

Ricken, Stephan

Book

Verbriefung von Krediten und Forderungen in Deutschland: Betriebswirtschaftliche Handlungshilfen

edition der Hans-Böckler-Stiftung, No. 213

Provided in Cooperation with:

The Hans Böckler Foundation

Suggested Citation: Ricken, Stephan (2008) : Verbriefung von Krediten und Forderungen in Deutschland: Betriebswirtschaftliche Handlungshilfen, edition der Hans-Böckler-Stiftung, No. 213, ISBN 978-3-86593-094-1, Hans-Böckler-Stiftung, Düsseldorf

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/116446>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

Stephan Ricken

**Verbriefung von
Krediten und
Forderungen in
Deutschland**

Stephan Ricken

**Verbriefung von Krediten und Forderungen
in Deutschland**

edition 213

Stephan Ricken

Verbriefung von Krediten und Forderungen in Deutschland

Betriebswirtschaftliche Handlungshilfen



edition der Hans-Böckler-Stiftung 213

© Copyright 2008 by Hans-Böckler-Stiftung

Hans-Böckler-Straße 39, 40476 Düsseldorf

Produktion: Setzkasten GmbH, Düsseldorf

Printed in Germany 2008

ISBN: 978-3-86593-094-1

Bestellnummer: 13213

Alle Rechte vorbehalten, insbesondere die des öffentlichen Vortrages,
der Rundfunksendung, der Fernsehausstrahlung,
der fotomechanischen Wiedergabe, auch einzelner Teile.

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis	7
Abkürzungsverzeichnis	9
Vorwort	11
Der Autor	13
1 Einleitung	15
1.1 Verbriefung – ein Finanzinstrument schlägt hohe Wellen	15
1.2 Ziel und Aufbau dieser Handlungshilfe	17
2 Verbriefung von Krediten	21
2.1 Transaktionsstruktur und beteiligte Parteien	21
2.1.1 Traditionelle Kreditverbriefung	21
2.1.2 Synthetische Kreditverbriefung	26
2.2 Risiken einer Transaktion und deren Träger	30
2.2.1 Kredit-/Ausfallrisiken	31
2.2.2 Strukturelle Risiken	34
2.2.3 Rechtliche Risiken	36
2.3 Formen der traditionellen und synthetischen Kreditverbriefung	38
2.4 Entwicklung der Kreditverbriefung in Deutschland	44
2.4.1 Traditionelle Transaktionen	44
2.4.2 Synthetische Transaktionen	49
3 Verbriefung von Handelsforderungen	53
3.1 Struktur von ABCP-Programmen	53
3.2 Entwicklung der Forderungsverbriefung in Deutschland	57
3.3 Typischer Ablauf einer erstmaligen Transaktion	64
4 Bilanzielle Behandlung von Verbriefungstransaktionen	69
4.1 Verbriefungen nach HGB	69
4.1.1 Bilanzabgang der zu verbriefenden Vermögenswerte	70

4.1.2	Konsolidierung der Zweckgesellschaft	72
4.2	Verbriefungen nach IFRS	73
4.2.1	Konsolidierung der Zweckgesellschaft	74
4.2.2	Bilanzabgang der zu verbriefenden Vermögenswerte	76
5	Chancen und Risiken des Finanzinstruments	81
5.1	Perspektive von Kreditinstituten als Originatoren	81
5.1.1	Motive für die traditionelle und synthetische Kreditverbriefung	81
5.1.2	Risiken für die Bank als Originator	92
5.2	Perspektive von Industrie- und Handelsunternehmen	96
5.2.1	Verbriefung(sprogramme) als alternative Finanzierungsform	96
5.2.2	Vor- und Nachteile der Forderungsverbriefung	103
5.3	Exkurs: Die Krise der IKB Deutsche Industriebank	108
5.4	Volkswirtschaftliche Aspekte	115
6	Zusammenfassung	119
	Literaturverzeichnis	123
	Stichwortverzeichnis	129
	Selbstdarstellung der Hans-Böckler-Stiftung	137

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1:	Grundstruktur einer traditionellen Kreditverbriefung	22
Abbildung 2:	Einmalige und laufende Kosten einer traditionellen Verbriefungstransaktion	26
Abbildung 3:	Grundstruktur ausgewählter Kreditderivate	28
Abbildung 4:	Varianten der synthetischen Kreditverbriefung	28
Abbildung 5:	Grundstruktur einer synthetischen Kreditverbriefung (vollfinanziert, mit Zweckgesellschaft)	29
Abbildung 6:	Übersicht zu den mit einer Kreditverbriefung verbundenen Risiken	31
Abbildung 7:	Tranchierung der Wertpapiere anhand der Transaktion »Geldilux-TS-2003«	32
Abbildung 8:	Szenarien für das Zinsänderungsrisiko einer Zweckgesellschaft	35
Abbildung 9:	Arten der im Rahmen von Verbriefungen emittierten Wertpapiere	39
Abbildung 10:	Term-Transaktionen vs. ABCP-Programme	40
Abbildung 11:	Risikostruktur einer teilfinanzierten synthetischen Kreditverbriefung	42
Abbildung 12:	Entwicklung traditioneller Verbriefungstransaktionen in Deutschland	47
Abbildung 13:	Entwicklung synthetischer Verbriefungstransaktionen in Deutschland	50
Abbildung 14:	Grundstruktur eines ABCP-Programms	53
Abbildung 15:	Entwicklung des deutschen ABCP-Markts	58
Abbildung 16:	Ende 2006 ausstehendes ABCP-Volumen deutscher Sponsoren	59
Abbildung 17:	Art der den Ende 2006 ausstehenden deutschen ABCPs zugrunde liegenden Vermögenswerte	60
Abbildung 18:	Entwicklung der Verbriefung von Handelsforderungen in Deutschland	60
Abbildung 19:	Forderungsverbriefungen in 2006 durch deutsche ABCP-Conduits	61
Abbildung 20:	Informationen zum ABCP-Programm des Bayer-Konzerns	62

