

## Institut für Betriebliche Finanzwirtschaft



LVA: Euro-Finanzmärkte WS 2004/05

LVA-Leiter: Univ. Prof. Dr. Günther Pöll

## Kapitalmarktinstrumente: Asset Backed Securities und Pfandbrief

Haag Elisabeth 0255310

Lugstein-Hüttmayr Jürgen 9856421

Reiter Wolfgang 9255630

Ritter Martina 0151782

Wolf Thomas 0155730

Ziegelbäck Martin 9451900

# Inhaltsverzeichnis

|   |           |
|---|-----------|
| <b>1. PFANDBRIEFE .....</b>   | <b>4</b>  |
| 1.1. GESCHICHTLICHE ENTWICKLUNG DES PFANDBRIEFES: .....             | 4         |
| 1.2. DER PFANDBRIEFMARKT HEUTE.....                                 | 5         |
| 1.2.1. Allgemein.....   | 5         |
| 1.2.2. Jumbo- Pfandbrief- Segment.....                              | 6         |
| 1.3. PRIVILEGIERTES ANLAGEPAPIER .....                              | 7         |
| 1.4. VOLUMEN UND LIQUIDITÄT EUROPÄISCHER PFANDBRIEFE .....          | 8         |
| 1.5. REGULATORISCHER RAHMEN AUF EU EBENE .....                      | 9         |
| <b>2. ASSET BACKED SECURITIES.....</b>                              | <b>11</b> |
| 2.1. GRUNDKONZEPTION VON ASSET BACKED SECURITIES.....               | 11        |
| 2.1.1. Definition und Grundprinzip.....                             | 11        |
| 2.1.2. Funktionsweise und einzelne Akteure .....                    | 11        |
| 2.2. ARTEN VON ASSET BACKED SECURITIES .....                        | 13        |
| 2.3. MARKTENTWICKLUNGEN .....                                       | 15        |
| 2.4. VORTEILE VON ASSET BACKED SECURITIES AUS INVESTORENSICHT ..... | 16        |
| 2.5. FINANZIERUNGSFUNKTION VON ASSET BACKED SECURITIES.....         | 16        |
| 2.5.1. Mittelstandsfinanzierung.....                                | 16        |
| 2.5.2. Refinanzierung von Banken.....                               | 17        |
| <b>3. LITERATURVERZEICHNIS .....</b>                                | <b>20</b> |

## **Abbildungsverzeichnis**

|   |    |
|---|----|
| Abb. 1.: Umlauf festverzinslicher Wertpapiere .....                   | 6  |
| Abb. 2: Spezialbankensystem versus allgemeines Pfandbriefgesetz ..... | 8  |
| Abb. 3: Pfandbriefmarkt in Deutschland.....                           | 8  |
| Abb. 4: Grundkonstruktion der ABS-Finanzierung .....                  | 12 |
| Abb. 5: Securisation in Europa 1996-2004, 2. Quartal 2004 .....       | 15 |
| Abb. 6: Secursation in Europa, nach Ländern, 2. Quartal 2004.....     | 15 |

## 1. Pfandbriefe

### 1.1. Geschichtliche Entwicklung des Pfandbriefes:

Die Verwendung von Pfandbriefen kann geschichtlich weit zurückverfolgt werden.

Bereits im 16. Jahrhundert wurde diese Art der Finanzierung in Italien und den niederländischen Kolonien in Form von Schuldverschreibungen verwendet. Der Adel gab zur Behebung der Kreditnot Schuldverschreibungen aus um durch Kriege verwüstete Gebiete wieder aufzubauen. Die Gläubiger erhielten ein unmittelbares Pfandrecht an den entsprechenden Landschaften bzw. an Teilen dieser Ländereien.

Das Pfandbriefsystem fand im letzten Jahrhundert in Bereichen wie Wohnungsfinanzierung, private Rentenversorgung, Finanzierung gewerblicher Investitionen oder Finanzierung des staatlichen Kreditbedarfs seine Anwendung und wurde vor allem im deutschsprachigen Raum als Finanzierungsmöglichkeit verwendet. Der Pfandbrief galt daher als „deutsche Spezialität“

Globalisierung und die starke Inflation im letzten Jahrhundert führten dazu, dass der Pfandbrief an Bedeutung verlor. Den Kreditinstituten gelang jedoch der Schritt über die Grenzen und es wurden verstärkt ausländische Werte in die Portfolios aufgenommen.

Ein weiterer Faktor für die Renaissance des Pfandbriefs war die Rückbesinnung auf die Geldstabilität und die Unterstützung durch den Maastricht- Vertrag der die Reduktion der Geldentwertungsraten und die Konsolidierung der Staatsfinanzen vorschrieb.

Durch die fortschreitende Internationalisierung eröffnete sich in jüngster Zeit für Schuldverschreibungen mit guter Bonität und attraktiven Renditen weltweit ein großes Absatzpotential. Außerdem sehen sich inländische Anleger verstärkt auf den internationalen Finanzmärkten nach interessanten Anlagealternativen um. Ein wichtiger Schritt dabei war die Etablierung eines neuen hochliquiden Pfandbrief- Marktsegments (den „Jumbo-Pfandbriefen“) mit einem breiten und funktionsfähigen Marktsegment.<sup>1</sup>

### Jumbo Pfandbriefe

Jumbo Pfandbriefe unterscheiden sich vom klassischen Pfandbrief dadurch, dass das Emissionsvolumina von 50-250 Mio. DM (25-125 Mio. Euro) auf heute 500 Mio. Euro

---

<sup>1</sup> Vgl. Köller S. 618ff

angehoben wurde. Außerdem werden Jumbos nur als festverzinsliche, endfällige Papiere mit jährlich nachträglicher Zinszahlung (Straight-Bond-Format) angeboten. Anders als herkömmliche Pfandbriefe werden Jumbos nicht von den Emittenten selbst platziert sondern von einem Konsortium von mindestens drei Banken übernommen und vermarktet. Diese verpflichten sich dabei, für diese Titel während der üblichen Handelszeiten simultan Geld- und Briefkurse zu stellen. Hinsichtlich Bonität gelten auch für Jumbo- Pfandbriefe die strikten Regelungen des Hypothekenbankgesetzes.

