

Arbeitskreis „Finanzierung“ der Schmalenbach-Gesellschaft
Deutsche Gesellschaft für Betriebswirtschaft e. V.*

Asset Backed Securities – ein neues Finanzierungsinstrument für deutsche Unternehmen?

1 Einleitung

1.1 Der Verbriefungstrend

Eine der auffälligsten Entwicklungen an den internationalen Finanzmärkten im Laufe des letzten Jahrzehnts war die Tendenz zur Verbriefung von Finanzierungen („Securitization“). Ausgelöst durch die internationale Verschuldungskrise und den dadurch bedingten Wettbewerb der Kapitalgeber um gute Schuldner, die Deregulation bzw. Liberalisierung der bedeutenden internationalen Finanzplätze sowie die gestiegenen Möglichkeiten der Kommunikations- und Informationstechnologie verlor die klassische, von Kreditinstituten gewährte Buchkreditfinanzierung an Bedeutung. Immer mehr Schuldner deckten nämlich ihren Kapitalbedarf mit Hilfe von Wertpapieremissionen unterschiedlichster Konstruktion („Finanzinnovationen“) unter teilweiser oder sogar vollständiger Ausschaltung von Kreditinstituten durch direkte Placierungen an den Finanzmärkten („Disintermediation“)¹.

Innerhalb dieses allgemeinen Trends zur Wertpapierfinanzierung gilt es, zwischen zwei Hauptrichtungen zu differenzieren. Auf der einen Seite entscheidet sich eine steigende Zahl internationaler Großadressen zur Begebung von Wertpapieren anstelle einer Aufnahme von Buchkrediten; insofern findet ein Verdrängungsprozeß statt. Daneben zeigen sich zweitens zunehmend Ansätze, bereits bestehende Buchkredite in Wertpapiere umzuwandeln. Da die hieraus resultierenden Effekten ihren Wert aus ganz bestimmten Deckungswerten beziehen, werden sie als Asset Backed Securities (ABS)

* Unter Mitarbeit von: Dr. Klaus H. Arntz, Ruhrgas AG, Essen; Dipl.-Kfm. Friedrich Dippel, VEBA AG, Düsseldorf; Dipl.-Kfm. Wolfgang Fenslau, STINNES AG, Mühlheim/Ruhr; Dr. Siegfried Luther, Bertelsmann AG, Gütersloh; RA Klaus Meyer, Bayer AG, Leverkusen; Dipl.-Ök. Stephan Paul, Ruhr-Universität, Bochum; Dr. Rolf Pöhlig, GEHE AG, Stuttgart; Dr. Hansfriedrich Sage, Hüls AG, Marl; Dipl.-Kfm., Dipl.-Volksw. Bernhard Schippers, Gerling-Konzern Zentrale-Verwaltungs AG, Köln; Dipl.-Volksw. Claus Schmidt, Westfalenbank AG, Bochum; Dipl.-Betriebsw. Joachim Sperber, Deutsche Bundespost Postbank, Bonn; Dr. Ulrich Steins, Fried. Krupp GmbH, Essen; Prof. Dr. Joachim Süchting, Ruhr-Universität, Bochum; Dipl.-Kfm. Helmut R. Tacke, Wuppertal; Dipl.-Kfm. Werner P. Veith, Henkel KGaA, Düsseldorf. Der Arbeitskreis ist Herrn Dipl.-Ök. Stephan Paul insoweit zu besonderem Dank verpflichtet, als er die Vorlagen für die Diskussionen in den Sitzungen und auch das Manuskript für die Veröffentlichung entworfen hat. Dadurch ist die Effizienz der Arbeit sehr gefördert worden.

¹ Einen Überblick dieser Entwicklung geben: Süchting (1988); Reimnitz (1991) und Schäfer (1990).

bezeichnet. Sofern es sich wie in der überwiegenden Zahl der Fälle um Forderungen handelt, spricht man auch von „Credit Securitization“².

In den Vereinigten Staaten begann diese Entwicklung Anfang der siebziger Jahre mit der Verbriefung von Hypothekarkrediten (Mortgage Backed Securities, MBS). Erst ab Mitte der achtziger Jahre wählten auch Finanzierungstöchter von Automobilherstellern, Leasinggesellschaften und Kreditkartenunternehmen diese Finanzierungstechnik, bei der Forderungen in Pools gebündelt und durch Wertpapiere refinanziert werden. Die Freisetzung in Forderungsbeständen gebundener oder blockierter Liquidität mittels ABS diente zahlreichen Unternehmen – vergleichbar dem Anti-Blockier-System eines Automobils – dazu, finanziell „in der Spur zu bleiben“.

1.2 Ziel und Aufbau der Untersuchung

Der Arbeitskreis „Finanzierung“ hat sich 1990/91 mit dieser noch vergleichsweise jungen Finanzinnovation beschäftigt, um zu prüfen, ob das Instrument auch für die Finanzierung deutscher Unternehmen in Betracht kommt. Dabei besitzt diese Frage mehrere Dimensionen: Einerseits ist zu untersuchen, ob bundesdeutsche Unternehmen in Zukunft verstärkt über ihre (z. B. US-)Töchter mit ABS ihren Finanzbedarf decken sollten – Anfänge wurden hier bereits gemacht (z. B. BMW, VW). Darüber hinaus ist die Möglichkeit einer ABS-Konstruktion am deutschen Kapitalmarkt zu diskutieren. Es ist auch zu fragen, welche Vermögenswerte sich für eine Verbriefung eignen und für welche Unternehmen sich eine Alternative zu den klassischen Finanzinstrumenten ergibt. Aufgrund der noch zu demonstrierenden Komplexität derartiger Finanzierungen ist es vor einer Beantwortung dieser Frage jedoch zunächst erforderlich, die Entstehungs- und Funktionsweise von ABS ausführlich zu untersuchen.

Nach einer Darstellung der Grundidee der ABS-Finanzierung und einer Abgrenzung von ähnlichen Finanzierungsinstrumenten (2) beschäftigt sich Kapitel 3 daher mit ihrer Entwicklung in den USA.

Die Konstruktionselemente dieser Finanzierung werden im 4. Kapitel modellhaft zusammengestellt und anhand zweier Emissionsbeispiele aus den Vereinigten Staaten (5) verdeutlicht. Kapitel 6 setzt sich mit Chancen und Risiken für Unternehmen auseinander, die ABS einsetzen.

Nach einer kurzen Beleuchtung der ABS-Entwicklung in Europa (7) rückt im 8. Kapitel der Stand der ABS-Finanzierung in der Bundesrepublik Deutschland in den Vordergrund.

Ein Fazit (9) schließt die Arbeit mit dem Versuch einer (vorläufigen) Antwort auf die im Titel gestellte Frage ab.

2 Grundidee und Definition der ABS-Finanzierung

Von einigen amerikanischen Autoren wird die Credit Securitization als „neue Finanzierungstechnologie“ gewertet, die im Laufe des nächsten Jahrzehnts das klassische Bankensystem in den USA verdrängen könne³. Neuartig an dieser Finanzierungsform ist das Konzept der Risikoaufteilung und -begrenzung. Bei der

traditionellen Finanzierung über die Bilanz (z. B. Aufnahme eines Bankkredits durch eine Industrieunternehmung) trägt der Forderungsinhaber die Risiken der Zahlungsverzögerung, des Zahlungsausfalls und der Zinsänderung. Die Übernahme dieser Risiken ist kostspielig, denn den potentiellen Risiken ist in der Bilanz Eigenkapital als Verlustauffanglinie gegenüberzustellen. Die Höhe der Eigenkapitalquote hängt etwa von den durch die Branche determinierten Erwartungen des Kapitalmarktes ab, ist teilweise jedoch auch aufsichtsrechtlich vorgeschrieben, so z. B. bei Kreditinstituten, die für jeden Kredit nach den neuen Eigenkapitalanforderungen im Durchschnitt 8% Eigenkapital vorhalten müssen. Dieses Eigenkapital dient als Puffer für die aus einem einzelnen Kredit resultierenden Belastungen sowie (anteilig) für die Schäden, die sich aus allgemeinen Risiken der Bank (z. B. dem Managementrisiko) ergeben.

Die Verfechter der Credit Securitization argumentieren, daß die Bildung eines Puffers von im Beispiel 8% nicht sinnvoll sei, wenn im Durchschnitt der vergangenen Jahre die Rate der Zahlungsverzögerung und des Zahlungsausfalls z. B. nur bei etwa 1–2% gelegen habe, mithin nur geringe Schäden aufgetreten seien.

Daher empfehlen sie, möglichst große Pools homogener Assets (in der Realität waren dies – wie gesagt – bisher nahezu ausschließlich Forderungen) aus der Bank- bzw. Nichtbankbilanz „herauszuschneiden“, durch Verkauf an eine rechtlich selbständige Gesellschaft dem Verfügungsbereich des Verkäufers zu entziehen und damit von dessen Management- bzw. allgemeinem Unternehmensrisiko zu befreien. Diese rechtlich selbständige Gesellschaft wird auch als Finanzierungsvehikel oder Special Purpose Vehicle (SPV) bezeichnet, da ihr einziger Geschäftszweck im Ankauf der Assets und deren Refinanzierung durch die Ausgabe von Wertpapieren besteht.

Der Assetverkäufer – so das Konzept – soll (z. B. über eine Garantie zugunsten des SPV) dann nur noch das aus den Vergangenheitswerten ermittelte Normalrisiko (im Beispiel 1–2%) tragen. Hierfür muß er zwar Eigenkapital vorhalten, aber eben deutlich weniger als bei traditionellen On-Balance-Sheet-Finanzierungen. Er gewinnt Liquidität, die er für eine Reduzierung seiner Verbindlichkeiten oder die Reinvestition in ertragreiche Aktiva einsetzen kann. Ein über den Normalfall hinaus schlagend werdendes Risiko wird bis zu einer im vorhinein fixierten Grenze durch Sicherungszusagen Dritter aufgefangen. Der Investor soll dann nur noch das – allerdings sehr unwahrscheinliche – Risiko tragen, das die ersten beiden Risikoübernahmen übersteigt.

Die Käufer der Wertpapiere erwerben entweder Miteigentum an der eigens für diese Finanzierungsstruktur gegründeten Gesellschaft oder lediglich einen Zahlungsanspruch gegen diese. In beiden Fällen werden die zur Bedienung der Wertpapiere erforderlichen Cash-flows von den an die Gesellschaft verkauften Assets abgeleitet und/oder es stehen in bestimmten Situationen vor der Emission definierte Vermögenswerte zur Befriedigung der Ansprüche der Kapitalgeber zur Verfügung. Die beiden wichtigsten Definitionselemente von ABS sind demnach eine ausdrückliche Kennzeichnung bestimmter Vermögenswerte durch rechtliche Verselbständigung und ihre Nutzung als Unterlage für Wertpapiere (explizite Zuordnung der Zahlungsströme)⁴.

⁴ Vgl. zu ähnlichen Definitionsversuchen, die allerdings häufig nur Teilaspekte herausstellen: *Lorbinger* (1987), S. 310; *Goldberg/Rogers* (1988), S. 20; *Meiswinkel* (1989), S. 1f.; *Commerzbank AG* (1989), S. 1; *Euromoney Publications* (1987), S. 78 und *Vogel* (1988), S. 485f.

² Vgl. *Rosenthal/Ocampo* (1988).

³ Vgl. zu dieser Bezeichnung sowie der folgenden Argumentation *Rosenthal/Ocampo* (1988), S. 3–25.

Da die Bewertung der Wertpapiere dementsprechend von den zugrundeliegenden Deckungswerten (sowie der Gesamtstruktur der Emission, z. B. der Höhe der Sicherungszusagen) abhängt, lassen sich ABS in den Zusammenhang der objektgestützten Finanzierung⁵ einordnen. Dabei dominiert die Werthaltigkeit und Ertragskraft der Assets die Kreditwürdigkeit des Schuldners. Als „Clou“ der ABS-Finanzierung läßt sich hieraus ableiten, daß ein Assetverkäufer Eigenkapital einsparen und dennoch für eine derartige Emission über ein Finanzierungsvehikel unter Umständen ein besseres Rating erzielen kann als für eine Emission unter eigenem Namen (siehe das Emissionsbeispiel in 5.1)⁶. Die Wertpapiere sind insofern von seiner Bonität abgekoppelt, als den Investoren bei Zahlungsausfall bzw. -verzögerung Sicherheiten oder Sicherungslinien außerhalb seines Einflusses zur Verfügung stehen.

Ebenfalls zur objektgestützten Finanzierung zählen das Factoring und die Forfaitierung; zur Sicherung durch bestimmte Vermögensgegenstände werden in der Regel die Verpfändung und die Sicherungsübereignung sowie die Abtretung (Zession) gerechnet. Ohne diese Instrumente im einzelnen näher zu beleuchten⁷, fällt einerseits die Übernahme bestimmter Elemente durch die ABS-Finanzierung auf. So wurde bereits darauf hingewiesen, daß – wie bei der Verpfändung – die den Wertpapieren zugrundeliegenden Sicherheiten zur Befriedigung der Gläubiger verwendet werden, wenn der Schuldner seinen Verpflichtungen nicht mehr vollständig nachkommen kann. Darüber hinaus werden – wie beim echten Factoring – Forderungen von ihrem ursprünglichen Inhaber an eine andere Gesellschaft verkauft. Trotz dieser Parallelen nehmen ABS jedoch innerhalb der objektgestützten Finanzierung eine Sonderstellung ein, da sie den Anschluß an den Geld- bzw. Kapitalmarkt herstellen, indem sie ursprünglich nicht handelbare Vermögenswerte in (mehr oder weniger) fungible Wertpapiere kleiden („Auftauern von Assets“).

3 Entstehung und Entwicklung der ABS-Finanzierung in den USA

Insbesondere in der US-Literatur wird unterschieden zwischen Mortgage Backed Securities auf der einen Seite und Asset Backed Securities als Sammelbegriff für die Verbriefung der übrigen Assetarten auf der anderen Seite⁸. Diese Unterscheidung erscheint jedoch wenig sinnvoll, da Hypothekendarlehen selbstverständlich auch Assets darstellen und daher ebenfalls zum Begriff ABS gehören. Insofern kann man davon sprechen, daß die ABS-Entwicklung mit der Konstruktion von Mortgage Backed Securities ihren Anfang nahm; die erstmalige Verbriefung von Hypothekarkrediten im Jahre 1970 bildete den Ausgangspunkt der Credit Securitization.

Als Ursache gilt das in Teilbereichen ineffiziente US-Finanzsystem, das erstens die Geschäftstätigkeit eines Kreditinstituts auf den Bundesstaat seines Hauptsitzes beschränkt. Hierdurch wird ein Kapitalausgleich zwischen Bundesstaaten mit boomernder Nachfrage nach Immobilienfinanzierungen und solchen mit einem Finanzmittelüberschuß aufgrund einer besonders hohen Spartätigkeit und mangelnder Kreditnachfrage verhindert. Zweitens dominiert in den USA die Hypothek mit Festzinszusage (überwiegend für 30 Jahre), die kurzfristig durch Einlagen refinanziert wird. Durch die

5 Vgl. Benner (1988), S. 409.

6 Vgl. Paul (1991), S. 22f.

7 Vgl. dazu Stübing (1989), S. 166–189 sowie speziell zum Factoring: Arbeitskreis Tacke der Schmalenbach-Gesellschaft (1977).

8 Vgl. z. B. den Aufbau des Buches von Pavel (1989).

Freigabe der Zinsen im Rahmen der sogenannten Deposit Deregulation entstanden insbesondere bei den Thrift Institutions (Spar- und Bausparkassen) hohe Verluste infolge des schlagend werdenden Zinsänderungsrisikos. Die Entwicklung eines Sekundärmarktes für Hypothekarkredite war daher geboten, um einen Kapitalausgleich im oben beschriebenen Sinne herzustellen und eine Übertragung des Bonitäts- und Zinsänderungsrisikos zu ermöglichen⁹.