Abbildung 21: Übersicht zum Ablauf einer erstmaligen Verbriefung von Forderungen	64
Abbildung 22: Entscheidungsbaum zum Bilanzabgang finanzieller Vermögenswerte nach IAS 39	77
Abbildung 23: Rechtlicher vs. bilanzieller »true sale«	80
Abbildung 24: Aufgebrochene Wertschöpfungskette des Kreditgeschäfts	84
Abbildung 25: Schematische Darstellung der Aktivseite einer Bilanz in Abhängigkeit von verschiedenen Verbriefungsstrategien	93
Abbildung 26: Übersicht ausgewählter Finanzierungsinstrumente	96
Abbildung 27: Schuldscheindarlehen für den Mittelstand der Commerzbank	100
Abbildung 28: Forderungsverbriefung vs. Factoring – Eigenschaften und Zwischenformen	102
Abbildung 29: Einmalige und laufende Kosten der Teilnahme an einem ABCP-Programm	105
Abbildung 30: Motive für die Verbriefung von Handelsforderungen	107
Abbildung 31: Schematische Darstellung der Bilanz des Conduits Rhineland Funding	110

Abkürzungsverzeichnis

ABCP	Asset-Backed Commercial Paper
ABS	Asset-Backed Securities
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BAKred	Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BilMoG	Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz
CDO	Collateralised Debt Obligation
CDS	Credit Default Swap
CLN	Credit Linked Note
CMBS	Commercial Mortgage-Backed Securities
CP	Commercial Paper
EURIBOR	Euro Interbank Offered Rate
GAAP	Generally Accepted Accounting Principles
GewStG	Gewerbesteuergesetz
HFA	Hauptfachausschuss
HGB	Handelsgesetzbuch
IAS	International Accounting Standards
IASB	International Accounting Standards Board
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland
IFRS	International Financial Reporting Standards
ISDA	International Swaps and Derivatives Association
KfW	Kreditanstalt für Wiederaufbau
KStG	Körperschaftsteuergesetz
KWG	Kreditwesengesetz
MBS	Mortgage-Backed Securities
m.w.N.	mit weiteren Nachweisen
o.Jg.	ohne Jahrgangszählung
RFCC	Rhineland Funding Capital Corporation
RMBS	Residential Mortgage-Backed Securities
SIC	Standing Interpretations Committee
SPV	Special Purpose Vehicle
TSI	True Sale International

Vorwort

Spätestens seit der Beinahe-Insolvenz der bis dato als grundsolide geltenden Mittelstandsbank IKB Deutsche Industriebank AG in Düsseldorf ist auch einer breiteren Öffentlichkeit bewusst geworden, wie dicht Güter- und Finanzmärkte, Produktions- und Geldwirtschaft heute international verflochten sind und wie schnell eine Krise von einem Bereich auf den anderen übergreifen kann.

Doch wie konnten zahlungsunfähige Kreditnehmer am amerikanischen Wohnungsmarkt eine große deutsche Bank in solche Liquiditätsnöte bringen, dass offenbar nur Liquiditätszusagen der Kreditwirtschaft in Höhe von 8,1 Mrd. EUR einen Zusammenbruch verhindert haben? Auf welchen Wegen hat sich die »Infektion« Bahn gebrochen, die ja zwischenzeitlich noch weitere Banken erfasst hat? Das blieb vielen Beobachtern – darunter längst nicht nur Finanzlaien – ein Buch mit sieben Siegeln.

Dr. Stephan Ricken weiht uns ein in die »Mechanik« der Verbriefung von Krediten und Forderungen. Anschaulich und praxisnah erklärt er ein Finanzinstrument, das heute fest verankert ist in der Finanzpolitik vieler – und übrigens nicht nur großer – Unternehmen und Banken. Er zeigt, wie es zur Krise der IKB kam, und warum dafür nicht das Finanzinstrument Verbriefung als solches verantwortlich war.

Aufsichts- und Betriebsräte sollten sich die Chance nicht entgehen lassen, hier das nötige Rüstzeug mitzunehmen zur Abwägung von Chancen und Risiken von Verbriefungen für das eigene Unternehmen.