Außerdem wurden die Emissionsverfahren an die international üblichen Gepflogenheiten angepasst. D.h. endgültige Preis und Emissionsvolumen werden erst dann festgelegt wenn sich die Market- Maker einen Überblick über die vorhandene Nachfrage verschafft haben (Bookbuilding- Verfahren).

Durch diese und einige weitere Maßnahmen gelang es die Papiere an allen großen internationalen Finanzzentren der Welt anzubieten und den Handel auf elektronischen Handelsplattformen wie beispielsweise REUTERS zu ermöglichen.

Um die Markttransparenz zu erhöhen wurde die Renten-Index-Familie der Deutschen Börse um einen Jumbo-Pfandbrief-Index (JEX) erweitert und ein Rating durchgeführt bei dem die Pfandbriefe nach Bonitätsklassen eingeteilt werden um ausländischen Investoren Qualitätsmerkmale zu vermitteln.

Der Pfandbrief gilt als sehr sichere und hoch qualitative Anlagemöglichkeit. Diese Eigenschaften spiegeln sich in den Vorschriften für die europäischen Banken, Kapitalgesellschaften und Versicherungen und der Zulassung von Pfandbriefen als Unterlage für Geschäfte mit der Europäischen Zentralbank wider

## 1.2. Der Pfandbriefmarkt heute

### 1.2.1. Allgemein

Die Internationalisierung des Pfandbriefs ist in hohem Maße gelungen. Der Pfandbrief wurde durch eine umfassende Modernisierung konsequent auf die Herausforderungen des internationalen Wettbewerbs vorbereitet und zu einem europäischen, ja globalen Produkt

weiterentwickelt, das den international gestiegenen Wünschen der Investoren nach Liquidität und Transparenz Rechnung trägt.<sup>2</sup>

Der Pfandbriefmarkt ist heute das bei weitem größte Segment des deutschen Rentenmarktes in Europa ist der Pfandbriefmarkt der größte Bondmarkt und weltweit steht er an sechster Stelle. Auch auf dem asiatischen Kontinent vor allem in Japan steigt das Interesse der Investoren auf dem Pfandbriefmarkt zu investieren.

### 1.2.2. Jumbo- Pfandbrief- Segment

Das Marktsegment der Jumbo- Pfandbriefe ist mit einem Umlauf von mittlerweile knapp 280 Emissionen im Gesamtvolumen von 305 Mrd. Euro (Stand 2000), mit Ausnahme von Italien, Deutschland und Frankreich, größer als die Staatsanleihenmärkte der übrigen Mitglieder der Europäischen Union. Wegen der höheren Einzelemissionsvolumina dürften diese den Jumbo- Pfandbriefmarkt jedoch noch übertreffen. Da die durchschnittlichen Emissionsgrößen seit Beginn der Währungsunion aber bei rund 1,8 Mrd. Euro liegen spielt dieser unterschied jedoch eine geringere Rolle.

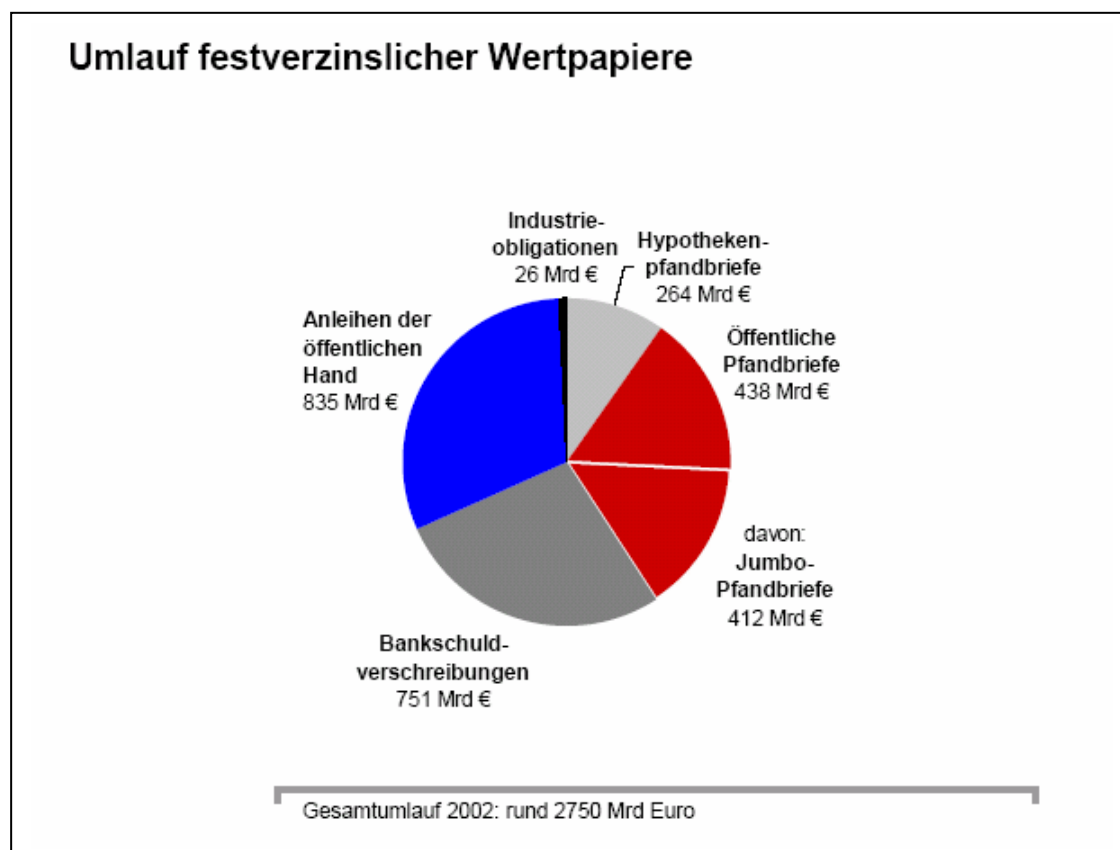


Abb. 1.: Umlauf festverzinslicher Wertpapiere (VDH, Stand. 30.6.2003)