Eine bedeutende Rolle spielten hierbei die staatliche GNMA (Government National Mortgage Association, „Ginnie Mae“) sowie die durch Konzessionen quasi staatlichen Agenturen (Government Sponsored Agencies) Federal National Mortgage Association (FNMA, „Fannie Mae“) und Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC, „Freddie Mac“). Die GNMA gilt als Pionier auf dem Gebiet der Securitization, da sie 1970 die erste Konstruktion einer MBS initiiert hat. Grundidee war dabei, daß private Emittenten Hypothekarkredite bündeln und mit diesem Pool unterlegte Wertpapiere ausgeben sollten. Diese Papiere wiederum wurden von der GNMA mit einer Zins und Tilgung sichernden Staatsgarantie versehen; durch diese Homogenisierung wurde ein Sekundärmarkt geschaffen. Die Struktur der Zahlungsströme sah eine starre Kopplung zwischen den auf die Hypothekarkredite eingehenden Cash-flows und der Bedienung der Investoren vor (sogenannte Pass-Through-Lösung, vergleiche 4.3). Die beiden anderen staatlich regulierten Agenturen, die im Gegensatz zur GNMA selbst als Emittenten auftraten, übernahmen diese Struktur anfangs; 1983 entwickelte Freddie Mac jedoch erstmals eine Konstruktion, bei der ein Management der Zahlungsströme stattfand, die Cash-flows also nicht direkt an die Investoren durchgeleitet wurden (CMO=Collateralized Mortgage Obligation, Pay-Through-Lösung)¹⁰. In den siebziger Jahren entwickelte sich der MBS-Markt zunächst zögerlich, erst 1982 lag der Neuemissionswert über 50 Mrd. US-\$. Nach Wachstumssprüngen Mitte der achtziger Jahre ist mittlerweile eine Stabilisierung bei durchschnittlich 300 Mrd. US-\$ Emissionsvolumen p. a. eingetreten¹¹.

Die für den Bereich des Realkredits entwickelte Finanzierungstechnik – die Bündelung von Forderungen in Pools und ihre Refinanzierung über Wertpapieremissionen – wurde erst Mitte der achtziger Jahre auf sogenannte Nonmortgage Assets übertragen (vgl. Abbildung 1).

Von März 1985, beginnend mit Leasingforderungen, verbriefte man bis zum November 1987 unter anderem Forderungen aus der Automobilfinanzierung, Kreditkarten- und Handelsforderungen sowie ungesicherte Konsumentenkredite. Obwohl seither noch eine Vielzahl weiterer Assetarten in die Verbriefungskonstruktionen einbezogen wurden, waren hiermit innerhalb von gut 30 Monaten die bis heute dominierenden ABS-Grundstrukturen entwickelt. Wegweisend waren dabei die Wertpapierkonstruktionen von Salomon Brothers mit den plastischen Namen CARS (Certificates for Automobile Receivables) und CARDS (Certificates for Amortizing Revolving Debt)¹². Abbildung 2 zeigt das Wachstum des ABS-Marktes im Nonmortgage-Bereich in den sechs Jahren seines Bestehens. Es sticht die annähernde

9 Vgl. Henderson/Scott (1988), S. 26ff. und Bryan (1988). Zum Zusammenhang von Bankensystem und Securitization vgl. auch Walter (1991).

10 Vgl. zu den genannten Agenturen den kurzen Abriss bei Henderson/Scott (1988), S. 166f. und ausführlicher First Boston Group (1990), S. 85ff. Siehe speziell zu CMOs: Vianna (1986) und Roll (1986).

11 Vgl. Person (1990) sowie Hofmeier/Peara (1991).

12 Vgl. die anschaulichen Darstellungen von Delehanty/Waldman (1986a) und Delehanty/Waldman (1986b).

Abbildung 1: Erstmalige Verbriefung bestimmter Vermögenswerte (Öffentliche Placierungen)

März 1985	Sperry Lease Finance Corp.	Forderungen aus Computerleasing
Mai 1985	Valley National Bank Marine Midland Bank	Forderungen aus der Automobilfinanzierung
Januar 1987	Republic Bank Delaware	Kreditkartenforderungen
September 1987	Mattel Funding Corp. Imperial Savings Inc. Merill Lynch Mortgage Investors Inc. American Airlines	Handelsforderungen Junk Bonds Kredite zur Finanzierung von Fertighäusern Forderungen aus Flugzeugleasing
Oktober 1987	Volkswagen Lease Finance	Forderungen aus Automobilleasing
November 1987	Household Bank	Ungesicherte Konsumentenkredite

Entwickelt nach: Rosenthal/Ocampo (1988), S. 244–249 sowie Pavel (1989), S. 8.

Verdoppelung von 1989 auf 1990 hervor. Im ersten Halbjahr 1991 wuchs das Volumen neuemittierter Papiere um 16% auf 23,2 Mrd. US-\$ gegenüber 20 Mrd. US-\$ in der ersten Hälfte des Vorjahres¹³.

Weiterhin fällt auf, daß verbriefte Autofinanzierungen und Kreditkartenforderungen den Markt ganz eindeutig dominieren (vgl. Abbildung 3). Man spricht daher bei diesen Assetarten auch bereits von „commodity securitized products“¹⁴.

4 Untersuchung der Konstruktionselemente von ABS-Finanzierungen

4.1 Überblick

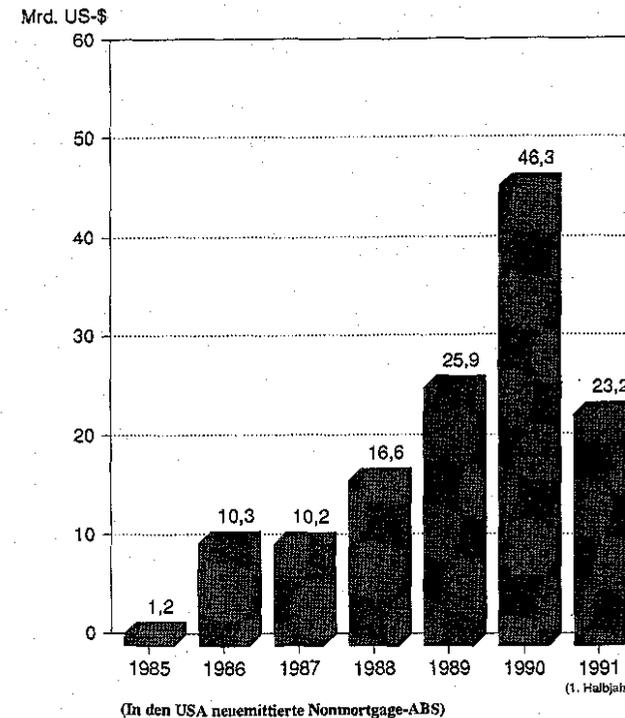
Zur Darstellung der an einer ABS-Transaktion Beteiligten und der Beziehungen zwischen ihnen, die sich an den US-amerikanischen Verhältnissen orientiert, soll Abbildung 4 dienen. Zunächst werden die Beteiligten im Überblick vorgestellt, um dann auf Einzelfragen einzugehen. Im Mittelpunkt steht dabei das Beziehungsdreieck Assetverkäufer (Originator) – Zweckgesellschaft (Special Purpose Vehicle) – Investor. Eine Unternehmung oder eine Bank als Originator verkauft (direkt oder über eine Tochtergesellschaft) Vermögenswerte an eine Zweckgesellschaft (SPV). Im Gegenzug fließen ihr Zahlungen (Z) zu. Die Zweckgesellschaft, vom Originator selbst oder einem Dritten gegründet (aber von keiner der Parteien zu konsolidieren), placiert über ein Bankenkonsortium Wertpapiere bei den Investoren. Dabei werden die Wertpapiere häufig mit Sicherungszusagen Dritter versehen. Rating-Agenturen, wie z. B. Standard & Poor's oder Moody's, prüfen als „Anwälte der Investoren“¹⁵ die Wertpapierunter-

¹³ Vgl. zur aktuellen Entwicklung: *Capital Markets Assurance Corporation* (1991).

¹⁴ *Foley/Marrone* (1990), S. 2.

¹⁵ *Marshland-Shaw/Selzer* (1990), S. 145.

Abbildung 2: Entwicklung des ABS-Marktes

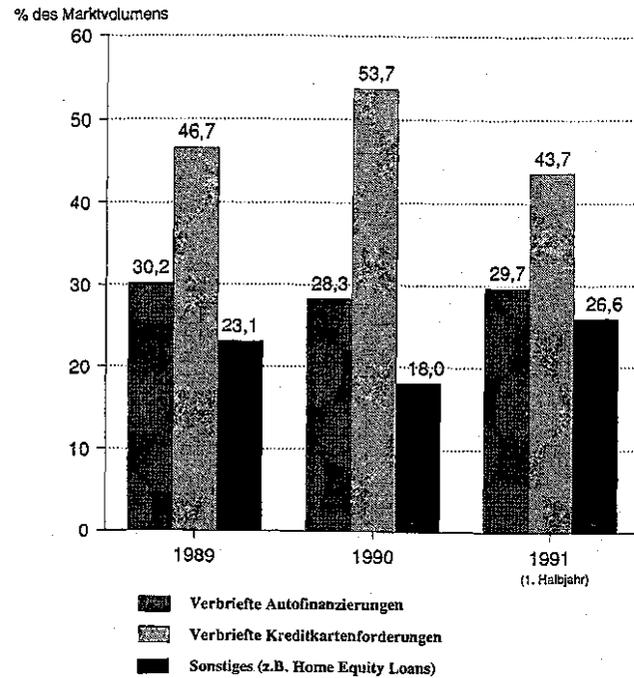


Entwickelt aus *Naturman* (1991).

legung sowie die komplette Emissionsstruktur zum Zwecke einer Qualitätseinstufung der Papiere.

Grundsätzlich könnte das SPV das Management für die ihm übertragenen Assets, z. B. die Überwachung der Zahlungseingänge auf Forderungen, selbst durchführen. Da lediglich ein Vehikel konstruiert wird, verfügt es aber nur über geringe Betriebsmittel und wenige Beschäftigte. Daher übernimmt in einer großen Zahl der Transaktionen der Originator selbst die Funktion des Service-Agenten. Bei den übertragenen Forderungen führt er u. a. die Debitorenbuchhaltung, betreibt das Mahnwesen und leitet die Cash-flows zu den vereinbarten Terminen an den Treuhänder weiter. Diesem und den Investoren hat er in regelmäßigen Abständen Rechenschaft über seine Aktivitäten im Zusammenhang mit der Emission zu geben. In seltenen Fällen ist er auch für die Reinvestition eingegangener Zahlungsströme verantwortlich. Für seine Dienstleistungen erhält er eine Service-Fee. Die Qualität des Service-Agenten ist für die Bewertung einer Emission nicht unerheblich, denn abhängig von dem Umfang seiner Aufgaben

Abbildung 3: Aufteilung des ABS-Marktes nach Assetarten



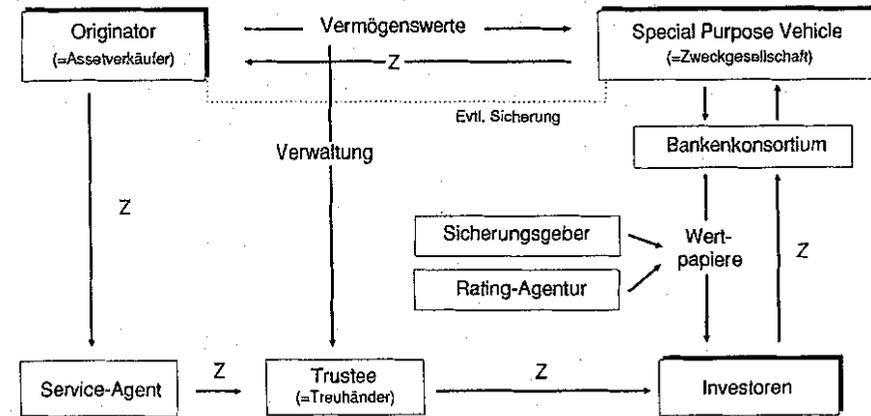
Entwickelt nach Marrone (1991), Foley (1990) sowie Capital Markets Assurance Corporation (1991).

und der Dauer der Emission trägt er entscheidend zur Sicherstellung der für die Bedienung der ABS notwendigen Cash-flows bei¹⁶.

Der Treuhänder ist zum einen in die zwischen dem Service-Agenten und den Investoren fließenden Zahlungsströme eingeschaltet; hier fungiert er häufig als Hauptzahlstelle bzw. Paying Agent. Zum zweiten verwaltet er die übertragenen Assets treuhänderisch für die Investoren. Ihm kommt daher auch die Verwertung der Assets im Konkursfall oder teilweise auch schon bei Zahlungsausfällen in bestimmter Höhe bzw. Zahlungsverzögerungen zu. Neben dieser Aufgabe im worst case hat er die Berichte des Servicers zu prüfen. Eventuell ist er auch zuständig für Reinvestitionen

16 Zur Rolle des Servicers vgl. o. V. (1990a), S. 4; Bonsall (1990), S. 35f. und Barmat (1990), S. 15. Welche Tätigkeiten im Rahmen des Kreditmanagements anfallen stellt dar: Arbeitskreis Tacke der Schmalenbach-Gesellschaft (1981).

Abbildung 4: Grundstruktur einer ABS-Emission



Quelle: Paul (1991), S. 25.

überschüssiger Cash-flows. – Insgesamt agiert er damit als Sachwalter der Anleger¹⁷.

4.2 Rechtliche Ausgestaltung des Special Purpose Vehicle

Grundsätzlich bietet sich entweder der Trust oder die Corporation als Rechtsform eines SPV an¹⁸.

Unter einem Trust versteht man allgemein eine Rechtseinheit, in die Vermögenswerte eingebracht und von einem Trustee in treuhänderischen Besitz genommen werden. Der Grantor Trust ist ein (steuerbefreites) Sondervermögen, das auf einer vertraglichen Vereinbarung beruht (Trust Agreement). Mit dem Kauf von Zertifikaten erwerben die Investoren bei dieser Rechtsform Miteigentum an den in ihm gebündelten Vermögenswerten. Unter steuerlichen Gesichtspunkten spricht man vom „Konzept der Leitungsröhre“ (Conduit), da nicht das SPV Grantor Trust, die selbstständige Vermögensmasse, sondern nur die Investoren besteuert werden. Diese Steuerbefreiung wird mit der Passivität des Trusts erkauf, der weder neue Vermögenswerte erwerben noch alte gegen neue austauschen darf. Für Konstruktionen, bei denen involvierend Assets angekauft werden sollen, eignet er sich demnach nicht. Darüber hinaus müssen von ihm ausgegebene Wertpapiere ein einheitliches Miteigentum verbriefen, womit z. B. die Auflegung mehrerer Tranchen unterschiedlicher Laufzeit ausgeschlossen ist¹⁹.

Alternativ dazu kann das SPV als Corporation, also eine Kapitalgesellschaft, gegründet werden (Bezeichnung dann: Limited Purpose Finance Corporation).

17 Zum Treuhänder vgl. Pavel (1989), S. 35ff., Hourican (1990), S. 31ff. und Henderson/Scott (1988), S. 128f.

18 Die geschlossenste Darstellung dieses Aspektes findet sich bei Rosenthal/Ocampo (1988), S. 42–60.

19 Eine weitere Trustform, der Owner Trust, wird hier aus Gründen der Übersichtlichkeit nicht behandelt. Vgl. dazu Rosenthal/Ocampo (1988).

Die von ihr begebenen Wertpapiere verbriefen kein Miteigentum, sondern im Sinne klassischer Schuldverschreibungen das Recht auf Zins- und Tilgungsleistungen und sind dadurch entsprechend flexibler gestaltbar als die vorher erwähnten Anteilspapiere.

4.3 Struktur der Zahlungsströme²⁰

Bei Pass-Through-Konstruktionen werden die auf die verkauften Assets eingehenden Zahlungsströme (Zins und Tilgung) direkt und unverändert an die Investoren durchgereicht. Von Zahlungsausfällen oder -verzögerungen werden diese somit unmittelbar betroffen. Eine solche Ausgestaltung des Cash-Flusses ist besonders geeignet für ein SPV in der Rechtsform des Grantor Trust. Da die Wertpapiere hier Miteigentum verbriefen, das SPV lediglich der Durchleitung dient, ist es nur konsequent, die eingehenden Zahlungen unverändert weiterzuleiten.

Wie beim Pass-Through-Zertifikat, so dient auch bei Pay-Through-Securities ausschließlich der von den Deckungswerten abgeleitete Zahlungsstrom zur Bedienung der ABS. Jedoch findet hier keine direkte Durchleitung, sondern ein Management der Cash-flows statt. Durch die Ausgabe von mehreren Tranchen mit unterschiedlichen Laufzeiten können die Wertpapiere auf die Bedürfnisse verschiedener Investorengruppen zugeschnitten werden (tailor made). Diese Pay-Through-Konstruktion ist nur bei der Ausgabe von Schuldpapieren durch eine Corporation möglich (da – wie oben erwähnt – der Grantor Trust lediglich eine feste Laufzeitklasse begeben darf). In der Realität waren sowohl Pay-Through-Zertifikate mit festen Zins- und Tilgungsleistungen als auch solche mit variabler Verzinsung und Rückzahlung am Markt zu beobachten.

Teilweise wird hiervon als dritte Form der Asset-Backed Bond unterschieden. Zwar dient hierbei ebenfalls ein Pool von Vermögenswerten als Unterlage der Wertpapiere, die Cash-flows zu ihrer Bedienung werden jedoch nicht von diesen Collaterals, sondern aus dem allgemeinen Unternehmens-Cash-flow abgeleitet. Im Falle des Emittentenkonkurses kann der Treuhänder jedoch die vorher genau definierten Vermögenswerte veräußern, um die Ansprüche der Anleger zu befriedigen. Am Euromarkt wird diese ABS-Form häufiger gewählt.