Alexandra Krieger
Leiterin Referat Wirtschaft I
Hans-Böckler-Stiftung

Der Autor

Dr. Stephan Ricken studierte Wirtschaftswissenschaft an der Ruhr-Universität Bochum und der EDHEC Business School in Nizza/Frankreich. Studienbegleitend absolvierte er Praktika bei Industrie- und Beratungsunternehmen in Deutschland und den USA. Nach seinem Examen im März 2004 arbeitete und promovierte er am Lehrstuhl für Finanzierung und Kreditwirtschaft (Prof. Dr. Stephan Paul) an der Fakultät für Wirtschaftswissenschaft der Ruhr-Universität.

Zu den Forschungsschwerpunkten des Autors zählen die Verbriefung von Krediten und Forderungen, der Handel mit notleidenden Krediten sowie die Theorie des Kapitalmarkts. Im Rahmen seiner Dissertation mit dem Titel »Kreditrisikotransfer europäischer Banken« erörtert er zunächst aus theoretischer Perspektive, warum Banken Kredite und Kreditrisiken veräußern und inwiefern solche Transaktionen wertsteigernd sein können. Daran anknüpfend untersucht er die Verbriefungsmotive sowie die Ankündigungseffekte der Transaktionen auf den Marktwert der betrachteten Banken kapitalmarktempirisch. Mit den verschiedenen Aspekten der Kredit- und Forderungsverbriefung befasste sich der Autor darüber hinaus in der universitären Lehre, im Rahmen der Diplomarbeitsbetreuung sowie beim Besuch von universitätsexternen Seminaren und Kongressen.

Nach erfolgreichem Abschluss seiner Promotion wechselte Dr. Stephan Ricken in die Unternehmenspraxis, wo er seit Oktober 2007 in der Konzernrevision der Franz Haniel & Cie. GmbH in Duisburg tätig ist.

1 Einleitung

1.1 Verbriefung – ein Finanzinstrument schlägt hohe Wellen

»True Sale kommt in Schwung«, »Verbriefungen liegen im Trend« und »Rekord bei der Verbriefung von Kreditrisiken«¹ lauteten die Schlagzeilen der Wirtschaftspresse und machten darauf aufmerksam, dass die deutsche Wirtschaft auf breiter Front ein neues Finanzinstrument einsetzt, das noch vor 15 Jahren hierzulande kaum jemandem bekannt war. Die konstanten Wachstumsraten des deutschen und die zeitlich vorgelagerte Entwicklung des US-amerikanischen Verbriefungsmarkts deuten darauf hin, dass es sich nicht nur um ein temporäres Phänomen handelt, sondern um einen langfristigen Trend.

Die Wellen, die das Finanzinstrument nun auch in Deutschland schlägt, sind dabei nicht mehr nur auf die Kreditwirtschaft beschränkt, sondern längst auf die betriebliche Finanzwirtschaft herübergeschwappt – und haben auch schon so manchen Privathaushalt erreicht.²

Tatsache ist, dass sich die Verbriefung von Krediten und Kreditrisiken – d.h. deren Einkleidung in Wertpapiere, die dann am Kapitalmarkt platziert werden – als modernes Finanzinstrument in der deutschen und europäischen **Kreditwirtschaft** etabliert hat. Bis Ende des Jahres 2005 hatten bereits über 80% der börsennotierten europäischen Kreditinstitute mindestens eine Verbriefungstransaktion durchgeführt, darunter auch alle deutschen Großbanken.³ Banken gehen zunehmend dazu über, ihre Kreditrisiken aktiv zu steuern, d.h. Kredite während der Laufzeit zu veräußern und Kreditrisiken auf Dritte zu übertragen. Aktives Portfoliomanagement wird dabei in Wissenschaft und Praxis als »strategische Ressource« und »entscheidender Faktor für den Erfolg der Banken« angesehen.⁴ Für Banken ist es nicht die Frage, »ob sie zu einer aktiven Kreditportfoliosteuerung übergehen, sondern wann sie es tun.«⁵ Banken wandeln sich also vom Risikoträger zum Risikohändler. Einen Kredit bis zur Fälligkeit zu halten (buy and hold) ist damit nur

1 Börsen-Zeitung vom 07.09.2006, Nr. 172, S. 5; Handelsblatt vom 11.01.2007, Nr. 8, S. 27; Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 15.03.2006, Nr. 63, S. 21.

2 In dieser Arbeit wird die Entwicklung der Verbriefungs- bzw. Finanzmärkte bis Ende Oktober 2007 berücksichtigt.

3 Vgl. Ricken (2007), S. 147.

4 Riegler (2005), S. 1246; Handelsblatt vom 12.05.2004, Nr. 92, S. 39.

5 Börsen-Zeitung vom 10.06.2005, Nr. 109, S. 4.

noch eine Option unter vielen, deren Vorteilhaftigkeit im Einzelfall anhand von Rendite- und Risikogesichtspunkten untersucht werden muss.

