS-Struktur gesehen. Insbesondere bei der erstmaligen Verwendung ist der zeitliche und finanzielle Aufwand enorm.²⁴⁵ Aus diesem Grund ist eine Tendenz zur „Securitization der 2. Generation“ in Form von sogenannten Multiseller-Programmen zu erkennen. Um Kostendegressionseffekte aufgrund großer Forderungsvolumina erzielen zu können und um gesetzliche und aufsichtsrechtliche Probleme zwischen den europäischen Staaten zu umgehen, entwickelte die Citibank 1987 ihre „European Securitization Company“ (ESC) als erstes europäisches Multiseller-Programm.²⁴⁶

Dabei wird die Zweckgesellschaft, in diesem Fall die ESC, in einem Land mit einer für die Securitization günstigen Gesetzgebung gegründet. Das SPV kauft nun von vielen unterschiedlichen Unternehmen Forderungen auf und refinanziert sich über den Euro- oder US-Commercial Paper-Markt. Üblich ist ein dauerhafter Einsatz der Zweckgesellschaft, die permanent als Forderungsankäufer für verschiedene Firmen auf den Markt tritt. Dabei werden an die Forderungsverkäufer und deren Aktiva hohe Anforderungen gestellt, um eine entsprechend hohe Bonität der Asset Backed Commercial Papers (ABCP) zu erreichen. Die zu veräu-

²⁴² Vgl. Paul, S. (1994), S. 239-243.

²⁴³ Begründet wurde dieses Vorgehen damit, daß das BAK keine Kontrolle und Aufsicht über im Ausland angesiedelte SPV hätte. Außerdem wurde die Gefahr einer Verschlechterung der Kreditportfolios der Banken befürchtet. Vgl. Hüfner, P. (1997), S. 434.

²⁴⁴ Vgl. Hüfner, P. (1997), S. 434-436 und o. V. (1997a), S. 31.

²⁴⁵ Vgl. Böhmer, M. (1996), S. 67 und Paul, S. (1994), S. 287. *Kleindienst/Fritz* sprechen davon, daß der ABS-Emission der VW Leasing GmbH eine mehrjährige Entwicklungsarbeit vorausging. Vgl. Kleindienst, A./Fritz, H.-J. (1996), S. B14.

²⁴⁶ Vgl. Arbeitskreis „Finanzierung“ der Schmalenbach-Gesellschaft - Deutsche Gesellschaft für Betriebswirtschaft e. V. (1992), S. 522.

ßernden Forderungsvolumina des Originators können relativ gering sein, so daß sich diese Finanzierungsalternative auch schon für kleinere und mittlere Unternehmen anbietet. Außerdem umgeht der Veräußerer die Publizitätseffekte des Kapitalmarktes, da er diesen nur indirekt in Anspruch nimmt.²⁴⁷ Mittlerweile haben diverse europäische Banken Multiseller-Programme entwickelt, deren Volumina in den letzten Jahren stark gestiegen sind.²⁴⁸

Für den derzeitigen Stand der ABS-Finanzierung in Deutschland läßt sich das Fazit ziehen, daß dieses innovative Finanzinstrument noch „in den Kinderschuhen steckt“²⁴⁹, da es bisher nur vereinzelt von Großunternehmen genutzt wurde. Mögliche Entwicklungen und Perspektiven für Asset Backed Securities in Deutschland werden im folgenden Kapitel diskutiert.

5.3 Perspektiven der ABS-Finanzierung in Deutschland

Nachdem im vorhergehenden Abschnitt ein Überblick über den derzeitigen Stand der Finanzierung mittels Asset Backed Securities in Deutschland gegeben wurde, soll ein Ausblick auf die künftige Entwicklung dieses Finanzinstrumentes gewagt werden. Wie aus den bisherigen Ausführungen ersichtlich wurde, gibt es in Deutschland zwar rechtliche und steuerliche Unklarheiten bezüglich des Einsatzes von ABS, unüberwindliche Hindernisse existieren aber nicht.²⁵⁰

Eine Reihe von Gründen lassen vermuten, daß es zu einer Ausweitung des ABS-Marktes in Deutschland kommen wird. Einerseits werden die Anbieter von ABS, die Forderungsverkäufer, stärker motiviert, diese vermehrt einzusetzen. Andererseits werden mehr potentielle Nachfrager nach ABS auf den Kapitalmärkten auftreten, was letztlich zu einer Expansion dieses Marktes führen kann.