4.4 Konkurschutz²¹

Die Investoren wollen davor geschützt werden, daß

- (1) im Falle eines Konkurses des Originators die auf die Assets eingehenden Zahlungen nicht an das SPV fließen und
- (2) ein Konkurs des SPV als Emittent zu Stockungen in der Bedienung der Wertpapiere führt.

Zu (1): Die Übertragung der Assets vom Originator an das SPV muß mittels eines „echten Verkaufs“ (True Sale) erfolgen, da bei einer Verpfändung (Pledge) die Gefahr besteht, daß gemäß der US-Konkursordnung (Bankruptcy Code) die Rechte der

Wertpapierinhaber an den Cash-flows oder am Liquidationserlös der Assets beschnitten werden (z. B. keine unmittelbare Verfügung über die Vermögenswerte mehr = Automatic Stay Provision). Diese Vorschrift gilt jedoch nur bei Nichtbanken, da Kreditinstitute nicht konkurs-, sondern nur insolvenzfähig sind und die Insolvenzzrichtlinien teilweise andere Kriterien verwenden²².

Zu (2): Um einen Konkurs des SPV als Emittenten möglichst auszuschließen, empfiehlt die Rating-Agentur Standard & Poor's u. a. die Beachtung folgender wichtiger Punkte:

- Die Aktivitäten müssen – entsprechend dem Begriff Zweckgesellschaft – auf den Ankauf der Forderungen und die Begebung der ABS beschränkt sein. Es soll also kein allgemeines Markt- oder Managementrisiko entstehen.
- Es dürfen keine weiteren Verbindlichkeiten eingegangen werden, es sei denn, sie hätten mindestens ein den ABS entsprechendes Rating. Stellt man sich etwa ein Vehikel vor, das im Extrem zunächst AAA-Papiere und in der Folge „Junk Bonds“ emittiert, also besonders risikoreiche Wertpapiere mit entsprechend niedrigem Rating und daher hoher Verzinsung, so könnte die Bedienung der ABS durch diese Zinsbelastung eventuell gefährdet werden. Hier zeigen sich ansatzweise Parallelen zur sogenannten Negativklausel, die den bisherigen Kreditgebern einer Unternehmung zusichert, daß neu hinzutretenden Gläubigern keine besseren Sicherheiten eingeräumt werden.

4.5 Handels- und steuerrechtliche Aspekte²³

Wesentliches Ziel – so war oben hervorgehoben worden – ist eine Bilanzbefreiung von den an das SPV übertragenen Assets. Bilanziell unproblematisch ist der bereits angesprochene echte Verkauf. Schwierigkeiten ergeben sich jedoch dann, wenn gemäß des Konzepts der Risikoübernahme bei der Credit Securitization der Originator das normale Ausfallrisiko der Deckungswerte trägt. Diese Übernahme der „Expected Losses“ erfolgt häufig durch eine Regreßverpflichtung des Originators (Recourse). Danach kann das SPV vom Forderungsverkäufer bis zu einer gewissen Höhe die Rücknahme der Assets bzw. Ausgleichszahlungen verlangen, wenn Cash-flows verspätet eintreffen oder gar ausfallen. Dieser Regreß ist das eigentliche bilanzielle Problem.

Nichtbanken unterliegen den General Accepted Accounting Principles (GAAP). In deren Rahmen wurde zur Lösung des angesprochenen Problems 1983 vom Financial Accounting Standards Board (FASB) folgende Definition des True Sale erarbeitet: Ein echter Verkauf mit der Folge der Bilanzbefreiung besteht dann, wenn (1) der Verkäufer die übertragenen Assets nicht zurücknehmen darf, (2) der Käufer entsprechend keine Rücknahme fordern kann und (3) sich die aus dem Regreß resultierenden Verpflichtungen abschätzen lassen. Entsprechend der Höhe der erwarteten Inanspruchnahme ist eine Rückstellung zu bilden²⁴.

Auch Kreditinstitute können ihren Jahresabschluß gemäß GAAP erstellen; wollen sie jedoch Eigenkapital einsparen, so haben sie sich an den restriktiver gefaßten

²⁰ Vgl. hierzu Pavel (1989), S. 4–9 und Henderson/Scott (1988), S. 27–38. Lerbinger (1987), S. 313, spricht vom Fondszertifikats-(Pass-Through) bzw. Anleihekonzep (Pay-Through).

²¹ Vgl. Bonsall (1990), S. 36 ff., Pitman/Fletcher (1990), S. 2 und Dayan (1990).

²² Vgl. Rosenthal/Ocampo (1988), S. 46 f.

²³ Vgl. ausführlich Rosenthal/Ocampo (1988), S. 67–74, Pavel (1989), S. 163–182, Wildig (1990) sowie Sloane/Tranfiglia (1990).

²⁴ Vgl. Rosenberg/Kravitt (1988).

bankaufsichtsrechtlichen Regulatory Accounting Principles (RAP) zu orientieren. Eine Übertragung von Vermögenswerten gilt nur dann als echter Verkauf, wenn beim Originator kein Risiko bzw. keine Verpflichtung verbleibt, womit der Regreß ausgeschlossen ist. Häufig treten daher ausschließlich Dritte als Sicherungsgeber bei der Verbriefung von Bankassets auf. Einen Ausweg bietet auch die Spread-Account-Konstruktion, die in 4.6 beschrieben wird.

Ein SPV unterliegt als selbständige Rechtseinheit grundsätzlich der US-Einkommensteuer (Federal Income Tax). Daher ist eine Rechtsform zu wählen, bei der die Besteuerung so gering wie möglich gehalten werden kann. Hier bietet sich einerseits der bereits angesprochene Grantor Trust an (Steuerbefreiung unter bestimmten Bedingungen). Die Alternative dazu besteht darin, eine Steuerpflicht des SPV oder seiner Eigentümer unter Ausnutzung der ABS-Verzinsung als steuermindernde Aufwendung (Debt Structure) zu akzeptieren. Hierfür muß jedoch (wie erwähnt) ein Basiseigenkapital bestehen, wodurch sich die gesamten ABS-Kosten erhöhen. Außerdem sind die Zahlungsfrequenzen der auf die Forderungen eingehenden Cash-flows und der Wertpapiere zu entzerren. Eine direkte Durchleitung im Pass-Through-Sinne würde den Anschein erwecken, daß sich mit den ausgegebenen Papieren Eigentumsansprüche verbinden.

4.6 Sicherungsformen

Um dem Investor ein (nahezu) risikoloses Wertpapier anzubieten, ist es erforderlich, daß verschiedene Sicherungslinien in die Emission eingezogen werden. Drei Arten sind hier zu unterscheiden: Sicherungen durch den Originator, Sicherungen in der Emissionsstruktur sowie Sicherungszusagen Dritter²⁵.

Bei der Erörterung der handelsrechtlichen Behandlung der Emission war bereits auf den Regreß als Risikoübernahme des Originators hingewiesen worden. In Höhe des Normalrisikos erteilt er eine Sicherungszusage, die ihn gleichzeitig motivieren soll, in seiner Funktion als Servicer für eine Minimierung der Ausfälle und damit eine möglichst geringe Inanspruchnahme der von ihm zur Verfügung gestellten Sicherungslinie zu sorgen. Daneben sind Garantien, Ausfallbürgschaften und Patronatserklärungen des Originators denkbar.

Als Sicherungen in der Emissionsstruktur werden häufig drei Instrumente teilweise in Kombination, teilweise alternativ eingesetzt.

- Bei der Overcollateralization übersteigt das an das SPV übertragene Forderungsvolumen den Nominalwert der emittierten Wertpapiere. Hierdurch wird sichergestellt, daß auch bei Ausfällen im Forderungsportefeuille der Cash-flow zur Bedienung der Zins- und Tilgungsansprüche der Investoren ausreicht. Nicht benötigte Gelder fließen letztlich an den Originator.
- Die Subordination kreiert zwei unterschiedliche Klassen von Wertpapieren. Die Investoren erwerben die Senior, der Originator oder eine dritte Partei die Junior Class (lediglich ein geringer Bruchteil der Emission). Kommt es zu Forderungsausfällen oder Zahlungsverzögerungen, so werden die eigentlich der Junior Class zustehenden Cash-flows dazu verwandt, zunächst einmal die von den Investoren gehaltenen Wertpapiere zu bedienen. Insofern sind die Ansprüche der Junior den der Senior Class nachgeordnet und dienen als Verlustpuffer.

25 Vgl. hierzu Hillier (1989), Brewer II/Isley (1990).

- In ein Spread-Account fließt die Differenz zwischen den auf die Forderungen eingehenden Zinsen und Tilgungsleistungen sowie den zur Bedienung der ABS erforderlichen Cash-flows. Aus diesem „Sammelbecken“ kann ein eventuelles Defizit an bestimmten Auszahlungsterminen gedeckt werden. Entwickelt wurde diese Sicherungsform von Kreditinstituten. Ihnen sind Regreßzusagen nicht gestattet, wollen sie entsprechend RAP eine Bilanzbefreiung für die an das SPV übertragenen Vermögenswerte erzielen, da in diesem Fall ein Risiko bei ihnen verbleibe. Dies wird bei der Spread-Account-Lösung von den Aufsichtsbehörden nicht so gesehen, selbst wenn das Spread-Account zu Beginn der Emission bevorschußt wird.

Als Sicherungszusage Dritter trifft man bei zahlreichen Emissionen einen Letter of Credit (L/C) an. Die amerikanische Form des L/C kommt jedoch eher der deutschen Garantie nahe, da es sich nicht um ein Dokumentenakkreditiv handelt, sondern um ein abstraktes Zahlungsverprechen, die Cash-flows der ABS bis zu einer gewissen Höhe sicherzustellen (absoluter Betrag oder prozentualer Anteil des ausstehenden Emissionswertes).

4.7 Vorgehen der Rating-Agenturen²⁶

Die Arbeitsweise der Rating-Agenturen wird erst an dieser Stelle aufgegriffen, da sie eine Bewertung der Gesamtemission vornehmen, indem sie alle vorgestellten Konstruktionselemente einbeziehen.

Die Rating-Agentur Standard & Poor's erteilt das erste Rating für eine ABS-Emission (Sperry). Die von ihr im allgemeinen bei ABS verwendeten Beurteilungskriterien lassen sich in drei große Blöcke unterteilen. Zunächst wird das sogenannte „Credit Risk“ untersucht, im Anschluß daran die Cash-flow- und schließlich die rechtliche Konstruktion einer ABS-Emission beurteilt.

Die Untersuchung des Credit Risk beginnt mit einer Analyse des Unternehmens, das sich von den Assets (abgestellt wird auf Forderungen) trennt – „Originators overall risk profile“. Hierbei werden unter anderem die Organisation, das Management, das Rechnungswesen und die Marktposition in Vergangenheit, Gegenwart und Zukunft betrachtet, bevor die Analyse des Finanzbereichs ansetzt. Dies dient erstens dazu, die Werthaltigkeit der verbrieften Forderungen zu beurteilen (z. B.: Müßten sich die Kreditnehmer der Unternehmung bisher eher strengen oder tendenziell lockeren Kreditwürdigkeitsprüfung unterziehen?). Zweitens läßt sich mit der Gesamtanalyse des Unternehmens die Qualität einer eventuell gegebenen Sicherungszusage besser einschätzen. Darüber hinaus könnte auch die technische Abwicklung des Zahlungsverkehrs (Forderungseinzug über Lastschriften oder Abbuchung) ein wichtiger Punkt sein.

Neben die Gesamtunternehmens- und Finanzanalyse setzt S & P eine Betrachtung des gesamten Assetportefeuilles der betreffenden Unternehmung sowie des Auswahlprozesses, der zu dem verkauften Portefeuilleteil geführt hat („random walk“ versus „cherry-picking“). Untersucht wird somit auch die Qualität des Rest-Portefeuilles, die wiederum für die Beurteilung der Unternehmenszukunft mitbestimmend sein kann.

26 Vgl. den Gemeinschaftsaufsatz eines Moody's- und eines Standard & Poor's-Mitarbeiters: Marshland-Shaw/Selzer (1990) sowie die nach Assetarten geordneten Beiträge von Hourican (1990). Zum allgemeinen Vorgehen der Rating-Agenturen vgl. Everling (1991).

Ebenfalls unter der Überschrift „Credit Risk“ werden der Servicer (sofern dieser nicht mit dem Unternehmen, das die Forderungen verkauft, identisch ist) und der Trustee beleuchtet. Die Rolle des Servicers ist insbesondere dann von großer Bedeutung, wenn er für die Reinvestition vorzeitig eingehender Zahlungsströme zuständig ist. In jedem Fall aber hängt es entscheidend von seinem Kreditmanagement ab, ob die Cash-flows der verbrieften Forderungen wie geplant eingehen und an die Wertpapierkäufer weitergeleitet werden können.

Das nächste S & P-Hauptkriterium ist die Art der Cash-flow-Konstruktion. Die beiden Varianten Pay-Through und Pass-Through wurden unter 4.3 bereits dargestellt. Dies gilt auch für das dritte Hauptkriterium, die rechtliche Ausgestaltung des SPV (Trust oder Corporation) und der Emissionsstruktur/-dokumentation (4.2).

Zur Beurteilung der gesamten Risikoposition des Investors müßten der mit den genannten Kriterien erfaßten Risikoseite nun die Verteidigungslinien gegen möglicherweise schlagend werdende Risiken (Sicherungsformen, 4.6) gegenübergestellt werden. Dies geschieht bei S & P innerhalb des letzten Blocks. Hierbei wird der sog. Weak-Link-Approach verfolgt, d. h., eine Emission kann nur so gut geratet werden wie das schwächste Glied in der Kette der Sicherungsgeber.

4.8 Perspektive der Investoren²⁷

Als Käufer von ABS traten bisher überwiegend institutionelle Investoren auf. Wohl wegen der Komplexität der Finanzierungsstruktur gingen die Wertpapiere in die Portefeuilles von Kreditinstituten, Versicherungen, Geldmarktfonds, Pensionskassen, Investmentgesellschaften und Unternehmen. Dabei erwarben die Investoren mit MBS eher langlaufende Papiere (10–30 Jahre), während ABS im engeren Sinne eher im kurz- bis mittelfristigen Laufzeitbereich anzusiedeln sind (1–5 Jahre).

Zunächst ist nach der Sicherheit für die Investoren zu fragen. Die Grundidee der Credit Securitization sieht vor, einen Sekundärmarkt für vorher illiquide Assets zu schaffen, indem diese in für Investoren fast risikolose Wertpapiere gekleidet werden. Wie aus der Darstellung der Sicherungsformen hervorging, werden zu diesem Zweck häufig mehrere Sicherungsgeber zusammengespannt, um neben dem Normal- auch einem außergewöhnlichen Risiko vorzubeugen. Dies hat zu hohen bzw. höchsten Ratings für die Emission geführt – hieraus geht die Sicherheit der Papiere für die Investoren hervor. Das Rating wird regelmäßig von den Agenturen überprüft, indem man sowohl die Entwicklung der Collateral-Qualität als auch der Bonität der an der Emission Beteiligten untersucht – hierbei kommt es unter Umständen zu Herabstufungen (Downgradings). Als sich etwa im August 1990 das Rating der Dai-Ichi Kangyo-Bank, die als L/C-Geber in zahlreiche ABS-Konstruktionen eingebunden war, verschlechterte, führte dies zu Ratingänderungen bei den betroffenen Emissionen. Insofern bezieht sich die Sicherheit des Investors zunächst einmal nur auf den Emissionszeitpunkt²⁸.

Beeinträchtigt wird die Risikoposition des Investors durch das Prepayment-Risk²⁹. Dieses Risiko besteht darin, daß häufig unsicher ist, ob und in welchem Umfang die Schuldner schneller als vereinbart die verkauften Forderungen zurückführen und damit

sowohl die Laufzeit als auch die Effektivverzinsung der ABS verändern. Gerade bei sofortiger Durchleitung der Cash-flows (Pass-Through) sieht sich der Investor einem Wiederanlagerisiko gegenüber. Hat jedoch der Emittent feste Tilgungen zugesagt, so ist er selbst diesem Risiko bis zum vereinbarten Ausschüttungstermin ausgesetzt. Von daher erklärt sich die Notwendigkeit einer lange in die Vergangenheit zurückreichenden statistischen Erfassung der auf die Forderungen eingehenden Zahlungsströme. Die Höhe der Prepayments ist im wesentlichen von der Entwicklung des Zinsniveaus abhängig. Bei Hypothekendarlehen, die in den Vereinigten Staaten ohne eine Entschädigung oder Strafgebühr vorzeitig getilgt werden können, hat sich gezeigt, daß bereits leichte Zinsrückgänge zu verstärkten Prepayments führen. Gerade bei einem gesunkenen Zinsniveau wird das SPV bzw. der ABS-Gläubiger verschärft mit der Wiederanlageproblematik konfrontiert. Umgekehrt führen steigende Zinsen zu geringeren Prepayments als kalkuliert und damit zu einer unerwarteten Verlängerung der Laufzeit einer Emission.