Allerdings beginnt das aktive Portfoliomanagement nicht erst nach der Vergabe eines Kredits, sondern bereits zuvor: Die Option, einmal akquirierte Kreditrisiken zu einem späteren Zeitpunkt flexibel transferieren zu können, beeinflusst sowohl die Entscheidung, ob ein Kredit überhaupt vergeben wird, als auch die Gestaltung seiner Konditionen. In immer mehr Instituten werden Kredite vor der Vergabe daraufhin überprüft, inwieweit und zu welchen Preisen sie später veräußert werden können. Auf diese Weise lassen sich Kreditbeziehungen Marktpreise zuordnen – die Grenze zwischen Bank- und Kapitalmarktfinanzierung verschwimmt.⁶

Spätestens hier kommt auch die **betriebliche Finanzwirtschaft** ins Spiel, in der die Finanzierung mit Bankkrediten hierzulande traditionell eine große Rolle spielt. Bei den Vertragsverhandlungen stoßen Unternehmen mehr und mehr auf Klauseln, die den Banken die spätere Veräußerung der Kredite erlauben, selbst wenn der Kapitaldienst bis dahin fristgerecht geleistet wurde. Sich gegen diese Vereinbarung zu sperren, kann – je nach Verhandlungsposition – bedeuten, dass der Kredit gar nicht oder nur zu deutlich schlechteren Konditionen gewährt wird. Gleichzeitig bewerben die Banken von ihnen mit attraktiven Konditionen aufgelegte Kreditprogramme – bei denen von vornherein feststeht, dass die ausgereichten Kredite anschließend verbrieft werden – und haben als Zielgruppe vor allem mittelständische Unternehmen im Fokus. Der gehobene deutsche Mittelstand wird darüber hinaus auch von einigen Banken zur eigenständigen Forderungsverbriefung ermuntert, die von vielen Großunternehmen bereits seit Jahren durchgeführt wird.

Ob bewusst oder unbewusst – auch viele **Privatpersonen** sind bereits mit der Verbriefung in Berührung gekommen. Bewusst, weil sie sich anlässlich der einschlägigen Pressemeldungen mit dem Thema auseinandergesetzt haben oder – bei entsprechendem Vermögen – weil sie ihr Geld in Fonds angelegt haben, die ganz oder teilweise in Asset-Backed Securities investieren. Oder unbewusst, weil diese Anlageentscheidung von Dritten getroffen wurde, etwa der privaten Renten- oder Lebensversicherung. Möglicherweise hat auch der kürzlich bei der Hausbank abgeschlossene Konsumenten- oder Hypothekenkredit längst den Besitzer gewechselt, und die regelmäßig geleisteten Zins- und Tilgungszahlungen werden unmittelbar an eine schweizerische Großbank, eine britische Versicherung

6 Vgl. Kemmer (2005), S. 610.

oder einen amerikanischen Hedgefonds weitergeleitet. Nicht ausgeschlossen ist, dass dasselbe mit der monatlichen Leasingrate des Autoherstellers passiert.

Was also steckt genau hinter der »**Verbriefung**«,

- einem Finanzinstrument, für das Vertragswerke mit hunderten von Seiten aufgesetzt werden und bei dem in jeder Transaktion Investmentbanken, Wirtschaftsprüfer, Rating-Agenturen und Rechtsanwälte involviert sind;
- einem Finanzinstrument, das auf Zweckgesellschaften angewiesen ist, die schon eine große Rolle bei der spektakulären Pleite des US-Energiekonzerns Enron gespielt haben und die in Jurisdiktionen angesiedelt sind, die zwar als Urlaubsparadiese gelten, aber als Steueroasen ansonsten in zweifelhaftem Ruf stehen;
- einem Thema, dessen sich im Jahr 2003 auch die Bundesregierung angenommen hat, und das einen Teil des Finanzmarktförderplans 2006 darstellte;
- einem Finanzinstrument, dessen jährliche Emissionsvolumina in Europa längst diejenigen von Unternehmensanleihen und des klassischen Refinanzierungsinstruments für Hypothekenkredite, des Pfandbriefs, deutlich übersteigen;
- einer Finanzierungsalternative, die zwischenzeitlich nahezu als das Allheilmittel gegen die Finanzierungssorgen des deutschen Mittelstands gehandelt wurde;
- einem Thema, dem aufgrund seiner Komplexität ein 24-seitiger Abschnitt in den neuen Regulierungsvorschriften der Bankenaufsicht (Basel II) gewidmet wurde, der über die Solvabilitätsverordnung auch Einzug in deutsches Recht gefunden hat;
- einem Begriff, der in der Wirtschaftspresse nicht nur mit den einführend genannten Schlagzeilen für Aufsehen gesorgt hat, sondern auch in Verbindung mit der Insolvenz des Geschenkartikelherstellers Nici im Jahr der Fußballweltmeisterschaft und zuletzt anlässlich der Schieflagen der IKB Deutsche Industriebank und der SachsenLB?