<sup>2</sup> Vgl. Köller S. 625ff

### 1.3. Privilegiertes Anlagepapier

Die hohe Sicherheit und Qualität der Pfandbriefe spiegelt sich in den europäischen Vorschriften für die Anlagepolitik von Banken, Versicherungen und Kapitalanlagegesellschaften wider. So dürfen laut einer EU-Richtlinie die Mitgliedsstaaten der EU den Versicherungsgesellschaften gestatten, bis zu 40 % ihres Vermögens in Schuldverschreibungen, die bestimmte Kriterien erfüllen, anzulegen. Pfandbriefe sind auch deckungsstockfähig, das heißt, die Versicherungsgesellschaften dürfen ihr gebundenes Vermögen (für Ansprüche der Versicherten haftendes Sondervermögen) sowohl in Inhaber- als auch in Namenspfandbriefen anlegen, was vor allem aus bilanziellen Gründen interessant ist. (= deckungsstockfähig)<sup>3</sup>

Weiters können sie von Banken bei der Anrechnung auf die Großkreditgrenze ausgenommen werden. Sie gelten nach der EU Einlagensicherungsrichtlinie auch nicht als Einlagen und müssen deshalb nicht in Einlagensicherungssysteme einbezogen werden.<sup>4</sup>

Schließlich wurden Pfandbriefe nach der Mündelsicherheitsverordnung für mündelsicher erklärt und somit uneingeschränkt zur Anlage von Mündelgeldern zugelassen. Die Eignung von Pfandbriefen und Kommunalschuldverschreibungen zur Anlage von Mündel- und Versicherungsvermögen liegt vor allem in der gesetzlich geregelten Doppelhaftung und somit in deren Bonität begründet. Neben der jeweiligen Hypothekenbank als Emittentin und Schuldnerin der Gläubiger von Pfandbriefen haften diese besonderen und von einander getrennten Deckungsmassen (Gesamtheit der Forderungen aus Hypothekar- und Kommunaldarlehen) als Zugriffsobjekte im Konkursfall.<sup>5</sup>

Die Sicherheit von Pfandbriefen wird auch von der Europäischen Zentralbank (EZB) anerkannt, die diese Papiere in ihr sog. Tier-1-Verzeichnis aufgenommen hat. Damit können sie europaweit von Kreditinstituten, die ihren Sitz in einem Land der Europäischen Währungsunion haben, als Sicherheit für Geldmarktgeschäfte im Rahmen der regelmäßigen geldpolitischen Operationen der europäischen Notenbank eingesetzt werden.<sup>6</sup>

---

<sup>3</sup> vgl. Köller, S. 626ff

<sup>4</sup> vgl. Köller, S. 628

<sup>5</sup> vgl. Bruckermann, Bargel, S. 624

<sup>6</sup> vgl. VDH, S.28

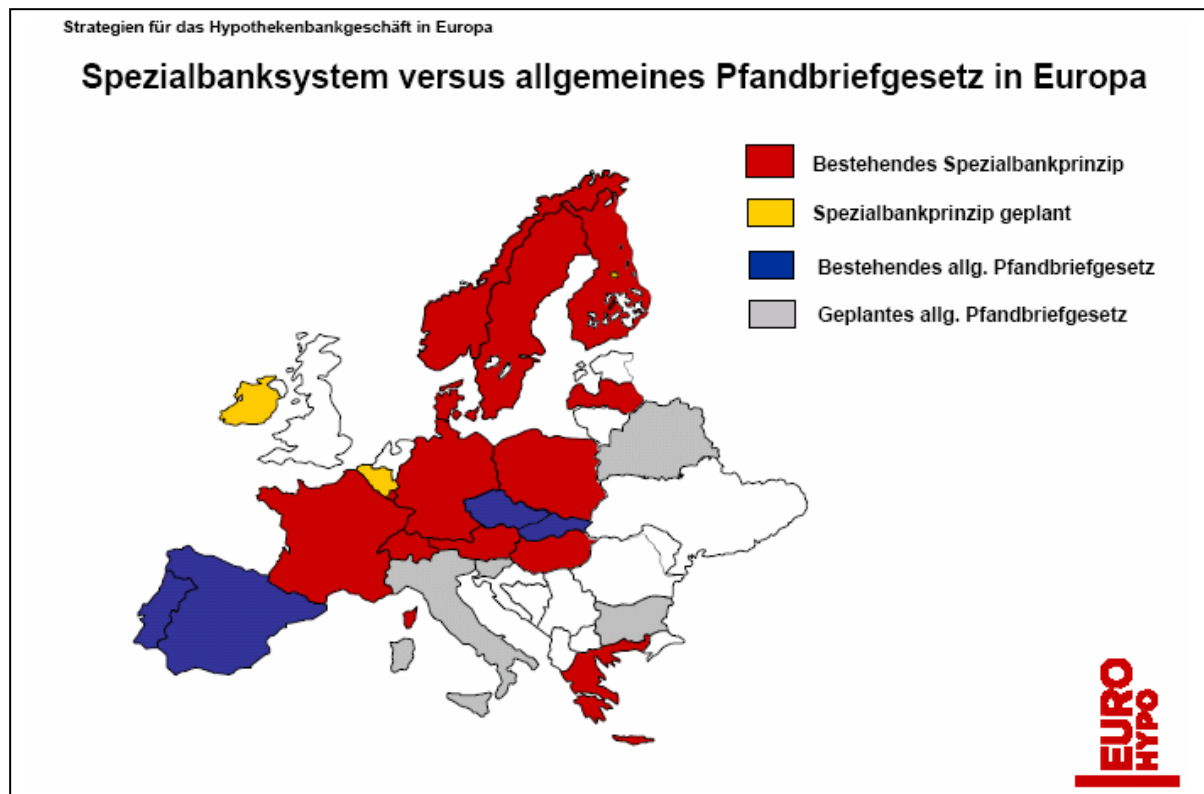


Abb. 2: Spezialbankensystem versus allgemeines Pfandbriefgesetz (Köller, Eurohypo, downloaded from [http://www.uni-potsdam.de/u/ls\\_fiba/Gastvortraege/2003/Dr.%20v.%20Koeller.pdf](http://www.uni-potsdam.de/u/ls_fiba/Gastvortraege/2003/Dr.%20v.%20Koeller.pdf), dated 22.11.2004)

#### 1.4. Volumen und Liquidität europäischer Pfandbriefe

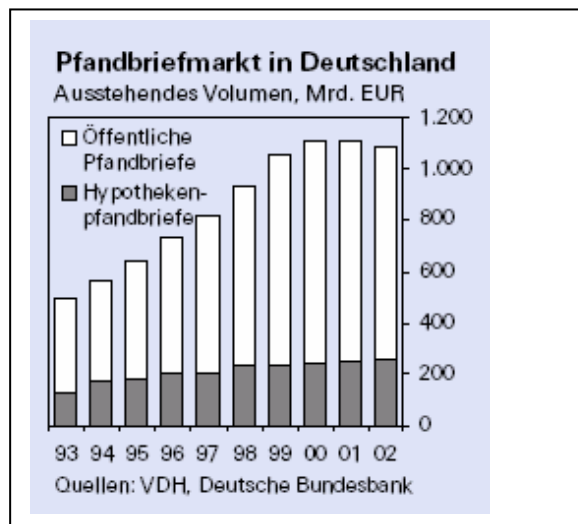


Abb. 3: Pfandbriefmarkt in Deutschland (VDH, Stand. 30.6.2003)

Der Pfandbrief hat mit einem Umlauf von derzeit insgesamt EUR 1.088 Mrd einen Anteil von 39% am gesamten deutschen Umlaufvolumen.