Empirische Untersuchungen haben ergeben, daß die Zinsabhängigkeit der Prepayments nach Assetarten differiert³⁰. Dieses Risiko lassen sich die Investoren entsprechend vergüten, womit die Rentabilitätsseite der ABS angesprochen ist. Zinsaufschläge gegenüber amerikanischen Staatsanleihen (Treasuries), die in Basispunkten (1bp = 0,01%) angegeben werden, lagen bei Auto- und Credit-Card-ABS Mitte 1991 zwischen 70 und 90 bp³¹.

Mitbestimmt wird die Zinsforderung der Investoren auch durch die Liquidität der Papiere. Sie hängt davon ab, ob eine öffentliche oder eine private Placierung gewählt wurde. Die ersten ABS sind als Privatplacierungen an den Markt gekommen. Dadurch war ihre Weiterveräußerbarkeit meist ausgeschlossen, was zu erhöhten Renditeforderungen der Investoren führte. Nach dem allmählichen Vertrautwerden mit dieser Finanzinnovation wurde jedoch zunehmend öffentlich placiert (verbunden mit einer größeren Liquidität der Papiere und somit geringeren Zinsforderungen). Der Nachteil liegt hier wiederum in den erhöhten Anforderungen – und somit Kosten – an derartige Emissionen (Registrierung bei der Securities Exchange Commission, regelmäßige Berichterstattung, Einschaltung eines Treuhänders)³².

4.9 Anforderungen an zu verbriefende Vermögenswerte³³

Erst vor dem Hintergrund der genannten Konstruktionselemente lassen sich Kriterien der Verbriefungsfähigkeit von Vermögenswerten formulieren³⁴.

Zunächst muß für die zu verkaufenden Assets eine Separationsmöglichkeit bestehen. Diese ist einerseits technischer Natur. So müssen z. B. Forderungen, die man aus dem Gesamtportefeuille einer Unternehmung herausnimmt, besonders gekennzeichnet werden. Darüber hinaus sind die auf sie eingehenden Zahlungen auf separate Konten zu leiten, bevor sie an den Treuhänder überwiesen werden.

Eine Separation muß aber auch juristisch möglich sein. Ebenso wie beim Factoring steht ABS-Konstruktionen möglicherweise das Problem eines Abtretungsausschlusses

³⁰ Vgl. Curtin/Deckoff (1990), S. 215.

³¹ Vgl. Capital Markets Assurance Corporation (1991).

³² Vgl. Acheson IV/Halstead (1988).

³³ Vgl. zur Diskussion hierüber in einem Arbeitskreis mit Vertretern der Kreditwirtschaft Paul (1991), S. 30.

³⁴ Eine andere Vorgehensweise wählt Lerbinger (1987), S. 310f.

²⁷ Diese Perspektive behandeln Goldberg/Rogers (1988), Vianna (1986) und Pitman/Fletcher (1990).

²⁸ Vgl. Monahan (1991), S. 18.

²⁹ Ausführlich zu diesem Risiko: Pavel (1989), S. 73, 102 und 135.

durch den Schuldner entgegen. Will man trotz einer derartigen Vertragsklausel an das SPV verkaufen, so kann man erstens darauf setzen, daß im Falle sich entgegenstehender allgemeiner Geschäftsbedingungen die Rechtsprechung die entsprechenden Klauseln beider Vertragsparteien für unwirksam erklärt. Zweitens kann der Schuldner – sofern der Originator Servicer bleibt – weiter an diesen mit befreiender Wirkung zahlen, wodurch das Problem entschärft wird³⁵.

Sind diese technischen und juristischen Hürden überwunden, so ist die Existenz eines sich von den Assets ableitenden Cash-flows die Grundvoraussetzung einer Verbriefung („If it flows, securitize it!“³⁶). Von daher kommen in erster Linie Forderungen aller Art für die Verbriefung in Frage. Denkbar ist auch die Weitergabe von Bündeln wenig marktgängiger Wertpapiere an den Kapitalmarkt („Repackaging“³⁷). Problematisch erscheint dagegen die Verbriefung immaterieller Vermögensgegenstände (z. B. Patentrechte). Hier bestehen in der Regel relativ hohe Cash-flow-Unsicherheiten. Fraglich ist weiterhin, ob auch Vorräte verbrieft werden können. Bei kontinuierlichem Verwertungsfluß lassen sich hier ebenfalls (zumindest indirekt) Cash-flows ableiten. Je nach Art der Vorräte sind auch Werthaltigkeit, Handel- und Bewertbarkeit gegeben. Dennoch stellt sich die Frage, warum diese Vermögenswerte, die immer noch ein Verarbeitungs- und Vermarktungsrisiko tragen, bereits verbrieft werden sollen, wenn sie nach aller Wahrscheinlichkeit doch zu Forderungen werden, die dieses Risiko nicht mehr laufen. An ein Einkleiden von nicht-bilanziellen Assets in Wertpapiere läßt sich dann denken, wenn wie bei langfristigen Abnahme- bzw. Mietverträgen ebenfalls zukünftige Cash-flows abgeleitet werden können.

Neben die Existenz eines Cash-flows tritt dessen Prognostizierbarkeit als weitere Anforderung. Aus den bisherigen Ausführungen geht die Bedeutung der von den Assets abgeleiteten Cash-flows hervor, so daß ihre Einschätzung für die Zukunft zu einem zentralen Problem von ABS wird. Dabei müssen Zeitreihen über Zahlungsausfälle, Zahlungsverzögerungen und vorzeitige Tilgungen verfügbar gemacht werden. (Idealerweise sollten diese möglichst niedrig liegen und wenig schwanken). Die Äußerung „Securitization makes you ask questions about the collateral you never asked before“³⁸ deutet darauf hin, daß eine Unternehmung ihre Assets genauer als bisher analysieren muß. Für die Ableitung derartiger Statistiken ist modernste EDV erforderlich, weshalb die Asset Securitization auch als „product of data technology“³⁹ bezeichnet wird. Daher ist der Stand der EDV des Originators sehr bedeutsam. (Ein Vertreter eines Sicherungsgebers: „When we do a deal, first thing we look at is the level of computerisation.“⁴⁰)

Zu betonen ist, daß vom Assetverkäufer nicht die Herausgabe eines vollständigen, das Unternehmen umfassenden Finanzplans gefordert werden kann. Es sind lediglich Prognosen für die Zahlungsflüsse der ausgedehnten Assets erforderlich. In diesem Zusammenhang ist interessant, daß der Orientierung am Cash-flow bei der Konstruktion von Finanzierungen in den letzten Jahren eine immer größere Bedeutung

35 Zu den mit Factoring verbundenen Rechtsproblemen vgl. *Lambek* (1988), S. 480 ff. sowie *Vormbaum* (1990), S. 437–439.

36 *McCoy, Mark*, Salomon Brothers, zitiert bei: *Smallman|Selby* (1990), S. 242.

37 *Eilenberger* (1990), S. 240.

38 *Flint, Janine*, CSFB London, zitiert bei: *Dugan* (1990), S. 100.

39 *Dugan* (1990).

40 *Dugan* (1990).

zugekommen ist. Beispiele hierfür sind neben ABS etwa die Projektfinanzierung und Management Buy-Out-Strukturen⁴¹.

Bedeutsam ist auch, daß homogene Assets in einem Pool gebündelt werden, mit dem aufgrund z. B. geographischer, demographischer oder bonitätsmäßiger Streuung der Schuldner ein Portfolioeffekt erzielt werden kann. Hier bieten sich große Mengen kleinerer Forderungen an.

Notwendig ist darüber hinaus, daß von den Vermögenswerten eine ausreichend hohe Marge ableitbar ist, die Zahlungsausfälle und diverse Gebühren (Servicing, Treuhänder, Emissionskosten) deckt. Andernfalls wird der Ankaufspreis des SPV entsprechend niedrig liegen (s. Emissionsbeispiel in 5.1).

Auch eine gewisse Mindestlaufzeit von Forderungen erscheint aus Gründen der technischen Handhabbarkeit geboten. Fraglich ist, ob dies – wie in einem Literaturvorschlag⁴² – tatsächlich ein Jahr sein muß. Denkt man an den revolvingierenden Ankauf von Kreditkartenforderungen (siehe das Emissionsbeispiel in 5.2), so lassen sich auch Konstruktionen mit deutlich geringeren Assetlaufzeiten darstellen.

Neben diesen Anforderungen ist vor allem wegen der fixen Emissionskosten (z. B. Gründung eines Special Purpose Vehicle) ein bestimmtes Mindestvolumen der Emission erforderlich.

Nimmt man alle Anforderungen zusammen, so erklärt sich, warum bisher nahezu ausschließlich Forderungen verbrieft wurden. Außerdem wird die Reihenfolge plausibel, in der sich die Securitization entwickelt hat. Zunächst für Mortgages, später auch für Auto- und Kreditkartenfinanzierungen, standen sowohl große Volumina als auch weit zurückreichende Cash-flow-Statistiken zur Verfügung.

Daraus abgeleitet erscheint das Instrument ABS besonders für Unternehmen mit – konstant oder saisonal – hohen Forderungsbeständen geeignet (z. B. Handelsunternehmen), da sie eine einmal entwickelte Verbriefungsstruktur häufiger verwenden können.

5 Emissionsbeispiele

5.1 Asset Backed Securities Corporation⁴³

Die hier ausgewählte öffentliche Emission der ABSC (Asset Backed Securities Corporation) ist bis heute eine der größten ABS-Transaktionen. Sie wird dargestellt, weil eine Verwendung dieser Assetart (Autofinanzierungen), Zahlungsstruktur (Pay-Through) und Rechtsform des SPV (Kapitalgesellschaft) annähernd auch für deutsche Verhältnisse vorstellbar ist. Außerdem sind hier im Gegensatz zu zahlreichen Privatplacierungen ausführlichere Informationen verfügbar. Die Abbildungen 5 und 6 dienen der Veranschaulichung der folgenden Ausführungen; die Nummern im Text beziehen sich auf die allgemeine Darstellung in den vorherigen Abschnitten des Kapitels 4.

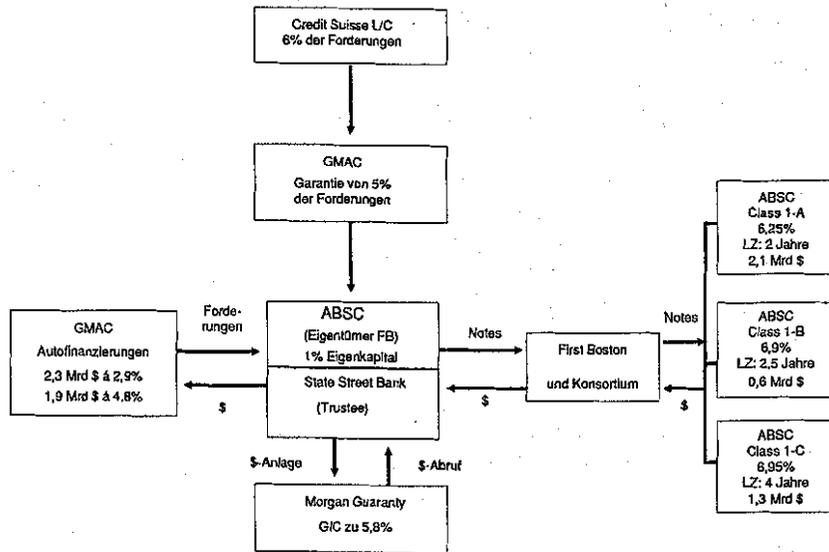
In den Jahren 1985/86 hatte General Motors – wie die meisten anderen US-Automobilhersteller auch – über ihre Finanzierungstochter General Motors Accept-

41 Vgl. *Arbeitskreis „Finanzierung“ der Schmalenbach-Gesellschaft* (1990), S. 838, wo ebenfalls die Bedeutung der Prognostizierbarkeit des Cash-flow hervorgehoben wird.

42 Vgl. *Lerbinger* (1987), S. 310.

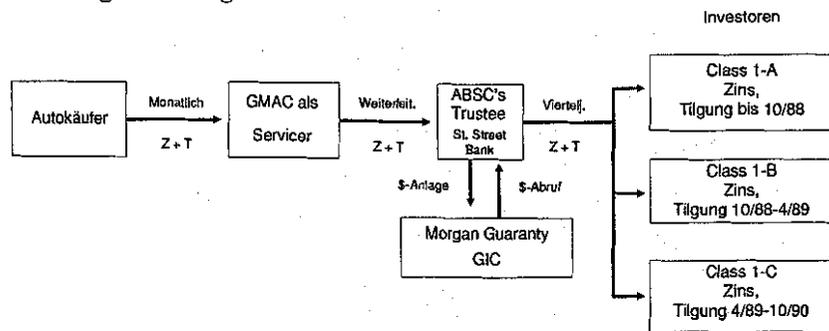
43 Vgl. zu diesem Beispiel *Rosenthal|Ocampo* (1988), S. 79–98.

Abbildung 5: Asset Backed Securities Corporation, Series 1



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

Abbildung 6: Zahlungsstromstruktur



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

ance Company (GMAC) Verkaufsförderungsprogramme für Personenkraft- und kleinere Lastwagen aufgelegt. Im Rahmen dieser Programme wurden Kredite zu Zinssätzen gewährt, die deutlich unter dem damaligen Zinsniveau lagen; die Refinanzierung hatte GMAC über mehrere Emissionen von Schuldverschreibungen sichergestellt – dementsprechend hoch war ihr Leverage. Mitte 1986 hielt man es daher für problematisch, weitere GMAC-Papiere zu akzeptablen Konditionen am Markt unterzubringen. In Zusammenarbeit mit der Investmentbank First Boston wurde aus

diesem Grund ein Weg gesucht, eine Wertpapierfinanzierung für GMAC aufzubauen, deren Rating höher (und der Kostensatz daher niedriger) lag als bei GMAC selbst (damals AA+).

Im ersten Schritt identifizierte die Gesellschaft Teilzahlungskredite aus der Verkaufsförderung im Volumen von 2,3 Mrd. US-\$, 2,9% Verzinsung und 36 Monaten Laufzeit sowie solche im Volumen von 1,9 Mrd. US-\$, 4,8% Verzinsung und 48monatiger Laufzeit.

Die Kredite wurden übertragen an die ABSC als SPV (2). Dieses wurde nicht vom Originator, sondern von First Boston gegründet, um eine eventuelle Konsolidierung bei GMAC sowie eine Klassifizierung der ausgegebenen Papiere als GMAC-Verschuldung zu vermeiden⁴⁴.

Als Rechtsform wählte man die Corporation, deren Geschäftszweck im Ankauf der Assets und ihrer Finanzierung über die Ausgabe von Schuldtiteln (ABSC-Notes) bestand, die Zins und Tilgung verbrieften. Für eine Anerkennung der emittierten Papiere als Unternehmensverschuldung wurde das Vehikel mit einem minimalen Eigenkapital in Höhe von 1% seiner Bilanzsumme durch First Boston versehen, die auch Managing Underwriter des Placierungskonsortiums war.

GMAC blieb selbst Service-Agent (1) und war dementsprechend für den Einzug der monatlichen Darlehensraten bei den Kreditschuldnern verantwortlich, für die nicht erkennbar wurde, daß GMAC nicht mehr Eigentümerin der gegen sie bestehenden Forderungen war. Diese Dienstleistung wurde mit einer Verwaltungsgebühr von 25 – 30 bp (geschätzt) entgolten.

Die State Street Bank nahm als Trustee (1) die Deckungswerte treuhänderisch in Besitz.

Hinsichtlich der Zahlungsstromstruktur (3) wählte man – wie gesagt – die Pay-Through-Variante. Die auf die Forderungen bei GMAC eingehenden und an den Treuhänder weitergeleiteten Zins- und Tilgungszahlungen wurden also nicht einfach an die Investoren durchgereicht. Um ein möglichst niedriges Kostenniveau zu erzielen, legte die ABSC drei Tranchen auf, die den divergierenden Laufzeitpräferenzen unterschiedlicher institutioneller Anleger entsprachen, indem sie sukzessive getilgt wurden. Tranche A (2 Jahre Gesamtlaufzeit) kam Geldmarktfonds, Tranche B (2,5 Jahre Laufzeit) Kreditinstituten und Tranche C (4 Jahre Laufzeit) Versicherungen entgegen. Es fand also ein Management der Zahlungsströme statt, das die Tilgungsleistungen vierteljährlich zunächst in Tranche A leitete und erst nach ihrer vollständigen Tilgung mit der Amortisation der Tranche B begann. Zuletzt wurde Tranche C getilgt.