1.2 Ziel und Aufbau dieser Handlungshilfe

Angesichts der Komplexität des Finanzinstruments Verbriefung, des fachspezifischen Vokabulars, der unterschiedlichen Ausgestaltungsformen und der nicht nur positiven Schlagzeilen ist es nur natürlich, dass noch nicht mit der Thematik vertraute Personen eine gewisse Scheu vor ihr entwickelt haben. Da die Ver-

briefung jedoch bereits so verbreitet ist, dass man auch in Deutschland kaum noch daran vorbeikommt, stellt sich die Frage nach dem richtigen Einstieg in die Materie. Diese Handlungshilfe hat daher das Ziel, Aufsichts- und Betriebsräten sowie weiteren Interessierten, die mit der Kredit- oder Forderungsverbriefung in Kontakt kommen, einen einführenden, aber gleichwohl fundierten Einstieg in das Thema zu ermöglichen. Um einen Überblick über die verschiedenen Facetten des Finanzinstruments zu bieten, ist die Arbeit bewusst breit angelegt. Unabhängig davon, ob der Leser von Banken- oder Unternehmensseite mit dem Instrument in Kontakt kommt, ist sie zugleich Einführung und Nachschlagewerk in einem. Behandelt werden die Grundlagen der Kreditverbriefung, die Forderungsverbriefung aus Sicht von Industrie- und Handelsunternehmen, die Marktentwicklung der verschiedenen Instrumente, ausgewählte Fragen der Rechnungslegung sowie besonders die Chancen und Risiken der Verbriefung aus Banken- und Unternehmenssicht.

Die Arbeit umfasst insgesamt sechs Kapitel. Die traditionelle und die synthetische Kreditverbriefung stehen im Fokus von **Kapitel 2**. Zunächst werden dabei die einschlägigen Transaktionsstrukturen beschrieben, die beteiligten Parteien vorgestellt und Gemeinsamkeiten und Unterschiede der beiden Transaktionsformen herausgearbeitet. Es folgt eine Diskussion der verschiedenen Gestaltungsvarianten sowie der im Rahmen einer Transaktion auftretenden Risiken. Abgerundet wird das Kapitel mit einer überblicksartigen Darstellung der Marktentwicklung beider Instrumente, die deren heutige Bedeutung in der Kreditwirtschaft unterstreicht.

Es lassen sich jedoch nicht nur Darlehen verbiefen, sondern auch Forderungen aus Lieferungen und Leistungen von Industrie- und Handelsunternehmen. Die Forderungsverbriefung steht im Mittelpunkt von **Kapitel 3**. Zunächst wird auch hier die Struktur der Transaktionen erläutert und mit derjenigen der Kreditverbriefung verglichen. Es folgt wiederum ein Blick auf die Marktentwicklung in Deutschland. Für diejenigen Leser, die in der Unternehmenspraxis erstmalig mit einer Forderungsverbriefung konfrontiert sind, wird im letzten Abschnitt des Kapitels der typische Ablauf einer solchen Transaktion skizziert.

Aufgrund der hohen Relevanz des Themas behandelt **Kapitel 4** ausgewählte Fragen zur Bilanzierung von Verbriefungen. Dabei werden der Bilanzabgang der verbrieften Vermögenswerte und die Konsolidierung der Zweckgesellschaft näher untersucht, jeweils für die gültigen Regeln des deutschen Handelsrechts und der International Financial Reporting Standards (IFRS).

Nachdem das »Wie?« in den ersten Kapiteln im Vordergrund steht, dreht sich in **Kapitel 5** alles um das »Warum?«. Aus welchen Motiven heraus verbriefen Banken Kredite und Kreditrisiken? Und inwieweit hängt das Geschäftsrisiko der Institute von der Verwendung der dabei generierten Erlöse ab?

Auch für Industrieunternehmen stellt sich die Frage nach den Vorzügen der Verbriefung als alternativer Finanzierungsform. Zunächst werden daher die mit der Verbriefung in Zusammenhang stehenden neuen Finanzierungsformen mit bestehenden Instrumenten verglichen, bevor anschließend auf tatsächliche und vermeintliche Vorteile der Forderungsverbriefung hingewiesen wird.

Wie sehr es auf den richtigen Umgang mit dem Finanzinstrument ankommt, zeigt das aktuelle Beispiel des Beinahe-Zusammenbruchs zweier deutscher Banken als Folge der Krise am US-amerikanischen Hypothekenmarkt. Mit Bezugnahme auf die Erläuterungen der vorangegangenen Kapitel wird in Abschnitt 5.3 am Beispiel der IKB Deutsche Industriebank skizziert, wie es zu der Krise kam und warum das Beispiel nicht dafür geeignet ist, das Finanzinstrument Verbriefung an sich in Verruf zu bringen. Abschließend wird jenseits der bis dahin eingenommenen betriebswirtschaftlichen Perspektive auf die Folgen der Kreditverbriefung für das Finanzsystem als Ganzes eingegangen.

Die wesentlichen Inhalte dieser Handlungshilfe werden zum Abschluss in **Kapitel 6** zusammengefasst.

2 Verbriefung von Krediten

Während heute die unterschiedlichsten Vermögenswerte verbrieft werden, begann die Entwicklung des Finanzinstruments mit der Verbriefung von Hypothekenkrediten, die sich aufgrund ihrer langen Laufzeiten und prognostizierbaren Zahlungsströme für diese Transaktionsform besonders eigneten. Aus diesem Grund wird auch in dieser Arbeit zunächst auf die Kreditverbrieftung eingegangen, beginnend mit der Struktur einer Transaktion und der an ihr beteiligten Parteien.