Angebotsseitig spricht dafür der verstärkte internationale Wettbewerb. Um künftig wettbewerbsfähig zu bleiben, müssen deutsche Unternehmen nicht nur ihre Produkte und Produktionsprozesse verbessern, sondern auch ihr Bilanzmanagement („Asset/Liability-Management“) weiterentwickeln. ABS können hierfür durch vorzeitig erlangte Liquidität, Freisetzung von Eigenkapital und Konzentration auf das angestammte Geschäft („core business“) dienlich sein.²⁵¹ Außerdem sprechen das wachsende Kostenbewußtsein der Unternehmen, die steigenden Kosten von Finanzierungsalternativen und ein zunehmender Finanzmittelbe-

²⁴⁷ Vgl. Arbeitskreis „Finanzierung“ der Schmalenbach-Gesellschaft - Deutsche Gesellschaft für Betriebswirtschaft e. V. (1992), S. 522-523 und Wood, J./Mason, S. (1994), S. 6-8.

²⁴⁸ Zu nennen sind beispielsweise die Rhein-Main Securitization Limited der Deutschen Bank (Volumina 1995: 1,3 Mrd DM), das Mont Blanc Programm der UBS (2,2 Mrd US-\$, 1995), die ESC (2,2 Mrd US-\$, 1995) und das EUREKA Programm (4,6 Mrd US-\$, 1995) der Citibank. Vgl. Fisher, M. (1996), S. 20.

²⁴⁹ o. V. (1997c), S. 21.

²⁵⁰ Vgl. Arbeitskreis „Finanzierung“ der Schmalenbach-Gesellschaft - Deutsche Gesellschaft für Betriebswirtschaft e. V. (1992), S. 527.

²⁵¹ Vgl. Fugel, H. (1991), S. 377 und Ohl, H.-P. (1994), S. 386.

darf in Mittel- und Osteuropa für einen Bedeutungszuwachs des deutschen ABS-Marktes.²⁵² Weiteres Potential ergibt sich aufgrund der Finanzknappheit der öffentlichen Haushalte durch die Finanzierung kommunaler Anlagen wie Abwasser- und Abfallbeseitigungsanlagen.²⁵³

Die zunehmende Liberalisierung der Finanzmärkte verstärkt den Wettbewerbsdruck auch auf deutsche Kreditinstitute. ABS unterstützen diese bei einem effizienteren Bilanzmanagement und dem wichtigen Ziel, wettbewerbsfähiger und renditestärker zu werden.²⁵⁴ Die neuen ABS-Richtlinien des Bundesaufsichtsamtes für das Kreditwesen werden vermutlich einen äußerst positiven Einfluß auf die künftige Verbriefung von Forderungen haben. „The regulations provide an impetus for securitization in Germany, which should dovetail with a restructuring on the banking side as German financial institutions, along with other European banks, pay more attention to shareholder return“.²⁵⁵ Die Securitization bietet weiterhin die Chance, den deutschen Hypothekenmarkt zu diversifizieren, da neben der bisherigen Refinanzierung durch Pfandbriefe Mortgage Backed Securities den Kapitalmarkt bereichern werden.²⁵⁶ Eine Umfrage unter Banken im Jahre 1995 hatte ergeben, daß 25% der Kreditinstitute eine positive Entwicklung der ABS-Finanzierung sahen, 39% sich nicht in der Lage fühlten, eine Vorhersage zu treffen, und 36% der Banken ABS nur geringe bzw. gar keine Marktchancen einräumten.²⁵⁷ Es darf vermutet werden, daß es aufgrund der veränderten Rahmenbedingungen durch das BAK in einer aktuellen Umfrage zu einer positiveren Einschätzung von ABS kommen würde.