Eine Besonderheit stellt der bei dieser Emission erstmalig eingesetzte Guaranteed Investment Contract (GIC) zwischen der ABSC und Morgan Guaranty dar. Zum Schutz der Investoren wurde eine feste Zins- und Tilgungsstruktur angeboten. Bei Prepayments bestand für die ABSC das beschriebene Zinsrisiko der zwischenzeitlichen Wiederanlage bis zur vereinbarten Weiterleitung. Der GIC bot die Möglichkeit, Prepayments zu einem festen Zins von 5,807% bei Morgan Guaranty anzulegen. Dadurch wurde das Reinvestitionsrisiko der Gesellschaft eliminiert. Da dieser Zinssatz

⁴⁴ Durch Einbringung der Assets in einen Owner Trust konnte First Boston eine Konsolidierung des SPV vermeiden – vgl. dazu Rosenthal/Ocampo (1988), S. 85.

über dem der (verbrieften) Autokredite lag, führten steigende Prepayments sogar zu einer Erhöhung des Wiederanlageeinkommens.

Zum Schutz der Investoren vor einem GMAC-Konkurs (4) wurden die Vermögenswerte mittels „echten Verkaufs“ übertragen (siehe nächster Abschnitt). Das Konkursrisiko der ABSC als Emittent wurde durch eine Beschränkung der Geschäftstätigkeit eingegrenzt. Außerdem hätte sie weitere Verbindlichkeiten nur dann eingehen dürfen, wenn die daraus resultierenden Verpflichtungen den Ansprüchen der ABS-Gläubiger nachgeordnet gewesen wären.

Die drei für das Vorliegen eines handelsrechtlichen (5) True Sale erforderlichen Bedingungen wurden erfüllt: GMAC besaß keine Option zum Rückkauf der Forderungen, ABSC konnte GMAC nicht zur Rücknahme der Kredite auffordern, und es gab eine abschätzbare Regreßverpflichtung von GMAC (5% der Forderungen). Durch die Regreßzusage bedingt, mußte GMAC eine Rückstellung in Höhe der erwarteten Verluste bilden. Bei einer im Durchschnitt der Jahre 1980 bis 1985 liegenden Ausfallquote von 0,36% p. a. und einer gewichteten durchschnittlichen Laufzeit der drei Tranchen von 2,5 Jahren belief sie sich auf knapp 1% des Forderungsvolumens.

Die im Rahmen der Verkaufsförderung gewährten Kredite wurden wegen ihrer unter dem Marktzinsniveau liegenden Verzinsung zu 94,17% an die ABSC verkauft. Mit dem Verkauf realisierte GMAC somit einen Verlust, dessen Ursache allerdings nicht in der ABS-Transaktion, sondern in der genannten Zinsdifferenz lag.

Der Besteuerung unterlagen die Zinserträge aus den Forderungen im Eigentum der ABSC. Diesen Zinserträgen konnten die zur Bedienung der Wertpapiere erforderlichen Aufwendungen steuerlich mindernd gegenübergestellt werden.

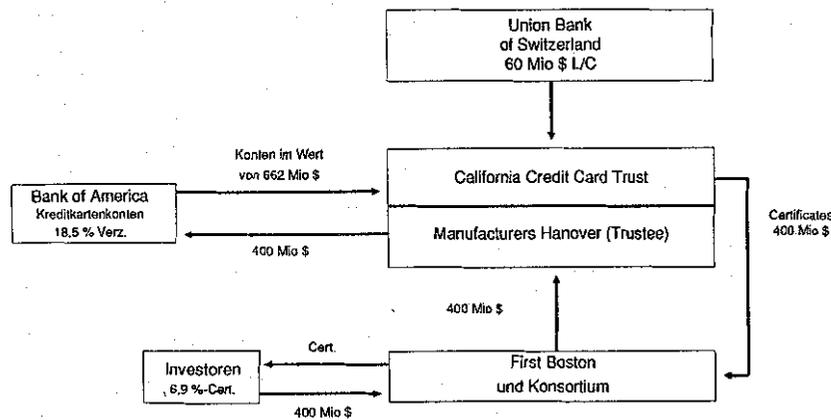
Die Sicherung (6) der Papiere setzte sich aus drei Teilen zusammen. GMAC übernahm die erwähnte Regreßverpflichtung in Höhe von 5% der Kredite, ABSC als Emittent haftete selbst entsprechend seinem Eigenkapital von 1%. Bei der genannten Ausfallquote von 0,36% p. a. und der im Schnitt 2 1/2 jährigen Laufzeit kann demnach von einer komfortablen Sicherung gesprochen werden. Hinter diesen beiden Sicherungslinien stand ein 6%iges Back-Up-L/C der Credit Suisse, einer von S & P mit AAA bewerteten Bank. Es war den erstgenannten Garantien insofern nachgeordnet, als aus ihm erst gezogen werden durfte, wenn weder GMAC noch ABSC ihren Verpflichtungen nachkommen konnten (gestaffelte Verlustauffanglinien).

Wohl auch vor dem Hintergrund dieses Sicherungsgebers wurde der Emission ein Rating erteilt, das mit AAA über dem von GMAC (AA+) lag. Die Nachfrage nach den Papieren war so groß, daß der ursprünglich geplante Betrag von 3,2 Mrd. US-\$ auf 4 Mrd. US-\$ erhöht wurde. Ein Geldmarktfonds kaufte allein 750 Millionen Dollar der kürzesten Laufzeittranche, womit die Investorenperspektive deutlich wird. Die Kosten der GMAC werden in 6.1 behandelt.

5.2 California Credit Card Trust

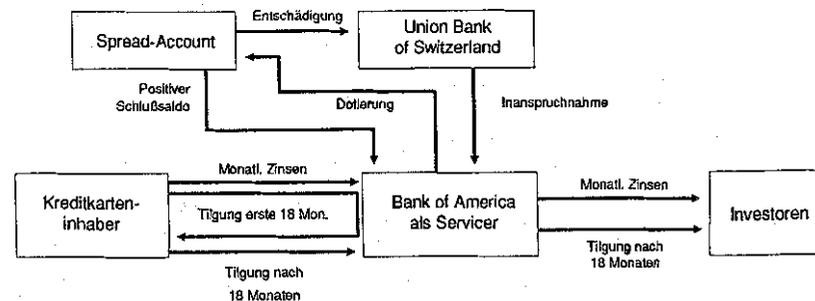
Eine weitere Emission sei kurz skizziert, um eine Struktur des revolvingenden Assetankaufs darzustellen. Es handelt sich dabei um eine Verbriefung von Kreditkartenforderungen der Bank of Amerika durch das SPV California Credit Card Trust 1987. Übertragen wurden 836659 Konten „Visa Classic“ mit einem Schuldsaldo zum Emissionszeitpunkt von rund 660 Mio. US-\$. Diese Konten bestanden bereits

Abbildung 7: California Credit Card Trust 1987-A



Modifiziert entnommen aus: Rosenthal/Ocampo (1988), S. 142.

Abbildung 8: Zahlungsstromstruktur



Modifiziert entnommen aus: Rosenthal/Ocampo (1988), S. 143.

mindestens zwei Jahre und wiesen keine Zahlungsrückstände von mehr als 30 Tagen auf. Die Placierung der Notes erfolgte wiederum durch ein Konsortium unter Führung von First Boston. Als Trustee agierte Manufacturers Hanover. Ohne auf die genaue rechtliche Ausgestaltung der Emission (2, 4, 5) einzugehen, ergeben sich doch hinsichtlich der Assets und der Gesamtstruktur einige Besonderheiten⁴⁵.

Werden Kreditkartenforderungen als Assets eingesetzt (9), so liegen den ABS keine z. B. durch Hypotheken oder Kfz-Briefe gesicherten Forderungen, sondern lediglich ungesicherte Zahlungsverprechen zugrunde. Der Karteninhaber nimmt sein Credit Card Account – eine Kreditlinie – durch Begleichung einer Rechnung bei einem Vertragsunternehmen der Kreditkartengesellschaft oder durch Barverfügung in

45 Zu den gesellschafts-, handels- und steuerrechtlichen Aspekten dieser Emission vgl. Rosenthal/Ocampo (1988), S. 139–154.

Anspruch. Es fallen dann keine Zinsen an, wenn er den Schuldsaldo in der ihm eingeräumten Frist (in der Regel ein Monat) zurückführt – „Convenience Using“. Abgesehen von einer monatlichen Mindesttilgung gibt es keine feste Amortisationsverpflichtung. Dies hat dazu geführt, daß im Durchschnitt erst nach 6–8 Monaten der in Anspruch genommene Betrag zurückgeführt wird⁴⁶.

Diese Tatsache ist einerseits eine Motivation für den Einsatz von ABS (vorzeitiger Liquiditätsgewinn), andererseits aber auf den ersten Blick auch ein Hinderungsgrund, da – die bisher beschriebenen Strukturen vorausgesetzt – nach ca. einem halben Jahr die Wertpapiere bereits getilgt wären. Um dem vorzubeugen, werden die an die Investoren fließenden Cash-flows (3) auf zwei Perioden aufgeteilt. Während der Revolving-Period (hier 18 Monate) erhalten sie lediglich die zugesagten Zinsen. Diese Bedienung wird gespeist aus den Gebühren der Karteninhaber. (In den achtziger Jahren lag die durchschnittliche Verzinsung von Kreditkartenforderungen der Commercial Banks zwischen 14 und 18%, was jedoch nicht der Nettoertragsrate entspricht. Die Nettowertberichtigungen für Visa/Mastercard-Portfolios fluktuieren im gleichen Zeitraum zwischen 2 und 4%⁴⁷.)

Tilgungen der Forderungsschuldner werden in dieser Periode nicht an die Investoren weitergeleitet, sondern zum Ankauf neuer Forderungen (neue Inanspruchnahme der übertragenen Konten) verwandt.

Unmittelbar an diese auch als Lockout- oder Interest-Only-Period bezeichneten Phase schließt sich die Amortization-Period an. Nun erhalten die Investoren neben den Zins- auch Tilgungsleistungen.

Die Amortization-Period setzt früher ein, wenn das Eintreffen eines vorher definierten Pay-out-Event den Treuhänder veranlaßt, die sofortige Rückzahlung der ABS aufzunehmen. Die Investoren laufen somit ein Wiederanlagerisiko, was in Niedrigzinsphasen schlagend wird. Pay-out-Events können z. B. ein unerwarteter Anstieg der Wertberichtigungen oder der Konkurs des Servicers sein. Immerhin soll der Investor auf diese Weise vor einem Kapitalverlust geschützt werden.

Um ein weiteres Problem der Assetart Kreditkartenforderungen, nämlich die schwankende Inanspruchnahme der Konten durch die Karteninhaber, einzugrenzen, griff man auf die Overcollateralization (6) zurück. Im Gegensatz zu dem Schuldsaldo von 660 Mio. US-\$ wurden lediglich 400 Mio. US-\$ an Wertpapieren placiert. Der Originator Bank of America erhielt ein Sellers Certificate, das seinen Anspruch auf den Unterschiedsbetrag verbriefte. Hätten sich das Forderungs- und das Emissionsvolumen gedeckt, so wäre bei Rückführung der Schulden durch die Karteninhaber ohne erneute Inanspruchnahme ihrer Konten möglicherweise eine Unterdeckung der ABS entstanden. Auf diese Weise wurde jedoch sichergestellt, daß jederzeit ein zur Ableitung der Zins- und Tilgungsleistungen ausreichendes Forderungsvolumen zur Verfügung stand.

Die dritte Besonderheit bestand in der Einschaltung des vorher bereits definierten Spread-Account in Verbindung mit einer externen Sicherung (6.). Bei der BoA-Emission flossen Überschüsse, die nach Zahlung der 6,9%igen ABS-Verzinsung und der Service-Fee für BoA selbst (4,3%) von der 18,5%igen Verzinsung der Kartenforderungen übrigblieben, in ein Spread-Account. Um hiermit von Beginn der Emission an eine Sicherung zu schaffen, wurde es von BoA im Vorhinein mit 4 Mio. US-\$ dotiert.

Wenn nun in einem bestimmten Monat die von den Kartenforderungen abgeleiteten Zahlungsströme zur Bedienung der Wertpapiere nicht ausreichten, so konnte zunächst aus einem L/C der Union Bank of Switzerland (60 Mio. US-\$=15% des Emissionsvolumens) gezogen werden. Die Bank wurde wiederum aus dem Spread-Account entschädigt. Beträge, die hier nach Tilgung der Gesamtemission verblieben waren, standen dem Originator zu.

6 Chancen und Risiken aus dem Einsatz von ABS

Die bisherige Darstellung war zur Erläuterung des Instruments ABS erstens stark an den Verhältnissen in den USA und zweitens an juristischen Details orientiert. Nachdem im vierten Kapitel bereits die Investorenperspektive angesprochen wurde, sollen nun die eher betriebswirtschaftlichen Konsequenzen untersucht werden, die sich für eine Unternehmung aus einem ABS-Einsatz ergeben können.

In der Literatur finden sich umfangreiche Listen bezüglich der Vorteile; auf Gefahren von ABS wird bisher kaum hingewiesen⁴⁸. So ist zum einen auch die Risikoseite zu beleuchten, zum anderen soll die Darlegung statt einer reinen Aufzählung auf vier wesentliche Punkte konzentriert werden.

6.1 Die Frage nach der Kostenersparnis

Abgeleitet von der Grundidee der Credit Securitization wird die Kostenersparnis als Hauptvorteil für ABS ins Feld geführt. *Rosenthal/Ocampo* präsentieren zur Stützung des Arguments eine Modellrechnung, die an die Emission der ABSC (5.1) anknüpft. Hierbei wird diese ABS-Finanzierung mit einer traditionellen On-Balance-Sheet-Aufnahme von Fremdkapital verglichen (siehe Abbildung 9).

Dabei fielen bei den ABSC-Notes zunächst die Kosten für die Wertpapierverzinsung in Höhe von 6,91% p. a. an. Für die Börseneinführung, das Rating sowie die Placierung waren 17,4 Mio. US-\$, also umgerechnet ca. 0,26% p. a., zu zahlen. Das Back-Up-L/C der Credit Suisse zur Bonitätsaufbesserung verursachte (geschätzte) Kosten von 0,02% p. a. ($\frac{3}{8}\%$ auf 6%). Letztlich mußte GMAC eine Ausfallgarantie von 5% geben. Es wurde aber hervorgehoben, daß lediglich 0,36% der Forderungen pro Jahr als tatsächlicher Ausfall erwartet wurden, so daß die Autoren mit einer Belastung von maximal 0,5% rechnen. Insgesamt entstanden demnach Finanzierungskosten von 7,69% p. a.

Bei einer traditionellen Bilanzfinanzierung – etwa durch Aufnahme von Medium Term Notes oder Commercial Paper – waren die reinen Zinskosten (7,01%) bereits höher als bei ABS (6,91%), da GMAC ein niedrigeres Rating als die ABSC-Emission aufwies. Resultierend aus der objektgestützten Finanzierung liegt schon hier ein geringer Kostenvorteil.

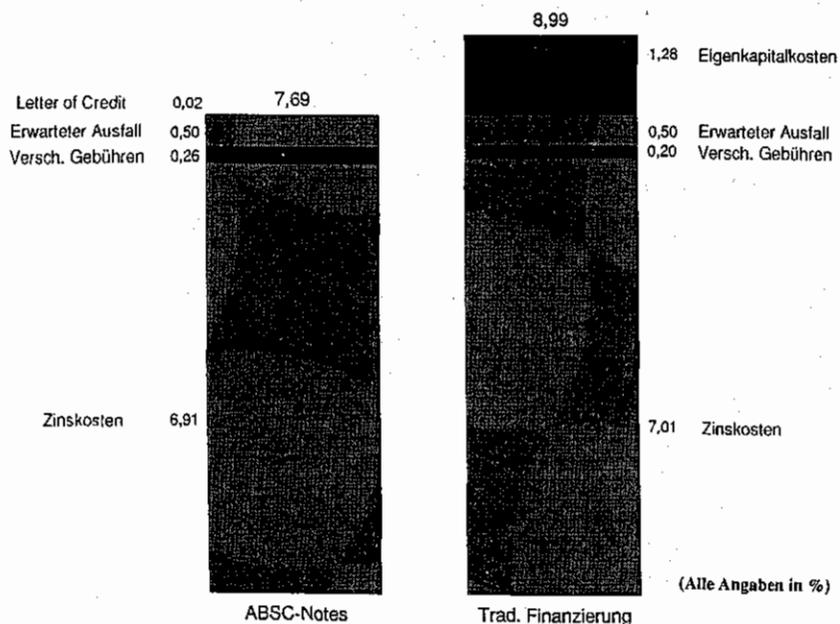
Der entscheidende Vorteil besteht in diesem Beispiel aber in den eingesparten kalkulatorischen Eigenkapitalkosten. Unter der Prämisse, daß eine Unternehmung ihren Verschuldungsgrad konstant halten will, muß sie entsprechend ihrer bisherigen Eigenkapitalquote mit einer zusätzlichen Verschuldung auch einen gewissen Prozent-

48 Eine Ausnahme macht hier die ausgewogene Darstellung von *Dickler* (1991).

46 Mit dieser Assetart beschäftigen sich ausführlich *Pavel* (1989), S. 109–140 und *Barmat* (1990b).

47 Vgl. *Delebant/Waldman* (1986b), S. 13f.

Abbildung 9: Kostenvergleich



Modifiziert entnommen aus: Rosenthal/Ocampo (1988), S. 233–236.

satz Eigenkapital aufnehmen⁴⁹, dessen Kosten annahmegemäß über denen des Fremdkapitals liegen. In Höhe des Eigenkapitalanteils entstehen dann über die Kosten des Fremdkapitals hinausgehende Belastungen. Dieses Kostenelement läßt sich definieren als durchschnittlicher Kostensatz des Gesamtkapitals (Weighted Average Cost of Capital) abzüglich der Kosten des Fremdkapitals.