Damit bilden Pfandbriefe das größte Segment des deutschen Rentenmarkts, der über ein Gesamtvolumen von EUR 2.806 Mrd. verfügt. Der Anteil Öffentlicher Anleihen liegt bei 31%, derjenige sonstiger Bankschuldverschreibungen bei 20% und derjenige von Unternehmensanleihen lediglich bei 1%. Die Größe des äußerst liquiden Pfandbriefmarkts ist zu einem guten Teil auf die Entwicklung des vergangenen Jahrzehnts zurückzuführen, in dem sich der Pfandbriefumlauf mehr als verdoppelt hat (+120%). Grund dieses raschen Wachstums war vor allem die Dynamik der (mit Krediten an die öffentlichen Hände besicherten) Öffentlichen Pfandbriefe (+128% seit 1993). Das Umlaufvolumen von Hypothekenspfandbriefen hat sich um 97% erhöht.

Das Wachstum des Pfandbriefmarkts ist auf die lebhafte Emissionstätigkeit der vergangenen Jahre zurückzuführen. Die Primäremission belief sich im Zeitraum von 1993 bis 2002 auf EUR 1.966 Mrd. und übertraf damit die entsprechenden Zahlen anderer Marktsegmente deutlich.

Dieser Erfolg ist zu einem großen Teil auf die Einführung des Jumbo- Pfandbriefs mit einem Mindestemissionsvolumen von EUR 500 Mio. zurückzuführen. Nach der ersten Emission eines Jumbos im Mai 1995 entwickelte sich innerhalb kurzer Zeit ein eigenständiges Marktsegment.

Derzeit sind Jumbo-Pfandbriefe im Wert von über EUR 400 Mrd. im Umlauf.<sup>7</sup>

(Alle Angaben Stand 1.10.2003)

## **1.5. Regulatorischer Rahmen auf EU Ebene**

Die Emission und die Vermarktung von Pfandbriefen und anderen gedeckten Schuldverschreibungen werden erheblich durch das regulatorische Umfeld beeinflusst. Die Regulierung der Wertpapiermärkte auf EU-Ebene ist in den letzten Jahren zu einem Schlüsselthema geworden. Dort werden die großen Linien des Rechtsrahmens festgelegt. Nationale Normen dienen heute überwiegend der Umsetzung von EU-Recht in den Mitgliedsländern. Durch die Entwicklung gemeinsamer Regeln für alle Wertpapiermärkte in der EU sollen Unterschiede in der Regulierungspraxis der EU-Mitgliedsstaaten abgeschafft werden. In der Vergangenheit wurde die Entwicklung eines einheitlichen Binnenmarkts für

---

<sup>7</sup> vlg. Kern, 2003, S. 4

Finanzdienstleistungen, auf dem Wertpapiere in der gesamten EU emittiert und problemlos gehandelt werden können, durch solche Unterschiede gehemmt.<sup>8</sup>

Die Arbeiten an der Einführung eines einheitlichen regulatorischen Rahmens für die EU-Wertpapiermärkte haben große Fortschritte gemacht, auch wenn sich grenzüberschreitende Finanzmarkttransaktionen noch häufig als schwierig erweisen. Zuletzt wurden wichtige Fortschritte im Zusammenhang mit dem Aktionsplan für Finanzdienstleistungen (Financial Services Action Plan, FSAP) der EU erzielt, in dessen Rahmen die grundlegende Überarbeitung der kapitalmarktrelevanten Bestimmungen angestoßen wurde.

Vier Maßnahmen des FSAP sind von besonderer Bedeutung für Pfandbriefe und gedeckte Schuldverschreibungen, da sie unmittelbare Auswirkungen auf die Wettbewerbsposition dieser Papiere gegenüber anderen Assetklassen haben.<sup>9</sup>

- Erstens wurde die OGAW-Richtlinie (Organismen für Gemeinsame Anlagen in Wertpapieren), die das Management und die Produkte von innerhalb der EU grenzüberschreitend tätigen Investmentfonds reguliert, im Jahr 2002 grundlegend überarbeitet.
- Zweitens erfordert die Umsetzung der neuen Eigenkapitalanforderungen aus dem Basel-II-Abkommen auf EU-Ebene das Inkrafttreten einer neuen Kapitaladäquanzrichtlinie (CAD 3) in allen Mitgliedsländern bis spätestens Ende des Jahres 2006.
- Drittens wirkt sich auch die neue EU-Prospektrichtlinie, in der die Regeln für die Emission von Wertpapieren festgelegt werden, auf die Informationserfordernisse im Fall von Pfandbriefen und anderen gedeckten Schuldverschreibungen aus.
- Schließlich stellt sich die Frage, in welchem Umfang die Market-Making-Aktivitäten im Pfandbriefmarkt den Vorschriften der EUMarktmissbrauchsrichtlinie unterliegen werden.