Nachfrageseitig wird die Ausweitung der institutionellen Ersparnisbildung aufgrund der wachsenden privaten Altersvorsorge zu einer verstärkten Ausweitung des deutschen ABS-Marktes führen. Die zunehmende Zahl institutioneller Investoren, die nach einer verstärkten Diversifikation ihrer Portfolios streben, die weiter sinkenden Transaktionskosten auf den Wertpapiermärkten sowie der erhöhte Bekanntheitsgrad von ABS sollten eine steigende Nachfrage nach diesen Produkten bewirken.²⁵⁸

Es soll nun versucht werden, das potentielle Marktvolumen von Asset Backed Securities in Deutschland zu bestimmen. Als Forderungen kommen überwiegend Hypothekendarlehen, sonstige Wohnungsbaukredite, Ratenkredite und Leasingforderungen in Betracht. Ende 1996 wies die Deutsche Bundesbank ein Kreditvolumen von 3.417 Mrd DM aus, das inländischen Unternehmen und Privatpersonen von inländischen Kreditinstituten gewährt wurde. Davon stehen für die Verbriefung 192 Mrd DM aus Ratenkrediten, 887 Mrd DM aus Hypothekenkrediten und 546 Mrd DM aus sonstigen Wohnungsbaukrediten zur Verfügung.²⁵⁹

²⁵² Vgl. Arbeitskreis „Finanzierung“ der Schmalenbach-Gesellschaft - Deutsche Gesellschaft für Betriebswirtschaft e. V. (1992), S. 527 und Früh, A. (1995), S. 109.

²⁵³ Vgl. Eichholz, R./Nelgen, M. (1992), S. 793.

²⁵⁴ Vgl. Jeanneau, S. (1996), S. 46 und o. V. (1997b), S. 27.

²⁵⁵ Langstaff, R., Deutsche Morgan Grenfell, zitiert nach Hassany, Y. (1997).

²⁵⁶ Vgl. Hassany, Y. (1997) und Paul, S./Fehr, P. (1996), S. 407.

²⁵⁷ Vgl. Peters, M./Bernau, O. (1995), S. 716.

²⁵⁸ Vgl. Deutsche Bundesbank (1995a), S. 32-33 und Jeanneau, S. (1996), S. 46.

²⁵⁹ Vgl. Deutsche Bundesbank (1997), S. 34-35.

Das Anlageleasingvolumen der deutschen Leasinggesellschaften betrug am Jahresende 1996 ca. 238 Mrd DM.²⁶⁰

Addiert man die für die Securitization geeigneten Forderungen, ergibt sich ein potentielles Volumen in Höhe von 1.863 Mrd DM, das als Grundlage für Asset Backed Securities zur Verfügung stehen würde. Inwieweit dieses Volumen tatsächlich für die Verbriefung genutzt wird, hängt entscheidend von den zukünftigen Strukturen des deutschen Finanzsystems und der Akzeptanz dieser Finanzmarktinnovation bei Anbietern und Nachfragern ab. Die Deutsche Bundesbank ist der Auffassung, daß die Dynamik des Verbriefungsprozesses in anderen Ländern nur begrenzte Rückschlüsse auf die zukünftige Rolle von ABS in Deutschland zuläßt. Sie erwartet keinen plötzlichen Strukturwandel des Finanzsystems und keinen Bedeutungsverlust der Banken im Finanzierungsprozeß.²⁶¹

Zusammenfassend lassen diese Ausführungen den Schluß zu, daß ABS langsam auf dem deutschen Markt Fuß fassen und mittel- bis langfristig verstärkt als Finanzierungsmöglichkeit eingesetzt werden. Der nun mögliche Zugang für Kreditinstitute zu diesem Instrument und die verstärkte Integration der europäischen Finanzmärkte durch die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion wird sich günstig auf die Etablierung und Ausweitung des ABS-Marktes in Deutschland auswirken.

²⁶⁰ Vgl. Städtler, A. (1997), S. 12.

²⁶¹ Vgl. Deutsche Bundesbank (1995a), S. 32-33.

6 Zusammenfassende Schlußbetrachtung

Ziel dieser Arbeit war es, *Asset Backed Securities* anhand der Untersuchung von deren Konstruktionsmerkmalen und der Diskussion über deren potentielle Vor- und Nachteile gegenüber traditionellen Finanzierungsalternativen zu charakterisieren und zu analysieren. Insbesondere sollte ein möglicher ökonomischer Nutzen dieses Finanzierungsinstrumentes untersucht werden.