Nach einer Modellrechnung mit Hilfe des Capital Asset Pricing Model⁵⁰ ermitteln die Autoren eingesparte Eigenkapitalkosten von 1,28%, so daß die ABS-Finanzierung insgesamt um 1,30% günstiger ist als eine traditionelle Finanzierung. Neben den zahlreichen Modellannahmen⁵¹ ist jedoch fraglich, ob Eigenkapitalkosten bei der Gegenüberstellung von Finanzierungsalternativen durch die Finanzleiter von Unternehmen überhaupt berücksichtigt werden. Obwohl zu dieser Frage keine empirischen Befunde vorliegen, kann doch vorsichtig formuliert werden, daß dies nicht immer die Regel ist.

Für deutsche Verhältnisse ist unter dem Aspekt der Kostenersparnis weiterhin auf die Möglichkeit zu verweisen, durch ABS eine alternative Aufnahme von Fremdkapital zu vermeiden, das evtl. als Dauerschuld mit Gewerbesteuer belegt wäre – je nach Art des

49 Diese Annahme ist nur dann sinnvoll, wenn der Verschuldungsgrad einer Unternehmung nicht irrelevant ist, sondern die Finanzmarktteilnehmer die Einhaltung bestimmter Finanzierungskennziffern erwarten. Vgl. dazu Süchting (1989), S. 392–413.

50 Vgl. Süchting (1989), S. 314 ff.

51 Vgl. die Kritik von Schneider (1990), S. 440–449.

Darlehens und Hebesatz z. T. deutlich über 1% p. a. (Eigenkapitalkosten und Gewerbesteuer werden allerdings auch bei dem konkurrierenden Finanzierungsinstrument des Factoring eingespart.)

Stellt man nur auf den Aspekt der Ratingverbesserung ab, so wäre zu folgern, daß gerade Unternehmen mit nicht erstklassiger Bonität von ABS Gebrauch machen könnten. Doch auch für Top-Unternehmen kann der Einsatz sinnvoll sein. Obwohl sie ihr Rating evtl. nicht mehr aufbessern können, erzielen sie doch Kostenvorteile durch die Eigenkapitaleinsparung. Außerdem hätten Investoren bei aller Komplexität der Konstruktion gerade zu Emissionen dieser Unternehmen besonderes Zutrauen.

Entscheidend dabei ist jedoch, welche Eigenkapitalquote der Finanzmarkt nach der ABS-Emission fordert. Da (relativ) liquide Assets die Unternehmung verlassen haben, wäre (etwa nach Investition des Erlöses in Anlagevermögen) die Forderung nach einer höheren Quote als Backing durchaus möglich. Dementsprechend ist in dynamischer Betrachtung zu fragen, wie die gewonnene Liquidität verwendet wurde.

6.2 Die Verwendung der gewonnenen Liquidität

Prinzipiell eröffnen sich zwei Wege (bzw. eine Kombination zwischen ihnen) für den Liquiditätseinsatz:

(1) Die Liquidität wird dazu genutzt, Verbindlichkeiten zu tilgen. Hierdurch sinkt die Bilanzsumme, und es kommt zu einer Erhöhung der Eigenkapitalquote sowie zu einer Verbesserung weiterer finanzwirtschaftlicher Kennziffern wie z. B. des Kapitalumschlags und der Liquiditätskennzahlen. Außerdem kann – wie erwähnt – durch die Tilgung von Dauerschulden die Gewerbesteuerbelastung reduziert werden.

(2) Die zusätzliche Liquidität wird reinvestiert, nach Möglichkeit in ertragreichere Aktiva als solche, die aus der Unternehmung herausgegeben wurden. Somit steigt die Investitionskapazität ohne zusätzliches Eigenkapital. Fraglich ist jedoch, ob sich jederzeit derartig renditereiche Investitionsalternativen bieten. Zu einer steigenden Eigenkapitalquote kommt es nicht, da die Bilanzsumme unverändert bleibt, wohl aber nach erfolgreicher Reinvestition zu einem gestiegenen Gewinn pro Aktie.

Besteht bei (1) und (2) die Hoffnung, die Verschuldungskapazität der Unternehmung zu erhöhen bzw. durch die Einordnung in eine andere Risikoklasse Finanzierungskosten zu sparen, so wird diese im ersten Fall (Rückzahlung) durch ein besseres Bilanzbild und geringere Zins- und Steuerbelastungen, im zweiten Fall (Reinvestition) durch gestiegene Erlöse genährt.

Ob sich die Hoffnung erfüllt, hängt von den Beurteilungskriterien der potentiellen Gläubiger ab. Wird primär auf globale Finanzkennziffern wie z. B. die Eigenkapitalquote geschaut, so könnte die Verschuldungskapazität tatsächlich steigen. Ein Hinweis auf die Liquiditätsnähe der verbliebenen Assets im Falle der traditionellen Finanzierung hätte dann wenig Sinn. Schauen die möglichen Kapitalgeber gründlicher auf die Ursachen des verbesserten Bilanzbildes, so werden sie auf den Assetverkauf stoßen; zum Teil wird dieser sogar publik gemacht (siehe das Beispiel in 8). Dessen Bewertung wiederum läßt sich nicht eindeutig vorhersagen. Auf der einen Seite könnte ABS – wie Factoring noch immer – einen negativen Hautout besitzen (Forderungsverkauf als „letzter finanzieller Rettungsanker“). Andererseits läßt sich argumentieren, daß Unternehmen ihr Kerngeschäft in der Produktion von Gütern bzw. der Bereitstellung von Dienstleistungen haben – nicht in der Kreditgewährung, die nur ein Mittel im Mix

des Absatzmarketing ist. Dies unterscheidet sie etwa von Kreditinstituten, deren Core Business eben die Vergabe von Krediten ist. Dementsprechend müßte dem Kapitalmarkt der Einsatz von ABS unter dem Aspekt der Konzentration auf den eigentlichen Betriebszweck nahegebracht werden können. Eine Imagebelastung dürfte unter diesen Umständen nur dann eintreten, wenn ABS erst nach Ausschöpfung aller anderen finanziellen Potentiale einer Unternehmung eingesetzt wird, sie kann vermieden werden, wenn man eine konsequente Finanzierungsstrategie im oben skizzierten Sinne präsentiert. Gläubwürdig bleibt die Unternehmung, wenn sie ABS nicht nur in Krisenzeiten benutzt, sondern kontinuierlich einsetzt – dafür sprechen im übrigen die relativ hohen Kosten bei der erstmaligen Emission.

Dann ist allerdings zu fragen, ob sich nicht durch die verstärkte Inanspruchnahme von ABS statt traditioneller Kreditaufnahmen eine Veränderung der Beziehungen zu den Hauptbankverbindungen ergibt. In dieser Hinsicht paßt sich ABS jedoch in den einleitend dargestellten allgemeinen Trend der Ablösung erster Adressen vom Bankensektor durch direkte Kapitalmarktfinanzierungen ein, stellt insofern also keine Besonderheit dar.

Selbst bei unverändertem Rating könnte sich eine Ausweitung der Verschuldungskapazität dadurch ergeben – so wird in der Literatur argumentiert –, daß mit einer ABS-Emission die (z. B. Laufzeit-)Präferenzen von Investoren angesprochen werden können, die bisher nicht Gläubiger der Unternehmung waren („Diversifikation der Finanzierungsquellen“⁵²). Es ist jedoch fraglich, ob sich diese maßgeschneiderten Finanzierungen nicht auch mit anderen Instrumenten verwirklichen lassen. Eventuell wird über ABS aber Unternehmen, die sich bisher nicht am Kapitalmarkt refinanzieren konnten, eine derartige Möglichkeit geboten. Hier lassen sich z. B. Zusammenschlüsse mehrerer mittelständischer Unternehmen denken, die ein SPV gründen, das ihre (überwiegend kleinen) Forderungen aufkauft und sich zentral refinanziert (Losgrößentransformation). Je größer die Anzahl der beteiligten Firmen, desto eher lassen sich dabei ausreichend große Volumina für Verbriefungen gewinnen.

6.3 Aspekte des Risikomanagements

ABS lassen sich für ein Management des Bonitäts- und Zinsänderungsrisikos einsetzen.

Durch den Forderungsverkauf wird das Ausfallrisiko zunächst einmal auf das SPV übertragen. Wenn der Originator eine Sicherungszusage gibt, so läuft er zwar ein Risiko, allerdings ein fest kalkulierbares. Wenn auch nur Assets mit gering schwankenden Ausfallraten verbrieft werden sollten, so kann dies doch ein bedeutender Beitrag zum internen Risk Management sein.

Darüber hinaus lassen sich Belastungen aus einer nicht fristen- (und/oder währungs-) kongruenten Refinanzierung ausschalten, indem Vermögenswerte der Aktivseite verkauft und damit Verbindlichkeiten der Passivseite getilgt werden. Dies ist deshalb von Vorteil, weil eine vollständig kongruente Finanzierung von Forderungsbeständen aufgrund der angesprochenen Zahlungsausfälle und -verzögerungen kaum möglich ist.

Zu betonen bleibt, daß sich mit ABS das Instrumentarium des Risikomanagements unter Beibehaltung der Kundenbeziehungen erweitert (vorausgesetzt, der Originator

52 Goldberg (1990), S. 186f.

bleibt Servicer). Hierdurch unterscheidet sich ABS wiederum von den Formen des Factoring, bei denen auch die Debitorenbuchhaltung an den Factor übergeht. Durch den Forderungsverkauf und die sich anschließende Tätigkeit als Servicer kann die Unternehmung eine Provision vereinnahmen und den Kundenkontakt beibehalten. Dieser Ertragskomponente ist allerdings die entgehende Marge aus den verkauften Forderungen gegenzurechnen. Voraussetzung für einen weiterhin reibungslosen Kundenkontakt ist eine Vertragsdokumentation, die keinen Flexibilitätsverlust gegenüber den Kunden bedeutet. Es sollte also weiterhin möglich sein, z. B. Zahlungsaufschub zu gewähren oder Umschuldungen einzuleiten.

6.4 Besondere Bedeutung für Kreditinstitute

Gerade für Kreditinstitute scheint die Beschäftigung mit dem Thema ABS aus mehreren Gründen von besonderer Bedeutung zu sein. Erstens sind Banken bereits Pools par excellence, bestehen sie doch aus einer Vielzahl von großvolumigen Forderungsbündeln verschiedenster Art. Insofern kommen gerade sie als Forderungsverkäufer in Frage. Zweitens könnte das Instrument ABS für die Kreditwirtschaft aufgrund der sich verschärfenden Eigenkapitalanforderungen dann besonders interessant sein, wenn es einzelnen Instituten nicht möglich ist, eine ausreichende Eigenkapitalquote nur über die Zuführung neuen haftenden Eigenkapitals sicherzustellen. Drittens können Banken an ABS-Emissionen in verschiedenen Rollen (über die des Forderungsverkäufers hinaus) beteiligt sein: als Garantgeber, Investor, Gründer einer Zweckgesellschaft, Arrangeur oder Placeur. Zur Beurteilung der Frage, ob sich die Aufnahme von ABS in die Produktpalette für ein Kreditinstitut lohnt, sind die hohen Kosten für die erstmalige Strukturierung einer derartigen Konstruktion den möglicherweise noch relativ großen Margen gegenüberzustellen, die sich in diesem noch nicht standardisierten Geschäft erzielen lassen. Diese schmelzen indessen in dem Maße, in dem sich die Finanzabteilungen von Großunternehmen das entsprechende Know-how aneignen bzw. die Zahl der dieses Instrument anbietenden Banken zunimmt⁵³.

7 ABS in Europa⁵⁴

Am Euromarkt tauchten bis 1989 nur wenige, relativ kleine Emissionen auf. Dies lag primär daran, daß die dort auftretenden Investoren andere Wertpapierausstattungen als in den USA gewohnt waren. Statt sukzessiver Tilgung und monatlicher oder vierteljährlicher Zinszahlung ist man am Euromarkt eher auf Tilgungen in einem Betrag am Ende der Laufzeit einer Emission sowie halbjährliche oder jährliche Zinszahlungen fixiert. Eine einfache Übertragung amerikanischer Usancen war also nicht möglich.

Mittlerweile wird jedoch von einem Durchbruch für diese Finanzinnovation im Jahre 1990 gesprochen. Es kamen hier zwei große Emissionen der Citibank, Verbriefungen von Kreditkartenforderungen im Wert von 2 Mrd. US-\$, eine ebenfalls mit dieser Assetart unterlegte Emission von Sears (0,5 Mrd. US-\$) und eine Placierung von

53 Teilweise wird von ABS „expected to be one of the most dramatic banking stories of the 1990s“. So *Hummer* (1989), S. 79.

54 Auf die allmählich einsetzende ABS-Entwicklung in Japan kann an dieser Stelle aus Platzgründen nicht eingegangen werden. Es sei daher verwiesen auf *Shale* (1991).

Chrysler (Autofinanzierungen, 0,65 Mrd. US-\$) an den Markt. Die weiteren Prognosen sind für dieses Segment des Euromarktes positiv⁵⁵.

Von den nationalen europäischen Märkten sind Großbritannien und Frankreich besonders hervorzuheben.

In Großbritannien⁵⁶ werden seit Januar 1985 (erste öffentliche Placierung) Hypotheken verbrieft. Die Bank of England hat im Februar 1989 bestimmte Regeln für die Off-Balance-Sheet-Finanzierung formuliert, was u. a. auch die Verbriefung kürzer laufender Assets ermöglichte; 1990 wurde die erste Emission, die mit Autofinanzierungen unterlegt war, placiert („CARS UK“, 328 Mio. Pfund).

In Frankreich ist die gesetzliche Grundlage für ABS am weitesten entwickelt. Im Dezember 1988 und März 1989 wurden von der Regierung Vorschriften für die dort als „Titrisation“ (la titre= das Wertpapier) bezeichnete Verbriefung erlassen. Motiviert durch die im internationalen Vergleich relativ niedrige Eigenkapitalausstattung der französischen Kreditinstitute ermöglichte man die Gründung von speziellen SPVs (Fonds Communs de Créances), die bestimmte Steuervorteile genießen und konkursunfähig sind. Beginnend mit der Verbriefung von Konsumentenkrediten durch den Crédit Lyonnais sind dadurch seit März 1990 ABS im Wert von ca. 3,5 Mrd. FF emittiert worden. Allerdings eignen sich die so definierten SPVs z. B. nicht für die Verbriefung von Kreditkartenforderungen, da die Assets eine Mindestlaufzeit von zwei Jahren besitzen müssen⁵⁷.

In Belgien wird mit der Schaffung gesetzlicher Grundlagen der Verbriefung im Rahmen eines neuen Investmentgesetzes in naher Zukunft gerechnet.

Auch in Italien und Spanien fanden Anfang 1990, durch die dortigen Töchter der Citibank strukturiert, erste Verbriefungen statt (die nach römischen Streitwagen benannte „Chariots“-Emission, 210 Mrd. Lire, und „Citifin Espania“ mit 328 Mio. ESP). Da es in diesen Staaten jedoch noch keine entsprechenden gesetzlichen Grundlagen gab, hatte das SPV seinen Sitz im Ausland (ein von Morgan Grenfell gemanagter Trust auf den Cayman Islands)⁵⁸.

Damit wird eine Tendenz angesprochen, die als „Securitization der 2. Generation“ die Zukunft der Verbriefung bestimmen könnte. Um die regulatorischen Probleme in den einzelnen europäischen Ländern zu vermeiden und darüber hinaus ausreichend große Volumina von Assets verbriefen zu können (Degressionseffekte), wird in einem z. B. von der Steuergesetzgebung her günstigen Land ein SPV gegründet. Dieses kauft in verschiedenen Ländern durch lokale Niederlassungen Vermögenswerte auf und refinanziert sich zentral – je nach Opportunität – z. B. auf dem Euro- oder US-Commercial-Paper-Markt.