2.1 Transaktionsstruktur und beteiligte Parteien

2.1.1 Traditionelle Kreditverbrieftung

Im Rahmen der traditionellen Kreditverbrieftung (credit securitisation)⁷ werden Buchkredite an eine allein dafür gegründete Zweckgesellschaft verkauft. Man spricht in diesem Zusammenhang auch von einem »echten Verkauf« (true sale). Gleichzeitig begibt die Zweckgesellschaft am Kapitalmarkt Wertpapiere, die mit den Zahlungsansprüchen aus den Krediten besichert sind (asset-backed securities, ABS). Durch die Verbriefung werden somit ursprünglich illiquide, d.h. nicht handelbare Vermögenswerte in handelbare Wertpapiere eingekleidet.

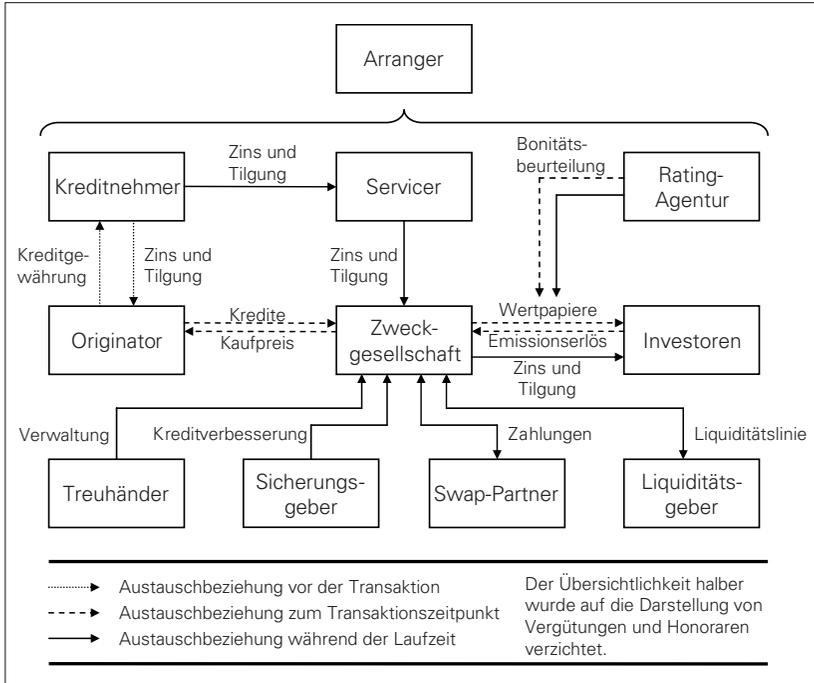
Die Grundstruktur einer traditionellen Kreditverbrieftung ist in Abbildung 1 dargestellt. Initiiert wird die Transaktion von einer Bank, die sich auf diese Weise von ihren Krediten trennen möchte.⁸ Sie wird auch als **Originator** bezeichnet. Der Originator greift dabei in der Regel auf die Dienste eines **Arrangers**, zumeist eine auf strukturierte Finanzierungen spezialisierte (Investment-)Bank, zurück. Der Arranger berät den Originator, strukturiert die Transaktion und stellt den Kontakt zu den anderen Parteien her.⁹

7 In dieser Arbeit werden deutsche Begriffe verwendet, sofern entsprechende Ausdrücke zur Verfügung stehen. Da aber auch im deutschen Schrifttum – und vor allem in der Verbriefungspraxis – häufig die angelsächsische Terminologie anzutreffen ist, werden zusätzlich auch die geläufigen englischen Begriffe angegeben.

8 Zu den Motiven für traditionelle und synthetische Verbriefungstransaktionen vgl. Abschnitt 5.1.1.

9 Vgl. Emse (2005), S. 33.

Abbildung 1: Grundstruktur einer traditionellen Kreditverbriefung¹⁰



Zum Transaktionszeitpunkt überträgt der Originator, der zuvor in einer klassischen Beziehung zu seinen **Kreditnehmern** stand, die Kredite an die **(Ein-)Zweckgesellschaft** (special purpose vehicle, SPV).¹¹ Diese bildet den Kern jeder traditionellen Verbriefungstransaktion und wird bei der Emission langfristiger Wertpapiere allein für die Durchführung einer Transaktion gegründet. Mit der Verwendung einer Zweckgesellschaft soll sichergestellt werden, dass die Kredite rechtlich und wirtschaftlich von der verkaufenden Bank separiert werden.¹² Die Zweckgesellschaft ist nur mit einer Mindesteinlage kapitalisiert und insol-

10 Quelle: Ricken (2007), S. 26.

11 Der ursprüngliche Begriff »Einzweckgesellschaft« reduziert sich im täglichen Gebrauch zu »Zweckgesellschaft«. Im Englischen findet man auch den Begriff »special purpose entity« (SPE). Die Zweckgesellschaften tragen in der Regel Phantasienamen, die keinen Bezug zum Originator aufweisen.