Das Grundprinzip einer ABS-Finanzierung besteht darin, daß ein Unternehmen einen Pool von Finanzaktiva in einer extra gegründeten Zweckgesellschaft verselbständigt und diese Aktiva als Grundlage für zu emittierende Wertpapiere - die ABS - nutzt. Dieser Vorgang wird in Anlehnung an US-amerikanische Ursprünge *Securitization* (Verbriefung) genannt. Voraussetzung dafür ist, daß die Aktiva einen permanenten Cash Flow generieren, aus dem Zins- und Tilgungsverpflichtungen der ABS-Papiere bedient werden. Es besteht also ein weitestgehender Zusammenhang zwischen den Cash In-Flows und den Cash Out-Flows.

Es läßt sich insgesamt feststellen, daß die Finanzierung mittels ABS eine Reihe von ökonomischen Vorteilen impliziert. Erstens verfügt der Originator durch den vorzeitigen Verkauf von Vermögenswerten über liquide Finanzmittel, die er entweder für die Rückführung bestehender Verbindlichkeiten oder für weitergehende Investitionen nutzen kann. In beiden Fällen spiegelt sich darin der effizientere Einsatz des eingesetzten Eigenkapitals wieder, da einerseits der Verschuldungsgrad reduziert wird und andererseits der erwirtschaftete Gewinn steigt.

Zweitens besteht für den Forderungsverkäufer die Möglichkeit, bei einer geeigneten Konstruktion der ABS-Emission die Finanzaktiva aus seiner Bilanz auszugliedern (*off-balance-sheet-Finanzierung*). Damit befreit er sich auch von deren Kreditrisiken, wie dem Zahlungsausfall- und Zahlungsverzögerungsrisiko, sowie dem Zinsänderungsrisiko. Unternehmen, deren primäre Tätigkeit nicht die Bereitstellung von Finanzierungen ist, können sich somit von der Risikosteuerung ihrer Forderungsbestände befreien und sich auf ihr Hauptgeschäftsfeld (*core business*) konzentrieren. Da die gehaltenen Finanzaktiva üblicherweise sowohl mit Fremd- als auch mit Eigenkapital finanziert werden, wird durch deren Veräußerung das in ihnen gebundene Eigenkapital freigesetzt. Dieses kann zur Finanzierung und Risikoabsicherung für neue Investitionen genutzt werden.

Die den Finanzaktiva immanenten Risiken werden bei einer ABS-Konstruktion in der Regel folgendermaßen aufgeteilt: Der Originator übernimmt das übliche durchschnittliche Ausfallrisiko, die ergänzenden Sicherungsmaßnahmen decken unerwartete Ausfälle (Katastrophenrisiken) ab und das Restrisiko verbleibt bei den Investoren. Aufgrund der Einschaltung der Kapitalmärkte in den Finanzierungsprozeß kommt es also drittens zu dem Vorteil, daß diese Risiken entbündelt und marktmäßig bewertet werden. Auf diese Weise ist eine effizientere Risikotransformation bzw. -allokation gewährleistet. Nur diejenigen, die die Risiken aufgrund ihrer Präferenzen und finanziellen Situation aufnehmen können, werden sie übernehmen. Zusätzlich kommt es zu einer verbesserten Handelbarkeit respektive höheren Liquidität von vormals infun-

giblen Vermögenswerten. Auch hier sorgen die Kapitalmärkte für eine marktmäßige Bewertung dieser Aktiva.

Dem Originator bietet sich viertens die Chance, Kosteneinsparungen bei Verwendung von ABS-Finanzierungen gegenüber traditionellen Finanzierungen bei einheitlicher Vermögensmasse zu realisieren. Unter bestimmten Prämissen führt die Forderungsverbriefung einerseits zu einer Einsparung von Eigenkapitalkosten, andererseits können Unternehmen mit nicht so guten Bonitätseinstufungen Zinskosten einsparen, in dem die emittierten ABS mit einem hervorragenden Rating ausgestattet werden. Eine verallgemeinerte Aussage über das Kosteneinsparungspotential durch Verbriefung kann nicht gemacht werden, weil dafür jeweils unternehmensspezifische Gegebenheiten berücksichtigt werden müssen. Es läßt sich allerdings sagen, daß die Kosteneinsparungen um so größer sein werden, je höher die Eigenkapitalkosten und die Eigenkapitalquote sowie je größer die Differenz zwischen den Ratings der ABS und direkter Schuldverschreibungen des Originators sind.