Die Citibank besitzt weltweit mehrere dieser Vehikel, für Europa wurde in den Niederlanden⁵⁹ eine entsprechende Genossenschaft gegründet (ESC – European Securitization Company, Rating A1+). Ihr können Forderungen im Volumen von mindestens 50 Mio. DM angeboten werden; der Ankauf erfolgt als stille Zession, d. h. ohne Wissen der Schuldner. Der Originator kann auf diese Weise den Kapitalmarkt ohne Publizitätseffekte – wenn auch nur indirekt – beanspruchen.

55 Vgl. Millman (1990).

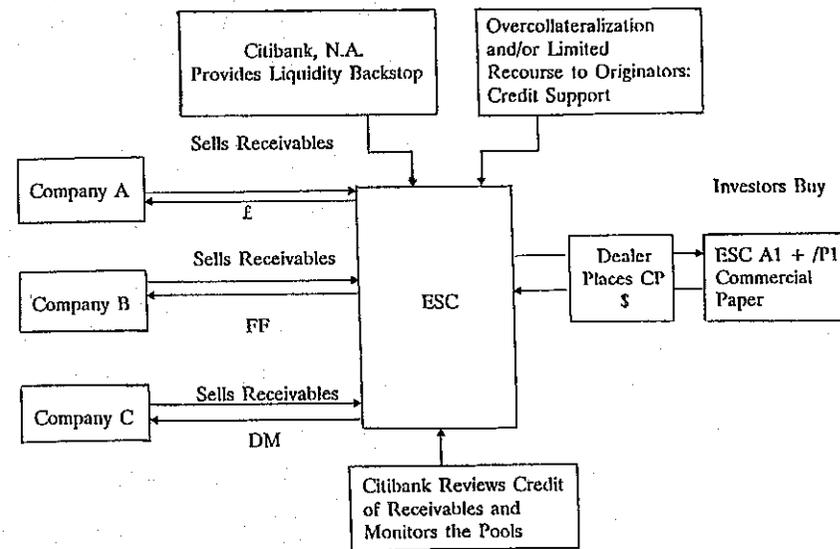
56 Vgl. Cox (1990).

57 Vgl. Quéré (1990), Dugan (1990), S. 98, Wilsin (1989) und Corrigan (1990).

58 Vgl. Darby (1990).

59 Zu den dort herrschenden günstigen Bedingungen steuerlicher Art vgl. o. V. (1991 a).

Abbildung 10: Securitization der „2. Generation“



Quelle: Citibank (o. Jg.), Appendix I.

Folgende Kosten fallen für diese Finanzierung an: 1. Verzinsung der US-Commercial Paper (ca. \$-Libor ./ 10 bp), 2. CP-Handelskommission (ca. 7,5 bp p. a.), 3. Umlage der Betriebskosten des Vehikels (ca. 1–2 bp p. a.) und 4. die Gebühr der Citibank für die einmalige und laufende Strukturierung des Finanzierungsprogramms (bis zu 40 bp)⁶⁰.

8 Stand der ABS-Finanzierung in Deutschland

Einleitend wurde darauf hingewiesen, daß amerikanische Töchter deutscher Unternehmen in den USA bereits von ABS-Gebrauch gemacht haben. Neben den genannten Automobilherstellern waren dies etwa Spiegel, eine Tochter des Otto-Versands, und Deutz-Allis, zu KHD gehörend⁶¹. Trotz dieser Erfahrungen im Ausland hat sich ABS bei deutschen Unternehmen bisher nicht durchsetzen können – präzise: Es gibt mit der Verbriefung von Krediten die KKB Bank AG – jetzt Citibank Privatkunden AG – erst eine bekanntgewordene Emission. Vernachlässigt man den Pfandbrief, der starke

60 Angaben der Citibank, Stand Ende 1991.

61 Vgl. exemplarisch die Darstellung der Spiegel-Emission bei Smallman/Selby (1990), S. 256 ff.

Ähnlichkeiten mit den MBS aufweist⁶², so kann also von einem ABS-Markt in der Bundesrepublik bisher nicht gesprochen werden.

Dabei sind die regulatorischen Rahmenbedingungen in letzter Zeit günstiger geworden: Die Abschaffung der Börsenumsatzsteuer, die Rücknahme der Quellensteuer sowie die Verkürzung der Mindestlaufzeiten von DM-Anleihen haben hierzu beigetragen. Insbesondere die Aufhebung der Genehmigungspflicht für die Emission von Inhaberschuldverschreibungen nach §§ 795, 808 a BGB hat darüber hinaus binnen eines Jahres einen DM-Commercial-Paper-Markt mit beachtlichem Volumen wachsen lassen⁶³,

Sucht man nach den Gründen für die bisherige Zurückhaltung deutscher Unternehmen, so bieten sich folgende Erklärungen an⁶⁴:

(1) Ein Verkauf von Vermögenswerten gilt in der Bundesrepublik häufig als letzter finanzieller Ausweg: „In Germany selling assets still has the stigma of being last resort.“⁶⁵ Will man dennoch die Vermögenswerte einsetzen, dann lassen sich – so wird zumindest behauptet – mit der ABS-Finanzierung kaum Kostenvorteile gegenüber eingeführten Finanzierungsinstrumenten ähnlicher Wirkungsweise (z. B. Factoring) erzielen⁶⁶. Bei letzteren befindet man sich auch juristisch auf vergleichsweise sicherem Boden, während es bei ABS noch zahlreiche Rechtsunsicherheiten (Handelsrecht, Steuerrecht und Bankenaufsicht bei Kreditinstituten⁶⁷) oder Nachteile (Gewerbesteuerpflicht eines SPV in der Bundesrepublik) gibt. Darüber hinaus ist Factoring u. U. auch unauffälliger durchzuführen als eine ABS-Emission. Fraglich ist jedoch, ob sich über dieses Finanzierungsinstrument auch derart große Forderungsvolumina kleiner Stückelung wie bei ABS mobilisieren lassen.

Daneben wird in Deutschland – so ist häufig zu hören – noch eher in Bilanzsummen als in der Kategorie des Return on Equity gedacht. Dies dürfte sich jedoch ändern, wenn es in der Zukunft verstärkt auch zu einem Rating deutscher Unternehmen kommt⁶⁸.

(2) Die Ausstattung deutscher Unternehmen – insbesondere der Kreditinstitute – mit Eigenkapital wird im internationalen Vergleich als noch nicht so angespannt betrachtet. Die „Bilanzenge“, die den Einsatz von ABS motivieren könnte, ist daher noch nicht groß genug.

62 Wesentliche Unterschiede zwischen diesen Instrumenten liegen im Off-Balance-Sheet-Charakter der MBS sowie darin, daß die Bedienung der Pfandbriefe aus dem gesamten Cash-flow einer Hypothekbank sichergestellt wird, während sich Zinsen und Tilgungen bei MBS direkt von einem ausgelagerten Pool von Hypothekendarlehen ableiten. Zu weiteren Unterschieden vgl. von Köller (1991) und Hack (1991).

63 Vgl. o. V. (1991 b).

64 Vgl. die Zusammenfassung der Ergebnisse eines Arbeitskreises bei Paul (1991), S. 31 f.

65 Ascarelli (1990).

66 Diese Ansicht vertritt z. B. Boolitz (1990).

67 Dem Vernehmen nach betrachtet das Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen ABS erstens deshalb kritisch, weil auf diese Weise Kreditgeschäft der Aufsicht entzogen werden könnte. Zweitens wird aus dem Gedanken des Verbraucherschutzes heraus darauf hingewiesen, daß bei den US-Beispielen eines Weiterverkaufs von Krediten den Bankkunden die neuen Besitzverhältnisse in der Regel nicht klar seien.

68 Dies wurde in der Diskussion im Anschluß an die Präsentation des Arbeitskreises „Finanzierung“ auf dem 45. Deutschen Betriebswirtschaftertag in Berlin am 9. 10. 1991 hervorgehoben – vgl. dazu o. V. (1991 c).

(3) Die Einsparung von Eigenkapitalkosten fällt als Argument für ABS kaum ins Gewicht, da diese Kostenkomponente in zahlreichen Unternehmen bei der Berechnung der Finanzierungskosten nicht berücksichtigt wird.

(4) Die für eine ABS-Konstruktion erforderlichen langen Cash-flow-Zeitreihen scheinen nicht immer in ausreichendem Maße verfügbar zu sein.

(5) ABS erfordert einen hohen Erklärungsaufwand bei allen Beteiligten. Insbesondere müssen Übertragungen der amerikanischen Rechtsfiguren auf deutsche Verhältnisse hergestellt werden. Insgesamt ist daher der zeitliche und finanzielle Aufwand bei der erstmaligen Strukturierung einer derartigen Emission sehr hoch. Es müssen, stärker noch als bei anderen Finanzierungen, externe Berater sowie neben der Finanzabteilung weitere Organisationseinheiten einer Unternehmung eingeschaltet werden.

(6) Es fehlt bisher an dem Vorreiter, der durch seinen guten Namen dieses Instrument mit einer ersten großen Emission populär machen könnte.

Zumindest die unter (1) genannte unklare bzw. ungünstige Rechtslage und insbesondere die Gewerbesteuerpflicht in der Bundesrepublik, die „innerdeutsche Lösungen“ mit einem in Deutschland beheimateten SPV zum Problem werden läßt, können umgangen werden. Amerikanische Banken, die intensiv für dieses Instrument werben (Citibank, Salomon Brothers, Chase Bank, CSFB), empfehlen die Ansiedlung des SPV im englischen Rechtskreis, da hiermit eine Struktur unter Einbeziehung eines Trust verwirklicht werden kann. Zudem ist die Gründung einer Finanzierungsgesellschaft z. B. auf den englischen Kanalinseln oder den Cayman Islands relativ einfach, in kurzer Zeit durchführbar und steuergünstig. Gesellschafter des nur mit sehr geringem Eigenkapital ausgestatteten Finanzierungsvehikels wird eine Treuhandgesellschaft, die im Innenverhältnis Anteile zugunsten einer wohltätigen Organisation hält, wodurch mögliche Haftungsrisiken und eine Konsolidierungspflicht vermieden werden sollen. In der Vergangenheit sind ähnliche Konstruktionen – wenn auch nicht für ABS – bereits von der Bundespost, der KfW und verschiedenen Bundesländern genutzt worden⁶⁹.

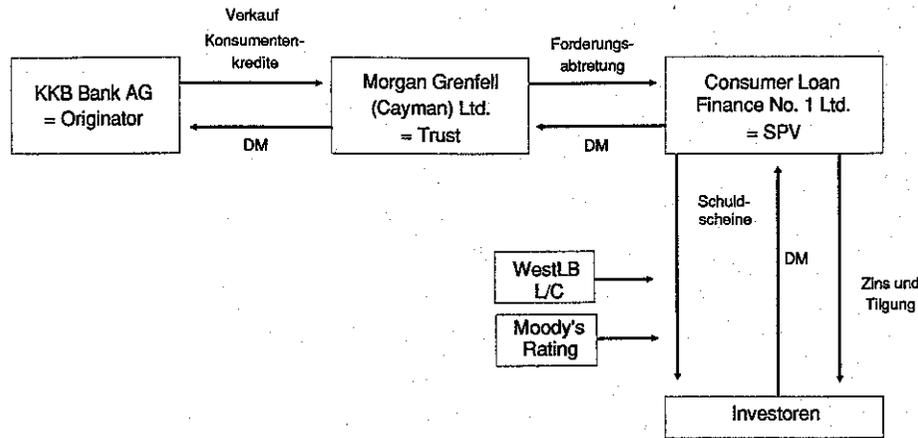
Auf eine derartige Lösung wurde auch bei der mehrfach angesprochenen Verbriefung von Teilzahlungskrediten der KKB Bank AG im Dezember 1990 zurückgegriffen⁷⁰. Es handelte sich dabei um einen Verkauf von Konsumentendarlehen im Nominalwert von 230 Mio. DM an einen eben auf den Cayman Islands sitzenden Trust, ein von Morgan Grenfell (Cayman) Ltd. gemanagtes Sondervermögen. Die Laufzeit der Kredite betrug bis zu 72 Monaten, sie waren festverzinslich und in monatlichen Raten zu tilgen. In einem Vertrag verpflichtete sich die KKB, die Servicer blieb, weiterhin Sorgfalt bei der Debitoren- und Inkassopolitik walten zu lassen. Diese Verpflichtung wurde durch die Citibank garantiert.

Der Trust wiederum trat alle Rechte aus den angekauften Forderungen an die Zweckgesellschaft Consumer Loan Finance No. 1 (Sitz ebenfalls Cayman Islands) ab, die von keinem der Beteiligten zu konsolidieren war. Ein direkter Verkauf der KKB-Darlehen an die Zweckgesellschaft erschien – da es sich bei ihr ausschließlich um

69 Für die Darstellung dieser Struktur dankt der Arbeitskreis Herrn Henning Bruder, Salomon Brothers AG, Frankfurt/M. Sie entstammt seinem Vortrag „Asset Backed Securities“ in der 151. Sitzung des Arbeitskreises „Finanzierung“ am 6. 2. 1990.

70 Der Arbeitskreis dankt Herrn Gerhard Richter, WestLB, Düsseldorf, für seine Ausführungen zu dieser Emission in der 162. Sitzung des Arbeitskreises „Finanzierung“ am 15. 5. 1991. Vgl. hierzu auch knapp o. V. (1990 b).

Abbildung 11: Struktur der Verbriefung von KKB-Darlehen



Modifiziert entnommen aus: Richter (1991).

ein Finanzierungsvehikel handelte – aus zivil- und bankaufsichtsrechtlichen Gründen problematisch.

Das SPV refinanzierte sich über ein privat placiertes Schuldscheindarlehen in Höhe von ebenfalls 230 Mio. DM und einer Laufzeit bis zu 72 Monaten (Rating AA1 von Moody's). Die Schuldscheindarlehen waren mit LIBOR +31,25 bp zu verzinsen, wobei ein Zinscap eingebaut war, der bei 11,125% lag. Außerdem war monatlich zu tilgen. Es ist zu vermuten, daß die KKB (fest oder variabel verzinsliche) Kredite verkaufte, deren Zinssatz sich über der Maximalverzinsung (Cap) des Schuldscheindarlehens bewegte, so daß wohl immer eine positive Zinsmarge gewährleistet war.

Da für das Schuldscheindarlehen kein Sekundärmarkt existierte, wurden Investoren angesprochen, die diese Papiere zum Verbleib in ihr Portefeuille aufnehmen wollten. War unter 2. darauf hingewiesen worden, daß Factoring und ABS Formen der objektgestützten Finanzierung darstellen, wobei mit ABS der Anschluß an den Kapitalmarkt gelingt, so ist dies in der vorliegenden Emission aufgrund der eingeschränkten Weiterveräußerbarkeit jedoch noch nicht vollständig der Fall. Zu den Investoren zählten Versicherungen und Banken, für die die Koppelung einer attraktiven Verzinsung (gegenüber Staatspapieren und im Vergleich mit den rückläufigen Margen im klassischen Kreditgeschäft) mit einem hohen Rating interessant war.

Es handelte sich um eine Pass-Through-Konstruktion, bei der auf die Kredite eingehende Tilgungszahlungen direkt an die Investoren weitergeleitet wurden. Zinszahlungen, die über die Verzinsung der Schuldscheine hinausgingen, wurden auf einem verzinslichen Rücklagenkonto (Spread-Account) angesammelt. Auf dieses Konto, das von der KKB mit 4,5 Mio. DM vorausdotiert wurde, konnte zugegriffen werden, wenn es zu Zahlungsausfällen kam.

Die WestLB gab eine Ausfallgarantie zugunsten des SPV in Höhe von 16% des Darlehensbetrages (=36,8 Mio. DM), die sich mit steigender Dotierung des

Rücklagenkontos verminderte. Die Emissionskosten setzten sich zusammen aus (1) der Verzinsung der Schuldscheindarlehen, (2) den Kosten der Bankgarantie, (3) den Gründungs- und laufenden Kosten des Trusts und des SPV sowie (4) diversen Transaktionskosten (z. B. für das Rating und Rechtsgutachten). Die Höhe von (2)–(4) belief sich auf 20 bis 50 bp.

Die KKB verzichtete durch den Assetverkauf zunächst auf ihre Kreditmarge, erhielt aber für ihre Rolle als Servicer eine Gebühr. Außerdem fällt ihr ein eventueller Überschuß des SPV bzw. ein Restbetrag auf dem Rücklagenkonto am Ende der Emission zu. Insofern entsteht ein Steuerverschiebungseffekt.