12 Sollte die verkaufende Bank insolvent werden, haben die Gläubiger der Bank keinen Zugriff auf die an die Zweckgesellschaft verkauften Kredite. Vgl. auch Brenken/Papenfuß (2007), S. 16.

venzfest (bankruptcy remote) ausgestaltet.¹³ Die dazu notwendigen Maßnahmen unterscheiden sich nach der Rechtslage der Länder, in denen die Gesellschaft gegründet wird, und nach der Rechtsform der Gesellschaft. Unter anderem sorgen die Beschränkung der Geschäftstätigkeit und die Strukturierung der Ansprüche der Kapitalgeber dafür, dass eine Zweckgesellschaft nicht insolvent werden kann. Die mit fast 100% fremdkapitalfinanzierten Gesellschaften werden aus steuerlichen Gründen häufig in den dafür einschlägigen Rechtsräumen errichtet, etwa auf den Kanalinseln, in Irland oder Luxemburg, zunehmend seit einigen Jahren aber auch in Deutschland.¹⁴

Finanziert wird der von der Zweckgesellschaft an den Originator gezahlte Kaufpreis durch die Emission von Wertpapieren, die von **Investoren** erworben werden. Zu den überwiegend institutionellen Investoren, die die emittierten ABS kaufen und halten, zählen traditionell vor allem Banken, (Rück-)Versicherungen und Kapitalanlagegesellschaften (wie Pensionsfonds etc.), aber neuerdings auch verstärkt Unternehmen und Hedgefonds. Auch Privatanleger haben die Möglichkeit, in ABS zu investieren, allerdings bisher nur indirekt über entsprechende (Geldmarkt-)Fonds.

Bei der Emission der Wertpapiere wird zwischen privaten und öffentlichen Platzierungen unterschieden. Im Rahmen einer **privaten Platzierung** werden die Wertpapiere nur wenigen ausgewählten Investoren angeboten, die meist schon an der Ausgestaltung der Transaktion beteiligt sind. Bei der **öffentlichen Platzierung** werden die Wertpapiere dagegen einem breit gestreuten Publikum offeriert, meist unter Einbezug eines Bankenkonsortiums, wodurch sich die Liquidität der Papiere auf dem Sekundärmarkt erhöht.

Da die Zweckgesellschaft weder über Mitarbeiter noch über Betriebsmittel verfügt, werden ihre Funktionen von Dritten übernommen. Dadurch stehen die übertragenen Kredite vollumfänglich der Bedienung und als rechtlich selbstständige Haftungsmasse der Absicherung der Ansprüche der Investoren zur Verfügung.¹⁵ Das Servicing, also die Verwaltung, die Überwachung und das Inkasso der Kredite, obliegen dem sog. **Servicer**. In der Regel wird diese Funktion jedoch

13 Vgl. Kothari (2006), S. 70 f.

14 Vgl. dazu auch die Ausführungen zur Marktentwicklung in Deutschland (Abschnitt 2.4.1). Die Zweckgesellschaft ist in der Regel so ausgestaltet, dass bei ihr keine Gewinne anfallen und entsprechend auch von ihr keine Ertragssteuern zu zahlen sind. Mit der Wahl des Standorts wird zudem gewährleistet, dass auch keine anderen Steuern (z.B. Gewerbesteuer) zu zahlen sind und die Gründung der Gesellschaft mit geringem bürokratischem Aufwand verbunden ist.

15 Vgl. Bund (2000), S. 17 m.w.N.

vom Originator übernommen, sodass dessen Beziehung zum Kunden unverändert bleibt.¹⁶ Für diese Dienste wird während der Laufzeit der Kredite eine Servicer-Gebühr gezahlt, die für das Kreditinstitut Provisionserlöse darstellt.

Aufgrund der komplexen Transaktionsstruktur und der häufig sehr hohen Anzahl der verbrieften Kredite ist es für die Investoren schwierig, die Bonität der Wertpapiere zu beurteilen. Daher wird diese Aufgabe regelmäßig von zumeist mehreren **Rating-Agenturen** übernommen.¹⁷ Sie beurteilen die Risiken der Wertpapiere sowohl im Vorfeld einer Transaktion als auch während ihrer Laufzeit und drücken ihr Urteil anhand der einschlägigen Rating-Noten aus.

Verwaltet wird die Zweckgesellschaft von **Treuhändern** (trustees), die so eine Mittlerfunktion zwischen den Beteiligten einnehmen und zudem die Interessen der Investoren schützen.¹⁸ Häufig werden dabei die Funktionen der Zahlstelle (paying agent), des Sicherheitentreuhänders (security trustee) und ggf. des Datentreuhänders (data trustee) von unterschiedlichen Parteien wahrgenommen.

Je nach Transaktion übernehmen externe **Sicherungsgeber** einen Teil der Risiken der Kredite und verbessern somit die Qualität der emittierten Wertpapiere.¹⁹

Die Zins- und Zahlungsmodalitäten der Wertpapiere im Vergleich zu denen der ihnen zugrunde liegenden Kredite können zudem den Abschluss von Zins- und Währungsswap-Geschäften mit ausgewählten **Swap-Partnern** erfordern.²⁰ Dabei können etwa feste gegen variable Zinssätze getauscht (fixed-floating) oder die Risiken von Marktzinsänderungen im Zeitablauf (floating-floating) abgesichert werden.