---

<sup>8</sup> vlg VDH, S. 37

<sup>9</sup> vlg. Kern, 2003, S. 5

## 2. Asset Backed Securities

### 2.1. Grundkonzeption von Asset Backed Securities

#### 2.1.1. Definition und Grundprinzip

Asset Backed Securities (ABS) sind Wertpapiere (**Securities**), welche durch bestimmte rechtlich selbständige Vermögensgegenstände (**Assets**) gesichert (**Backed**) werden und deren Zins- und Tilgungszahlungen aus der Cashflow-Struktur der zugrunde liegenden Vermögensgegenstände bestritten werden.<sup>10</sup>

Die Grundkonzeption einer ABS-Finanzierung besteht darin, dass ein Pool von illiquiden Forderungen aus der Bilanz ausgegliedert und an eine Zweckgesellschaft übertragen wird. Der Kaufpreis wird mittels Ausgabe von ABS refinanziert. Somit kommt es zu einer Bilanzentlastung, indem die Risiken aus dem Forderungspool durch die Verbriefung in ABS auf den Kapitalmarkt übertragen werden. Der erworbene Forderungspool dient einzig und allein als Haftungsgrundlage für die ABS, da die Zweckgesellschaft weder über andere Vermögenswerte noch über nennenswertes Eigenkapital verfügt.<sup>11</sup>

#### 2.1.2. Funktionsweise und einzelne Akteure

Den Mittelpunkt einer ABS-Finanzierung bildet das Beziehungsdreieck zwischen Forderungsverkäufer (Originator), Zweckgesellschaft (Special Purpose Vehicle) und Investoren (Wertpapierkäufer).

Eine Bank oder ein Unternehmen verkauft seine Forderungen an eine Zweckgesellschaft und erhält im Gegenzug Cashflows. Diese übernimmt die Rolle des Emittenten und platziert die ABS über ein Bankenkonsortium bei den Investoren.<sup>12</sup> Dabei beurteilt eine Ratinggesellschaft die Qualität der Struktur und des Forderungspools. Die Qualität kann zudem durch Sicherungsmaßnahmen externer Sicherungsgeber verbessert werden, um das Rating zu

---

<sup>10</sup> Vgl. Bund, 2001, S. 686; Paul, 2004, S. 1231.

<sup>11</sup> Vgl. Gerke/Mager/Herbst, 2002, S. 78.

<sup>12</sup> Vgl. Paul, 2004, S. 1231.

steigern.<sup>13</sup> Der Service Agent wird mit der Überwachung der Forderungen beauftragt und überweist die Cashflows zu den vereinbarten Terminen an den Treuhänder (Trustee), welcher diese wiederum an die Investoren weiterleitet.<sup>14</sup>

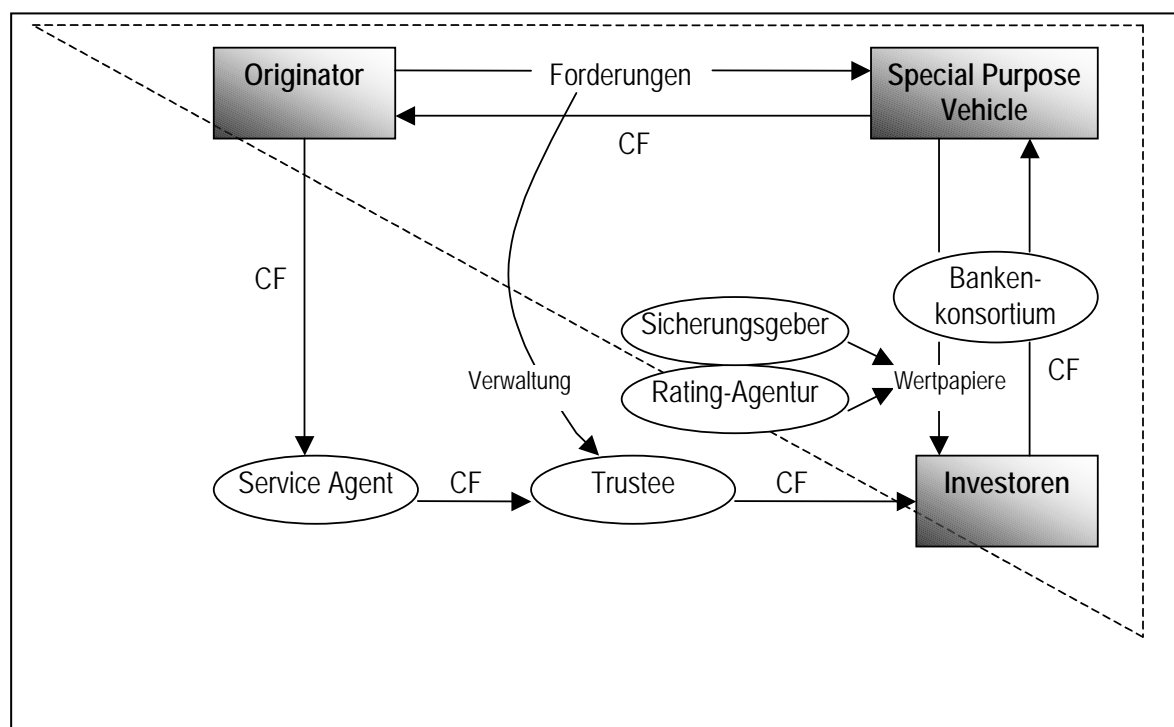


Abb.4: Grundkonstruktion der ABS-Finanzierung (Paul, S. 2004, S. 1231)

Die Zweckgesellschaft wird vom Originator selbst oder durch eine dritte Partei gegründet. Durch die Gründung einer unabhängigen Zweckgesellschaft kommt es zu einer Trennung zwischen Forderungspool und den übrigen Vermögensgegenständen und ermöglicht damit eine isolierte Bewertung.<sup>15</sup> Zudem wird diese in einem rechts- und steuerbegünstigten Raum gegründet, um unnötige Aufwendungen zu vermeiden.<sup>16</sup>

Das Bankenkonsortium übernimmt die Wertpapiere von der Zweckgesellschaft und ist in Folge dessen für ihre Platzierung verantwortlich. Dabei können die Wertpapiere einer Vielzahl von Investoren (public placement) oder nur einer geringen Zahl von ausgewählten Investoren (private placement) angeboten werden.<sup>17</sup>

<sup>13</sup> Vgl. Krämer/Grzybowski, 2003, S. 751.

<sup>14</sup> Vgl. Paul, 2004, S. 1231.

<sup>15</sup> Vgl. Bigus, 2000, S. 465.

<sup>16</sup> Vgl. Bund, 2001, S. 686.

<sup>17</sup> Vgl. Bigus, 2000, S. 466.