Schließlich erweitert der Originator mittels ABS-Finanzierungen seine Unabhängigkeit und Flexibilität bei der Finanzmittelbeschaffung und ferner gelingt es ihm, die Finanzierungs- und Risikostrukturen effektiver zu steuern.

Somit läßt sich das Fazit ziehen, daß Asset Backed Securities insbesondere den Forderungsverkäufern diverse Vorteile verschaffen. Mit Hilfe dieses Finanzinstrumentes können Ziele erreicht werden, die bisher nicht durch ein einziges Produkt abgedeckt werden konnten. Hierbei ist es auch relevant, daß die Risiken aus der Anwendung von ABS begrenzt und in der Regel abschätzbar sind.

Aus diesen Gründen ist in den USA, wo ABS-Konstruktionen entwickelt wurden, der ABS-Markt mit einem Volumen umlaufender Wertpapiere von ca. 2 Billionen US \$ inzwischen der zweitgrößte nach dem US-Aktienmarkt.²⁶² Bisher ist dieses Finanzinstrument auf dem deutschen Markt nur sporadisch von Unternehmen angewendet worden. Auf mittel- bis langfristige Sicht wird es allerdings den hiesigen Finanzmarkt bereichern und komplementär zu bereits bestehenden vergleichbaren Produkten eingesetzt werden. Insbesondere die über 200-jährige Tradition mit forderungsgestützten Wertpapieren sowie die aktuell erreichte Zustimmung des Bundesaufsichtsamtes für das Kreditwesen sprechen für einen erwarteten regeren Einsatz von ABS in Deutschland.

Meiner Meinung nach muß aber hervorgehoben werden, daß Asset Backed Securities kein Allheilmittel für Unternehmen darstellen, was unzureichende Eigenkapitalmittel und ungenügende Profitabilität betrifft. Sie werden weder bestehende Ineffektivitäten des Produktionsbereiches noch entstandene Verluste im nachhinein ausgleichen.²⁶³ Vielmehr stellen ABS eine Möglichkeit dar, Finanzierungen auf die speziellen Bedürfnisse der Unternehmen abzustimmen und eine effizientere Nutzung des vorhandenen Kapitals zu gewährleisten. Sind Firmen bereit, den hohen finanziellen und zeitlichen Aufwand für die erste Forderungs-

²⁶² Vgl. Beelitz, F. (1990), S. B 4 und Sheehy, R. (1994), S. 36.

²⁶³ Vgl. Allen, C./ Thomas, A. (1991), S. 181.

verbriefung zu tätigen, erschließen sie sich den Zugang zu einem innovativen und zukunftsgerichteten Finanzinstrument, mit dessen Hilfe sie bei einer kontinuierlichen Verwendung komparative Vorteile bei der Unternehmensfinanzierung gegenüber den Wettbewerbern erzielen können.

7 Literaturverzeichnis

Adlung, K. (1995): GEMS German Mortgage Securities B.V.: Neue Möglichkeiten durch den Verkauf nachrangiger Forderungen, in: Der Langfristige Kredit, H. 16+17, S. 546-549.

Allen, C./Thomas, A. (1991): Securitization of assets: a corporate strategy and its implications, in: Stone, C./Zissu, A./Lederman, J. (Hrsg.): Asset Securitization: Theory & Practice in Europe, London (Euromoney Publications), S. 161-182.

Arbeitskreis „Finanzierung“ der Schmalenbach-Gesellschaft - Deutsche Gesellschaft für Betriebswirtschaft e. V. (1992): Asset-Backed Securities - ein neues Finanzierungsinstrument für deutsche Unternehmen, in: Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, H. 6, S. 495-530.

Auerbach, R. (1988): Money, Banking, and Financial Markets, 3. Aufl., New York (Macmillan Publishing Company).

Baums, T. (1993): Asset-Backed Finanzierungen im deutschen Wirtschaftsrecht, in: Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht, H. 1, S. 1-12.