Mit Hilfe von ABS ließen sich hier komparative Vorteile insofern koppeln, als KKB ihr Know-how im Bereich der Konsumentenkreditakquisition nutzte und Liquidität von Finanzintermediären erhielt, die auf die Mobilisierung niedrig verzinslicher Gelder spezialisiert waren.

Auch diese Emission wurde durch die erwähnte Eigenkapitalproblematik motiviert. Die KKB mußte einerseits ihre Eigenkapitalquote den internationalen Anforderungen anpassen, andererseits war die Muttergesellschaft aufgrund ihrer Ertragsprobleme hierzu aber nicht in der Lage und auch nicht bereit, weitere freie Aktionäre zuzulassen.

9 Fazit: Die Perspektive der ABS-Finanzierung

Der Arbeitskreis „Finanzierung“ hatte es sich zur Aufgabe gemacht, mit ABS über ein noch sehr junges Finanzierungsinstrument zu informieren. Daher wurden die Entstehung und Entwicklung sowie der Aufbau von ABS-Emissionen in den ersten Kapiteln ausführlich dargestellt.

Die sich anschließenden Chance-/Risiko-Überlegungen aus Sicht eines Assetverkäufers kamen zu dem Ergebnis, daß den aufgezeigten Vorteilen keine unüberwindlichen Hindernisse entgegenstehen. Derzeit scheint es primär noch psychologische Hürden⁷¹ sowie Aufklärungsbedarf zu geben, was für die Anfangsphase im Produktlebenszyklus einer Finanzinnovation typisch ist. Der Arbeitskreis hofft, in diesem Sinne etwas zur Bedarfsdeckung beigetragen zu haben.

So spärlich die Anfänge in Europa und speziell der Bundesrepublik bisher auch sind, läßt sich doch vermuten, daß die ABS-Finanzierung hier ebenfalls langsam Raum greifen wird. Eine kritischere Prüfung der Rentabilität des Eigenkapitals, steigende Kosten bei Finanzierungsalternativen wie dem Factoring sowie der hohe Kapitalbedarf vieler Unternehmen u. a. durch die Aktivitäten in Ostdeutschland und -europa könnten diesen Prozeß fördern. In bezug auf Kreditinstitute gewinnt ABS vor dem Hintergrund höherer Eigenkapitalanforderungen ebenfalls an Bedeutung. Insofern kann die im Titel gestellte Frage bejaht werden.

Daß sich noch zahlreiche Unsicherheiten mit ABS verbinden, zeigt die Charakterisierung eines ABS-Pioniers am Londoner Bankenplatz in einem Handbuch:

„He hopes to retire before the final maturity date of his first securitisation.“⁷²

71 Vgl. o. V. (1991d).

72 Bonsall (1990), S. VII.

Literatur

- Acheson IV, Marcus W./Halstead, David W. (1988), Trends in Securitization – Private and public, in: *The Continental Bank* (Hrsg.), *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 1, 3, S. 52–60.
- Arbeitskreis „Finanzierung“ der Schmalenbach-Gesellschaft (1990), Analyse der für die Entwicklung eines Buy-out-Marktes notwendigen Bedingungen in der Bundesrepublik Deutschland, in: *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, 42. Jg., 10, S. 830–850.
- Arbeitskreis Tacke der Schmalenbach-Gesellschaft (1977), Der Einfluß des Factoring auf Liquidität und Rentabilität eines Unternehmens, in: *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, 29. Jg., 10, S. 617–632.
- Arbeitskreis Tacke der Schmalenbach-Gesellschaft (1981), Geschäftspolitische und organisatorische Aspekte des Kreditmanagements, Teil I: Grundsätzliche Überlegungen zur Kreditpolitik, in: *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, 33. Jg., 8, S. 685–697.
- Ascarelli, Silvia (1990), Asset Backed Securities Face Hard Going in West Germany, in: *Wall Street Journal Europe*, 30. 4. 1990, S. 10.
- Barmat, Joan (1990a), Securitization: An Overview, in: *Lederman, Jess* (Hrsg.), *The Handbook of Asset-Backed Securities*, S. 3–22.
- Barmat, Joan (1990b), Credit Card Receivable-Backed Securities, in: *Lederman, Jess* (Hrsg.), *The Handbook of Asset-Backed Securities*, S. 273–292.
- Beelitz, Frank F. (1990), In den USA zählen Asset Backed Securities zu den modernsten Finanzierungsformen, in: *Handelsblatt*, Nr. 85 vom 3. 5. 1990, S. B4.
- Benner, Wolfgang (1988), Asset Backed Securities – eine Finanzinnovation mit Wachstumschancen?, in: *Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis*, 40. Jg., 5, S. 403–417.
- Bonsall, David C. (1990), Legal Aspects and Considerations, in: *Bonsall, David C.* (Hrsg.), *Securitisation*, S. 13–43.
- Brewer II, Russell B./Iseley, Linda S. (1990), Credit Enhancement for Asset-Backed Transactions, in: *Lederman, Jess* (Hrsg.), *The Handbook of Asset-Backed Securities*, S. 127–140.
- Bruder, Henning (1990), Asset Backed Securities, Unveröffentlichtes Manuskript eines Vortrages in der 151. Sitzung des Arbeitskreises „Finanzierung“ am 6. 2. 1990.
- Bryan, Lowell L. (1988), Breaking up the Bank.
- Capital Markets Assurance Corporation (1991) (Hrsg.), *ABS Market Watch*, Vol. 1, 6.
- Citibank (o. Jg.) (Hrsg.), *Asset Securitisation Overview*, Broschüre.
- Commerzbank AG (1989) (Hrsg.), *Glossar wichtiger Finanzinnovationen*.
- Corrigan, Tracy (1990), Crédit Lyonnais Issues First French Bond Backed by Fixed Rate Consumer Loans, in: *Wall Street Journal Europe*, 4. 4. 1990, S. 10.
- Cox, Kenneth (1990), Introduction and Overview, in: *Bonsall, David C.* (Hrsg.), *Securitisation*, S. 1–12.
- Curtin, William J./Deckoff, Stephen, H. (1990), Asset-Backed Securities. An Attractive Addition to the Low-Duration Sector of the Fixed Income Market, in: *Lederman, Jess* (Hrsg.), *The Handbook of Asset-Backed Securities*, S. 195–225.
- Darby, Rose (1990), Securitization made in Citicorp, in: *Lombard*, Vol. 4, March/April, S. 42–44.
- Dayan, Rodney S. (1990), Legal Review of Asset-Backed Securities, in: *Lederman, Jess* (Hrsg.), *The Handbook of Asset-Backed Securities*, S. 41–78.
- Delebanty, Thomas/Waldman, Michael (1986a), Certificates for Automobile Receivables (CARS), in: *Salomon Brothers Inc.* (Hrsg.), *Mortgage Research*.
- Delebanty, Thomas/Waldman, Michael (1986b), Introduction to Credit Card-Backed Securities, in: *Salomon Brothers Inc.* (Hrsg.), *Mortgage Research*.
- Dickler, Robert A. (1991), Asset-Backed Securities: Chancen und Risiken, in: *Krümmler, Hans-J./Rudolph, Bernd* (Hrsg.), *Corporate Finance*, S. 107–123.
- Dugan, Ann (1990), Finding a way through the maze, in: *Eurromoney*, 4, S. 97–100.
- Eilenberger, Guido (1990), *Lexikon der Finanzinnovationen*.
- Eurromoney Publications (1987) (Hrsg.), *A Guide to Financial Instruments*.
- Everling, Oliver (1991), *Credit Rating*.
- First Boston Group (1990) (Hrsg.), *Handbook of US Government & Federal Agency Securities*, 34. Aufl.
- Foley, Robert J. (1990), The 1989 Receivables-Backed Securities Market, in: *Deutsche Bank Group* (Hrsg.), *Fixed Income Research Special Report*, 16. 3. 1990, S. 1–4.
- Foley, Robert J./Marrone, Raphael T. (1990), The Receivables-Backed Securities Market for the first six months of 1990, in: *Deutsche Bank Group* (Hrsg.), *Fixed Income Research Special Report*, 2. 8. 1990.
- Goldberg, Harold H. (1990), Asset Securitization and Corporate Financial Health, in: *Lederman, Jess* (Hrsg.), *The Handbook of Asset-Backed Securities*, S. 177–199.
- Goldberg, Graig J./Rogers, Karen (1988), An Introduction to Asset Backed Securities, in: *The Continental Bank* (Hrsg.), *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 1, 3, S. 20–31.
- Henderson, John/Scott, Jonathan P. (1988), *Securitization*.
- Hillier, Anthony (1989), Enhancing Credit, in: *Eurromoney Publications* (Hrsg.), *Eurromoney Seminar Transcripts, Asset Securitisation Strategies*, S. 1–10.
- Hock, Frank (1991), Gemeinsamkeiten und Unterschiede zwischen Asset-Backed Securities sowie Pfandbriefen und Investmentanteilen, unveröffentlichte Diplomarbeit, Ruhr-Universität Bochum.
- Hofmeier, Klaus/Peara, Tim (1991), Prudential Bache Capital Funding, *Financial Strategies Group*.
- Hourican, Thomas (1990), Overview of Rating Agency Criteria for Asset-Backed Transactions, in: *Lederman, Jess* (Hrsg.), *The Handbook of Asset-Backed Securities*, S. 23–40.
- Hummer, William B. (1989), The New Faces of Banking, in: *Bankers Monthly*, Vol. 106, 11, S. 79.
- von Köller, Karsten (1991), Hypothekenfinanzierung im Wettbewerb – Ein Systemvergleich zwischen deutschem Pfandbrief und Mortgage-Backed Securities, in: *Börsen-Zeitung*, Nr. 206 vom 26. 10. 1991, S. 13/14.
- Lambeck, Peter (1988), Factoring und Forfaitierung als Alternativen der Fremdfinanzierung, in: *Christians, F. Wilhelm* (Hrsg.), *Finanzierungshandbuch*, 2. Aufl., S. 467–498.
- Lerbinger, Paul (1987), Asset-Backed Securities am US-Kapitalmarkt, in: *Die Bank*, 6, S. 310–315.
- Marrone, Raphael T. (1991), The Publicly-Issued Dollar-Denominated Asset-Backed Securities Market: 1990 and first Quarter of 1991, in: *Deutsche Bank Group* (Hrsg.), *Fixed Income Research Market Trends*, Vol. V, 20, S. 2–4.
- Marshland-Shaw, Lionel J./Selzer, Donald E. (1990), How Rating Agencies view Asset-backed Debt, in: *Bonsall, David C.* (Hrsg.), *Securitisation*, S. 145–160.
- Meiwinkel, Christoph (1989), Asset-Backed Securities, Nr. 32 der Mitteilungen aus dem Institut für das Spar-, Giro- und Kreditwesen an der Universität Bonn.
- Millman, Gregory J. (1990), Europe hopes on the asset-backed bandwagon, in: *Institutional Investor*, Vol. 15, 6, S. 105–108.
- Monahan, Maureen (1991), Investor's concern about asset backed securities, in: *Global Investor*, 2, S. 16–19.
- Naturman, Jaqueline (1991), Unveröffentlichtes Manuskript eines Vortrages auf dem 2. Finanzseminar der europäischen Sparkassen am 1. 3. 1991 in Estoril zum Generalthema: „Verbriefung/Securitisation/Titrisation – Ein heikles neues Finanzinstrument“.
- o.V. (1990a), The Importance of the Role of the Servicer in Securitized Transactions, in: *Moody's Global Structured Finance*, Vol. 2, 1, S. 4–5.
- o.V. (1990b), Darlehen unterlegt mit KKB-Krediten, in: *Börsen-Zeitung*, Nr. 243 vom 18. 12. 1990, S. 3.
- o.V. (1991a), Hollands Schachtelprivileg bei Holdings beliebt, in: *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, Nr. 163 vom 17. 7. 1991, S. 12.
- o.V. (1991b), Lebhaft genutzter DM-Commercial-Paper-Markt, in: *Börsen-Zeitung*, Nr. 135 vom 18. 7. 1991, S. 3.
- o.V. (1991c), ABS schonen Kosten und Eigenkapital, in: *Börsen-Zeitung*, Nr. 194 vom 10. 10. 1991, S. 7.
- o.V. (1991d), Verbriefung heikles Finanzinstrument, in: *Börsen-Zeitung*, Nr. 49 vom 12. 3. 1991, S. 7.
- Paul, Stephan (1991), Zur Finanzierung über Asset Backed Securities, Protokoll des Arbeitskreises 70 des Instituts für Kredit- und Finanzwirtschaft an der Ruhr-Universität Bochum, in: *Süchting, Joachim* (Hrsg.), *Semesterbericht Nr. 34 des IKF*, S. 21–32.
- Pavel, Christine A. (1989), *Securitization*.
- Person, Jeanne K. (1990), Introduction to Mortgages and Mortgage Backed Securities, in: *Lederman, Jess* (Hrsg.), *The Handbook of Asset-Backed Securities*, S. 343–383.

- Pitman, Trevor|Fletcher, Steve (1990), The Credit Strength of Asset Backed Securities, in: *Credit Suisse First Boston* (Hrsg.), CSFB Research, August.
- Quévré, Michael (1990), Securitisation in France, in: *Bonsall, David C.* (Hrsg.), *Securitisation*, S. 265–284.
- Reimnitz, Jürgen (1991), Innovationen auf den Euromärkten, in: *Süchting, Joachim|van Hooven, Eckart* (Hrsg.), *Handbuch des Bankmarketing*, 2. Aufl., S. 281–302.
- Richter, Gerhard (1991), Unveröffentlichtes Manuskript eines Vortrages in der 162. Sitzung des Arbeitskreises „Finanzierung“ am 15. 5. 1991.
- Roll, Richard (1986), Collateralized Mortgage Obligations: Characteristics, History, Analysis, in: *Goldman Sachs* (Hrsg.), *Mortgage Securities Research*.
- Rosenberg, Richard M.|Kravitt, Jason H. P. (1988), Legal Issues In Securitization, in: *The Continental Bank* (Hrsg.), *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 1, 3, S. 61–68.
- Rosenthal, James A.|Ocampo, Juan M. (1988), Securitization of Credit. Inside the New Technology of Finance.
- Schäfer, Rainer (1990), Verbriefung nimmt weiter zu, in: *Die Bank*, 11, S. 604–609.
- Schneider, Dieter (1989), Investition, Finanzierung und Besteuerung, 6. Aufl.
- Shale, Tony (1991), Security In Big Numbers, in: *Euromoney*, 3, S. 37–40.
- Sloane, Raymond T.|Tranfaglia, Thomas A. (1990), Accounting for Asset-Backed Transactions, in: *Lederman, Jess* (Hrsg.), *The Handbook of Asset-Backed Securities*, S. 79–108.
- Smallman, Joseph D.|Selby, Michael J. P. (1990), Asset-backed Securitisation, in: *Bonsall, David C.* (Hrsg.), *Securitisation*, S. 242–264.
- Süchting, Joachim (1988), Entwicklungen auf den internationalen Finanzmärkten, in: *Christians, F. Wilhelm* (Hrsg.), *Finanzierungshandbuch*, 2. Aufl., S. 145–158.
- Süchting, Joachim (1989), *Finanzmanagement*, 5. Aufl.
- Vianna, Paul (1986), An Investor's Guide to CMOs, in: *Salomon Brothers Inc.* (Hrsg.), *Mortgage Research*.
- Vogel, Michael (1988), Asset-Backed Securities (ABS), in: *Österreichisches Bank-Archiv*, 36. Jg., 5, S. 485–486.
- Vormbaum, Herbert (1990), *Finanzierung der Betriebe*, 8. Aufl.
- Walter, Ingo (1991), On the stability of the US-Banking-System, in: *Süchting, Joachim* (Hrsg.), *Semesterbericht Nr. 34 des Instituts für Kredit- und Finanzwirtschaft an der Ruhr-Universität Bochum*, S. 39–42.
- Wildig, Michael (1990), Accounting Treatment, in: *Bonsall, David C.* (Hrsg.), *Securitisation*, S. 225–241.
- Wiltin, Neil (1989), Ready to go, in: *The Banker*, Vol. 139, 12, S. 29–31.

Summary

Since the first public offering in 1985 asset backed securities (ABS) are one of the most rapidly growing segments of the U.S. capital markets. Finding its genesis in the refinancing of mortgages in the United States, ABS are structured by packaging a pool of financial assets, such as automobile loans and credit-card receivables, into a security. Cash flows from the assets support payments to investors and may be either directly passed through or restructured to create securities with tranches of different maturities. To achieve independence from the seller, the assets are sold to a separate legal entity. – The aim of the working group was to prove if ABS could be a new financial instrument for German corporations too. After an overview of the development of ABS in the U.S. and Europe the study describes important elements of ABS-financing and analyses the risks and benefits from different perspectives. The last chapter discusses the future of the less developed ABS-market in Germany.