Als Service Agent fungiert häufig der Originator selbst, welcher die Debitorenbuchhaltung, die Kreditüberwachung, das Mahnwesen, den Forderungseinzug und die Abführung der eingegangenen Zahlungsbeträge übernimmt.<sup>18</sup> Der Treuhänder überwacht die Tätigkeit des Service Agent im Interesse der Investoren und übernimmt die treuhänderische Verwaltung der ihm übertragenen Forderungen sowie bewertet das Forderungsbündel vor der Emission der ABS.<sup>19</sup>

Rating-Agenturen unterstützen den Abbau von Informationsasymmetrien zwischen Originator, welcher einen Informationsvorsprung hat, und Investoren. Ihre zentrale Aufgabe ist es, das Ausfallrisiko der Forderungen zu beurteilen, wofür folgende Faktoren eine Rolle spielen:

- Bonität der Einzelforderungen,
- Struktur des Forderungsportfolios,
- Effektivität der Forderungsverwaltung und Zahlungsweitergabe des Service Agent und
- Wahrnehmung der Kontrollaufgaben des Treuhänders im hinreichenden Maße<sup>20</sup>.

## 2.2. Arten von Asset Backed Securities

Hinsichtlich der Arten von ABS gibt es verschiedene Unterscheidungskriterien. Am häufigsten wird anhand der Art der Weiterleitung der Zahlungsströme zwischen einer Pass-Through und einer Pay-Through-Struktur unterschieden. Der Pass-Through-Struktur liegt ein Fondskonzept zugrunde, bei dem ein Trust das Forderungspool als treuhändisches Fondsvermögen hält. Den Investoren, die Miteigentümer am Forderungspool sind, werden die Zahlungen unmittelbar und ohne jegliches Management der Zahlungsströme weitergeleitet. Dadurch sind sie dem Wiederanlagerisiko bei vorzeitiger Rückzahlung bzw. Tilgung ausgesetzt, welches auch als Prepayment Risk bezeichnet wird. Um dieses Risiko zu vermeiden, begibt die Zweckgesellschaft bei der Pay-Through-Struktur Anleihen zur Finanzierung der gekauften Forderungen. Die eingehenden Zahlungen werden gesammelt,

---

<sup>18</sup> Vgl. Paul, 2004, S. 1231.

<sup>19</sup> Vgl. Bigus, 2000, S. 465.

<sup>20</sup> Vgl. Bigus, 2000, S. 466.

strukturiert und dann erst an die Investoren weitergeleitet. Dieses Anleihenkonzept ist am europäischen Kapitalmarkt vorherrschend.<sup>21</sup>

ABS können auch nach ihrer Laufzeit und ihrer fixen bzw. variablen Verzinsung unterschieden werden. Die Laufzeit richtet sich nach der Fristigkeit der Vermögenswerte. Langfristige Forderungen wie z.B. Hypothekendarlehen werden meist in langfristigen Wertpapieren verbrieft, während sich die Zweckgesellschaft bei kurzfristigen Forderungen meist über Asset Backed Commercial Papers finanziert. Liegt ein revolvingender Ankauf von kurz- bzw. mittelfristigen Forderungen vor, können diese auch langfristig finanziert werden.<sup>22</sup>

Das wichtigste Unterscheidungskriterium ist jedoch der den ABS zugrunde liegende Vermögenswert (Underlying). In Europa werden folgende Kategorien unterschieden:<sup>23</sup>

- *MBS (Mortgage Backed Securities)*
  - Residential MBS: zB Wohnungsbau
  - - Commercial MBS: zB Gewerbeimmobilien
- *CDO (Collateralized Debt Obligations)*
  - CLO (Collateralized Loan Obligations): zB Darlehen
  - CBO (Collateralized Bond Obligations): zB Schuldverschreibungen
- *ABS im engeren Sinne:* Als Underlying dienen u. a. Konsumentendarlehen, Handelsforderungen und Leasingforderungen. Zwingende Voraussetzungen einer Verbriefung sind die Separierbarkeit der Forderung, die Ableitbarkeit eines Cashflow dem Grunde nach sowie dessen Prognostizierbarkeit.<sup>24</sup>

---

<sup>21</sup> Vgl. Bund, 2001, S. 690.

<sup>22</sup> Vgl. Bund, 2001, S. 691.

<sup>23</sup> Vgl. Bund, 2001, S. 691, 692.

<sup>24</sup> Vgl. Paul, 2004, S. 1230f.

### 2.3. Marktentwicklungen

Asset Backed Securities wurden erstmals in den USA der 70er Jahre emittiert und sind seit Beginn der 90er Jahre auch auf dem europäischen Kapitalmarkt eingeführt.<sup>25</sup> Jedoch liegt das Marktvolumen in Europa noch deutlich hinter dem der USA.<sup>26</sup>

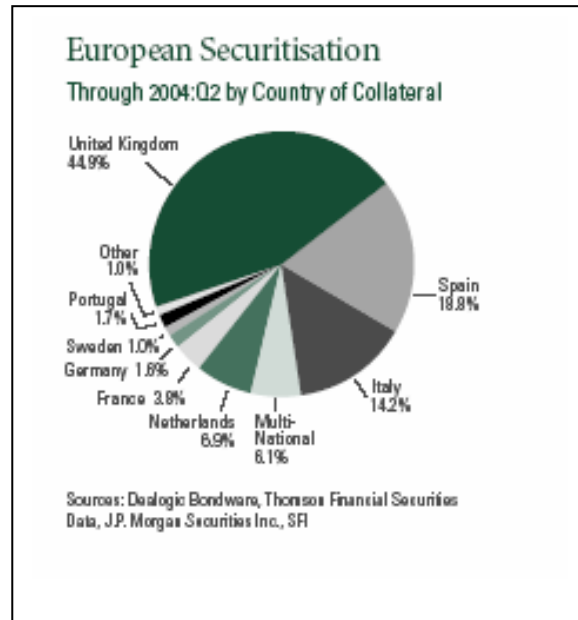


Abb. 5: Securisation in Europa 1996-2004, 2. Quartal 2004 (European Securitisation Forum, Data Report Summer 2004) Abb. 6: Secursion in Europa, nach Ländern, 2. Quartal 2004 (European Securitisation Forum, Data Report Summer 2004)

Wie dem Data Report des European Securitisation Forum per Ende 2003 zu entnehmen ist, hat das Emissionsvolumen von verbrieften Forderungen im Jahr 2003 eine Rekordhöhe von EUR 217,2 Mrd. erreicht. Im Vergleich zum Jahr 2002 bedeutet dies eine Steigerung um 37,7 %, und bis Ende 2004 wird eine weitere Steigerung auf EUR 235 Mrd. erwartet.<sup>27</sup>

Im 1. Halbjahr 2004 waren die Emissionen um 32,2 % höher als im 1. Halbjahr 2003, was den Wachstumstrend bestärkt. Fast die Hälfte der Neuemissionen finden in Großbritannien statt, wo in den ersten sechs Monaten 2004 EUR 56,4 Mrd. oder 44,9 % emittiert wurden (siehe Abbildung). In Spanien und Italien werden ebenfalls große Volumina platziert. Der Markt wird dominiert von Residential mortgage-backed securities (RMBS), deren Anteil am

<sup>25</sup> Vgl. Bund, 2001, S. 687f.