Beelitz, F. (1990): In den USA zählen Asset Backed Securities zu den modernsten Finanzierungsformen, in: Handelsblatt vom 03.05.1990, S. B4.

Benner, W. (1988): Asset-Backed Securities - eine Finanzinnovation mit Wachstumschancen?, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, H. 5, S. 403-417.

Böhmer, M. (1996): Die arbitragefreie Bewertung von Asset Backed Securities und der zugrundeliegenden Finanzaktiva mittels eines zeit- und zustandsdiskreten optionsbasierten Ansatzes, Frankfurt am Main (Europäischer Verlag für Wissenschaften).

Citibank (1992): Asset Securitization - Ein Überblick, Frankfurt am Main.

Cotroneo, J. (1996): Record growth in asset-backed rating for 1995, in: Standard & Poor's Credit Analysis Reference Disc, 13. März 1996, S. 1-5.

Deutsche Bundesbank (1995a): Verbriefungstendenzen im deutschen Finanzsystem und ihre geldpolitische Bedeutung, in: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, 47. Jg., Nr. 4, S. 19-33.

Deutsche Bundesbank (1995b): Die Geldpolitik der Bundesbank, Frankfurt am Main.

Deutsche Bundesbank (1997): Kredite an inländische Unternehmen und Privatpersonen, in: Deutsche Bundesbank Bankenstatistik Juni 1997, Statistisches Beiheft zum Monatsbericht 1, 49. Jg., Nr. 6, S. 34-35.

Dickler, R. (1991): Asset-Backed Securities: Chancen und Risiken, in: Krümmel, H.J./Rudolph, B. (Hrsg.): Corporate Finance, Frankfurt am Main, S. 107-123.

Dugan, A. (1990): Finding a way through the maze, in: Euromoney, H. 04/90, S. 97-100.

Eichholz, R./Nelgen, M. (1992): Asset-Backed Securities - ein Finanzierungsinstrument auch für den deutschen Markt?, in: Der Betrieb, H. 16, S. 793-797.

Eilenberger, G. (1991): Finanzinnovationen, in: Wirtschaftswissenschaftliches Studium, H. 11, S. 811-813.

Eisenächer, B. (1994): Asset Backed Securities: Struktur und Bewertung einer Finanzinnovation, Dissertation, Universität Gießen.

Fisher, M. (1996): Asset-Backed Deals confined to special-purpose needs, in: Corporate Finance, H. 3, S. 18-20.

Franke, G./Hax, H. (1994): Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt, 3. Aufl., Berlin (Springer).

Früh, A. (1995): Asset Backed Securities/Securitization am Finanzplatz Deutschland, in: Betriebs-Berater, H. 3, S. 105-109.

Fugel, H. (1991): Prospects for asset-backed securitization in Germany, in: Stone, C./Zissu, A./Lederman, J. (Hrsg.): Asset Securitization: Theory & Practice in Europe, London (Euromoney Publications), S. 373-377.

Gablers Wirtschafts-Lexikon (1993), 13. Aufl., Wiesbaden (Gabler).

Haberstock, L. (1987): Kostenrechnung I - Einführung, 8. Aufl., Hamburg (S+W Steuer- und Wirtschaftsverlag).