<sup>26</sup> Vgl. Paul, 2004, S. 1230f.

<sup>27</sup> Vgl. European Securitisation Forum, Data Report Winter 2003.

Gesamtmarkt in der 1. Jahreshälfte 2004 bei 51,8 % oder EUR 65 Mrd. lag. Neuemissionen von non-mortgage ABS beliefen sich per Juni 2004 auf EUR 55,5 Mrd.<sup>28</sup>

## **2.4. Vorteile von Asset Backed Securities aus Investorensicht**

ABS erfüllen einige jener Eigenschaften, die für Investoren eine besondere Rolle spielen. Sie ermöglichen den Zugang zu Investitionsmöglichkeiten in ein diversifiziertes Portfolio eines Marktes, in das Investoren sonst nicht investieren könnten. ABS verbrieften Forderungen, die nahezu alle Bereiche des Wirtschaftssystems umfassen. Diese umfangreiche Diversifizierung hat den Vorteil, dass auf der einen Seite die Risiken gering sind, und auf der anderen Seite europäische ABS aber mit attraktiven Renditen versehen sind.<sup>29</sup>

ABS bieten ein umfangreiches Angebot von Titeln mit variabler Verzinsung. Der entscheidende Vorteil liegt in der attraktiven Verzinsung trotz erstklassigen Ratings. Die hohe Verzinsung spiegelt einen Illiquiditätsaufschlag wieder, da ein großer Nachteil der ABS in der europäischen Sekundärmarktilliquidität liegt. Die hohe Bonität zeichnet sich dadurch aus, dass die Qualität von der Werthaltigkeit des verbrieften und stark diversifizierten Forderungspools abhängt und nicht von der des Emittenten. Analysen haben gezeigt, dass sich die Qualität des Forderungspools im Zeitverlauf sehr stabil verhält. Somit ist auch das Risiko eines Zahlungsausfalls für den Investor sehr gering. Auch die Renditevolatilität ist sehr niedrig.<sup>30</sup>

## **2.5. Finanzierungsfunktion von Asset Backed Securities**

### **2.5.1. Mittelstandsfinanzierung**

Die Substitution von Bankkrediten durch Wertpapierfinanzierung ist seit den 90er Jahren ein wichtiger Bestandteil der Unternehmensfinanzierung. Verbriefung („Securitisation“) steht für die Ausgestaltung von Finanzierungsbeziehungen in Form von Wertpapieren. Zu

---

<sup>28</sup> Vgl. European Securitisation Forum, Data Report Summer 2004.

<sup>29</sup> Vgl. Bund, 2001, S. 694f.

<sup>30</sup> Vgl. Krämer/Grzybowski, 2003, S. 751f.



unterscheiden ist zwischen einer Verdrängung von Bankkrediten und einer Auslagerung von Buchkrediten, die als Underlying in der Wertpapierfinanzierung genutzt werden.<sup>31</sup>

Die bilanzielle Auswirkung eines Forderungsverkaufes ist zunächst ein Aktivtausch, durch den sich das Unternehmen Liquidität beschafft. Im zweiten Schritt hat der Originator die Möglichkeit, die gewonnene Liquidität entweder für Investitionen (Aktivtausch) oder zur Schuldentilgung (Bilanzverkürzung) einzusetzen. Unter Investition fällt auch die Neuakquisition von Geschäften, um das Forderungsportefeuille aufzustocken.<sup>32</sup>

Bei der Auswahl der Forderungen für die ABS-Transaktion stehen dem Originator drei Möglichkeiten zur Verfügung. Er hat die Wahl zwischen der:

- Verbriefung risikoreicher Lieferantenkredite („Lemon Selling“)
- Verbriefung von Forderungen höchster Qualität („Cherry-Picking“)
- Verbriefung von Forderungen, deren Qualität genau dem Durchschnitt des Forderungsbestandes entsprechen.

Die Renditeerwartungen der Investoren werden durch den Risikograd der verbrieften Forderungen bestimmt.<sup>33</sup>

Neben des großen Vorteils der relativ raschen Liquiditätsbeschaffung kann jedoch nach Aussagen von Paul nicht pauschal von geringeren Finanzierungskosten etwa im Vergleich zur Anleihenfinanzierung ausgegangen werden. Die Kostenvorteile können aufgrund der Komplexität nur im Einzelfall analysiert werden. Zum jetzigen Zeitpunkt stellt die Verbriefung keinen Ersatz für den Bankkredit als wichtigste externe Finanzierungsquelle für den Mittelstand dar.<sup>34</sup>

### **2.5.2. Refinanzierung von Banken**

Für Kreditinstitute hat die Refinanzierung über ABS-Transaktionen ebenfalls an Bedeutung gewonnen. Dabei wird ein Pool homogener Forderungen bzw. Bankkredite aus der Bilanz

---

<sup>31</sup> Vgl. Paul, 2004, S. 1230f.

<sup>32</sup> Vgl. Paul, 2004, S. 1230f.

<sup>33</sup> Vgl. Paul, 2004, S. 1230f.

<sup>34</sup> Vgl. Paul, 2004, S. 1230f.

ausgegliedert und einer SPV übertragen, wobei die Zweckgesellschaft nicht zum Konsolidierungskreis gehören darf. In diesem Fall handelt es sich um eine Off-Balance-Sheet-Finanzierung. Die Risiken aus dem Forderungspool werden dadurch auf den Kapitalmarkt verlagert und von der Bonität des Originators getrennt. Das Ausmaß der Risikoreduktion ist abhängig vom Umfang der Kreditverbesserungen (interne und externe Credit Enhancements), die von einer Rating Agentur beurteilt werden. Die gesamten Maßnahmen der Kreditverbesserungen werden auch als Übersicherung bezeichnet. Als internes Credit Enhancement können etwa ein Kaufpreisabschlag gewährt sowie ein Reservekonto eingerichtet werden, das als Bardepot für eventuelle Zahlungsdefizite dient. Externe Credit Enhancements werden von einer dritten Partei zur Verfügung gestellt, wie z.B. eine Garantie.<sup>35</sup>

Das wichtigste Motiv für Kreditinstitute ist eine Steigerung der Eigenkapitalrentabilität, da bei entsprechender Ausgestaltung der ABS-Transaktion keine Eigenkapitalunterlegung für die Kredite mehr erforderlich ist. Weiters spielen Bilanzgestaltung und aktives Risikomanagement eine Rolle. Hier steht die Liquiditätsbeschaffung nicht im Vordergrund, da sich Banken über die Zentralbank oder am Interbankmarkt ebenso gut refinanzieren können.<sup>36</sup>

Die Untersuchung der Ertragswirkungen gestaltet sich als sehr komplex und wurde daher anhand einer Simulation des Jahresabschlusses einer typisierten Privatkundenbank in Deutschland ausgewertet. Es konnte eine deutliche Verbesserung der Eigenkapitalrentabilität festgestellt werden, wobei für einen nennenswerten Effekt ein Mindestemissionsvolumen von EUR 50 Mio. notwendig ist. Durch die Start-up-Kosten geht die Rentabilität zwar im 1. Jahr der Emission noch zurück, jedoch ist die Rentabilitätssteigerung ab dem 2. Jahr deutlich. Die fixen Transaktionskosten sinken zum einen durch steigendes Emissionsvolumen, zum anderen können sie durch eine revolvingierende Verbriefung reduziert werden. Dazu muss der Originator bei Amortisation von Forderungen immer wieder neue Kundenkredite an das SPV übertragen. Sichert sich die Zweckgesellschaft allerdings mit Zins-Swaps gegen Zinsänderungsrisiken ab, belastet dies in der durchgeführten Simulation den Erfolgsbeitrag.<sup>37</sup>

---

<sup>35</sup> Vgl. Gerke/Mager/Herbst, 2002, S. 77f.

<sup>36</sup> Vgl. Gerke/Mager/Herbst, 2002, S. 77f.

<sup>37</sup> Vgl. Gerke/Mager/Herbst, 2002, S. 77f.

Im Hinblick auf Basel II nimmt die Bedeutung von ABS zur Kreditfinanzierung kleiner und mittelständischer Unternehmen zu. Gemäß den Vorschriften von Basel II wird die Eigenkapitalunterlegung von Bankkrediten noch stärker an das tatsächliche Kreditrisiko gebunden. Ausschlaggebend dabei ist das Rating des Unternehmens. Diese neuen Vorschriften können zu teureren Finanzierungskosten für Unternehmen oder sogar zur Ablehnung von Kreditanträgen führen. Jedoch hat das Kreditinstitut die Möglichkeit, Kredite mit gleicher Qualität und Risikoklasse zu bündeln und sie als ABS mit entsprechenden Kreditverbesserungen zu emittieren. Dadurch wird einerseits das Ausfallsrisiko auf den Investor übertragen, andererseits entfällt die Pflicht zur Eigenkapitalunterlegung. Die Bank verdient durch die Zinsspanne zwischen der Verzinsung der ABS und dem Unternehmenskredit. Kleine und mittelständische Unternehmen erlangen auf diesem Weg höhere Attraktivität als Kreditkunden sowie indirekten Zugang zum Kapitalmarkt, der bisher nur Großunternehmen durch Emission von Anleihen offen stand.<sup>38</sup>

---

<sup>38</sup> Vgl. Gerke/Mager/Herbst, 2002, S. 77f.

### **3. Literaturverzeichnis**

Bigus, J.: Finanzierung über Factoring und Finanzierung über Asset-Backed-Securities im Vergleich, in: Wirtschaftswissenschaftliches Studium, 2000, S. 465-467.

Bruckermann, G./ Bargel, M.: Europäische Pfandbriefsegmente im Vergleich, in: Hummel, D./ Breuer, R. (Hrsg.): Handwörterbuch Europäischer Kapitalmärkte, Wiesbaden 2001, S.634-646.

Bund, S.: Asset Backed Securities als strukturierte Produktalternative auf den europäischen Bondmärkten, in: Hummel, D./ Breuer, R. (Hrsg.): Handwörterbuch Europäischer Kapitalmärkte, Wiesbaden 2001, S.686-700.

Gerke, W./Mager, F./Herbst, G.: Asset-Backed-Securities – Eine Simulation der bilanziellen Ertragswirkung bei Kreditinstituten, in: Die Betriebswirtschaft, 2002, S. 77-93.

Kern, S.: EU Monitor – Finanzmarkt Spezial, Deutsche Bank Research, Frankfurt am Main, Oktober 2003, S. 1-6

Krämer, W./Grzybowski, D.: Asset Backed Securities – Anlagealternativen in einer Low Return-Welt, in: Die Bank, 2003, S. 750-752.

Paul, S.: Asset Backed Securities – Patentrezept für die Mittelstandsfinanzierung, in: Wirtschaftsstudium, 2004, S. 1230-1238.

Von Köller, K.: Pfandbriefrefinanzierung in Deutschland – Bedeutung für Europa, in: Hummel, D./ Breuer, R. (Hrsg.): Handwörterbuch Europäischer Kapitalmärkte, Wiesbaden 2001, S.613-634

European Securitisation Forum: Data Reports Winter 2003, Summer 2004.

Abruf: 21.11.2004, <http://www.europeansecuritisation.com/esfResearch.shtml>

Karsten von Köller, Eurohypo, Abruf: 22.11.2004, [http://www.uni-potsdam.de/u/ls\\_fiba/Gastvortraege/2003/Dr.%20v.%20Koeller.pdf](http://www.uni-potsdam.de/u/ls_fiba/Gastvortraege/2003/Dr.%20v.%20Koeller.pdf)

VDH, Abruf: 22.11.2004, [http://www.hypverband.de/hypverband/attachments/verband\\_publ\\_fb\\_2003\\_d.pdf](http://www.hypverband.de/hypverband/attachments/verband_publ_fb_2003_d.pdf) S. 1-43