- Hagger, E. (1997):** Asset classes extend to the exotic and the esoteric, in: Corporate Finance, H. 4, S. 19-21.
- Hassany, Y. (1997):** Ambition leads Deutsche Morgan, in: Wall Street Journal Europe vom 09.07.1997.
- Homa, L. (1995):** Asset-Backed and MBS see volumes rise, in: Standard & Poor's Credit Analysis Reference Disc, 18. August 1995, S. 1-2.
- Hüfner, P. (1997):** Neue Regeln für Asset-Backed Securities, in: Die Bank, H. 7, S. 433-436.
- Jeanneau, S. (1996):** The Market for International Asset-Backed Securities, in: International Banking and Financial Market Developments - Bank for International Settlement, H. November 1996, S. 36-46.
- Kleindienst, A./Fritz, H.-J. (1996):** Mit Leasingforderungen an den Kapitalmarkt gehen, in: Handelsblatt vom 25.04.1996, S. B14.
- Lerbinger, P. (1987):** Asset Backed Securities am US-Kapitalmarkt, in: Die Bank, H. 6, S. 310-315.
- Myers, S. (1993):** Still searching for optimal capital structure, in: Journal of Applied Corporate Finance, H. 1, S. 4-14.
- Neish, S. (1994):** Building the best balance sheet, in: Corporate Finance, H. 3, S. 26-31.
- o. V. (1997a):** Aufseher und Kreditgewerbe einigen sich, in: Handelsblatt vom 2./3.05.1997, S. 31.
- o. V. (1997b):** Neues Finanzinstrument stößt auf großes Bankeninteresse, in: Handelsblatt vom 6./7.06.1997, S. 27.
- o. V. (1997c):** Eine neue Anleiheform drängt auf den deutschen Rentenmarkt, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 10.07.1997, S. 21.
- Ohl, H.-P. (1994):** Asset-Backed Securities - Ein innovatives Instrument zur Finanzierung deutscher Unternehmen, Wiesbaden (Gabler).
- Paul, S. (1991):** Zur Finanzierung über Asset Backed Securities. Protokoll des Arbeitskreises Nr. 70, in: Stüchtling, J. (Hrsg.): Semesterbericht Nr. 34 des Instituts für Kredit- und Finanzwirtschaft der Ruhr-Universität Bochum, Bochum, S. 21-32.

Paul, S. (1994): Bankenintermediation und Verbriefung: Neue Chancen und Risiken für Kreditinstitute durch Asset Backed Securities?, Wiesbaden (Gabler).

Paul, S./Fehr, P. (1996a): Hypothekenpfandbriefe versus MBS - Konkurrenz oder Komplementarität? (I), in: Die Bank, H. 6, S. 351-356.

Paul, S./Fehr, P. (1996b): Hypothekenpfandbrief versus MBS (II), in: Die Bank, H. 7, S. 404-407.

Pavel, C. (1986): Securitization, in: Economic Perspectives, Federal Reserve Bank of Chicago, H. 07/08, S. 16-31.

Peters, M. (1995): Asset-Backed-Securities, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, H. 15, S. 750-753.

Peters, M./Bernau, O. (1995): Asset-Backed Securities - eine Umfrage unter Banken, in: Die Bank, H. 12, S. 714-717.

Pollock, P./Stadum, M./Holtermann, G. (1991): Die Sekuritisierung und ihre Zukunft in Deutschland, in: Recht der Internationalen Wirtschaft, Betriebs-Berater International, H. 4, S. 275-281.

Rohrer, B. (1994): Pfandbrief und Mortgage-Backed Securities, in: Der Langfristige Kredit, H. 2, S. 7-8.

Rosenthal, J./Ocampo, J. (1988): Securitization of Credit. Inside the New Technology of Finance, New York (John Wiley & Sons).

Schneider, D. (1992): Investition, Finanzierung und Besteuerung, 7. Aufl., Wiesbaden (Gabler).

Schneider, U./Eichholz, R./Ohl, H.-P. (1992): Die aufsichtsrechtliche Bewertung von Asset Backed Securities, in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, H. 20, S. 1452-1459.

Sheehy, R. (1994): Mortgage-Backed Securities - Where is the MBS market going?, in: Der Langfristige Kredit, H. 2, S. 36-38.

Städtler, A. (1997): Leasing in Deutschland: Weiterhin eine gefragte Dienstleistung, in: ifo-Schnelldienst, H. 1-2, S. 6-14.

Standard & Poor's (1997): Standard & Poor's Rolle in den Finanzmärkten, März 1997, Frankfurt am Main.

Steiner, M./Bruns, C. (1996): Wertpapier-Management, 5. Aufl., Stuttgart (Schäffer-Poeschel).

Süchting, J. (1995): Theorie und Politik der Unternehmensfinanzierung, 6. Aufl., Wiesbaden (Gabler).

Willburger, A. (1997): Asset Backed Securities im Zivil- und Steuerrecht, Köln (Dr. Otto Schmidt).

Wood, J./Mason, S. (1994): Securitizing via Multiseller Vehicles, in: Corporate Finance Guide to Securitization 1994, S. 6-12.