Daneben stellt meist ein **Liquiditätsgeber**, in der Regel eine Bank mit erstklassiger Bonität, eine Liquiditätslinie (liquidity facility) zur Verfügung, auf die die Zweckgesellschaft bei temporären Zahlungseingängen zurückgreifen kann. Kommt es zu Zahlungsstörungen seitens der Kreditnehmer, können mit der so erhaltenen Liquidität beispielsweise Maßnahmen zur Verwertung der Sicherheiten eingeleitet werden.

Die Vielzahl der an der Transaktion beteiligten Parteien erfordert ein sorgfältig ausgearbeitetes Vertragswerk, das alle mit der Verbriefung verbundenen Rechte

16 Vgl. Bund (2000), S. 30; Emse (2005), S. 35.

17 Vgl. dazu ausführlich Oesterreichische Nationalbank (2004), S. 42 – 51; Emse (2005), S. 69 – 73; Kothari (2006), S. 309 – 320.

18 Vgl. Bund (2000), S. 32; Emse (2005), S. 35 f.

19 Vgl. auch die Ausführungen in Abschnitt 2.2.1.

20 Vgl. auch Abschnitt 2.2.2.

und Pflichten der einzelnen Parteien enthält. Das ausführlichste Informationsdokument zu einer Verbriefungstransaktion ist der **Emissionsprospekt** für die Investoren (offering circular, prospectus, information memorandum). Er enthält detaillierte Angaben zu Umfang, Art und Struktur der Transaktion und der emittierten Wertpapiere, der ihnen zugrunde liegenden Vermögenswerte sowie eine Beschreibung aller an der Transaktion beteiligten Parteien. Weniger umfangreich als die teilweise mehrere hundert Seiten umfassenden und juristisch geprägten Emissionsprospekte – vom Informationsgehalt aber vergleichbar – sind die **Emissionsberichte** (presale reports) der Rating-Agenturen. Sie enthalten auf wenigen Seiten die wichtigsten Angaben zur Transaktion sowie eine Einschätzung über Stärken und Schwächen der Wertpapiere aus Investorensicht.

Da sich die an einer Transaktion beteiligten Parteien ihre Dienstleistungen vergüten lassen, ist eine Verbriefung mit Kosten verbunden, die absolut gesehen möglicherweise hoch ausfallen, aber nur im Verhältnis zum Transaktionsvolumen beurteilt werden können. Man unterscheidet zwischen einmaligen (upfront) und laufenden Kosten. **Einmalige Kosten** entstehen für die Errichtung der Zweckgesellschaft, die Erstellung des Ratings sowie für die Beauftragung von Wirtschaftsprüfern, Rechtsanwälten, Steuerberatern und Investmentbanken. **Laufende Kosten** verursachen insbesondere mögliche Besicherungsmaßnahmen und die Marktpflege der Wertpapiere. Deren Höhe ist unter anderem abhängig vom Volumen und der Art der verbrieften Kredite, der Struktur und Laufzeit der Transaktion, der Platzierungsart sowie den organisatorischen und technologischen Rahmenbedingungen der verbrieften Bank. Da sich die Kosten zudem von Anbieter zu Anbieter sowie im Zeitablauf verändern, finden sich in der Literatur nur selten konkrete Beträge. Abbildung 2 gibt eine Übersicht über die einzelnen Kostenkomponenten und deren ungefähre Höhe; sie ist jedoch entsprechend vorsichtig zu interpretieren.²¹

21 Zu den Kosten einer Verbriefungstransaktion vgl. Bund (2000), S. 155 – 161; Gerke et al. (2002), S. 82 – 84; Röchling (2002), S. 148 – 151.

Abbildung 2: Einmalige und laufende Kosten einer traditionellen Verbriefungstransaktion²²

Komponente	Ausprägung	Kosten
<i>Einmalige Kosten</i>		
Anpassung der EDV-Infrastruktur	Fix	Abhängig von der gewählten Transaktionsstruktur
Projektmanagement, Schulungen	Fix	Abhängig von der gewählten Transaktionsstruktur
Errichtung der Zweckgesellschaft	Fix	10.000–20.000 EUR
Arranger	Fix/Variabel	0,1–0,4% des Emissionsvolumens
Ratingagenturen	Fix/Variabel	20.000–40.000 EUR
Rechts- und Steuerberater	Fix	20.000–100.000 EUR
Wirtschaftsprüfer	Fix	20.000–40.000 EUR
Treuhänder	Fix	30.000–50.000 EUR
Übernahmeprovision für Platzierung	Variabel	1–2% des Emissionsvolumens
Sachkosten (z.B. Börseneinführung)	Fix	60.000–100.000 EUR
<i>Laufende Kosten</i>		
Besicherung	Fix/Variabel	Abhängig von Besicherungsmaßnahme
Servicing	Variabel	In der Regel keine Kosten
Ersatz-Servicer	Fix	10.000–20.000 EUR
Marktpflege der Wertpapiere	Variabel	Erfolgsabhängig, weil individuell mit der Emissionsbank vereinbart

2.1.2 Synthetische Kreditverbriefung

Bei der synthetischen Kreditverbriefung werden nicht die Kredite an sich, sondern nur die Kreditrisiken vom Originator transferiert. Dies geschieht mit Hilfe von sog. Kreditderivaten, je nach Ausgestaltung der Transaktion in unterschiedlicher Art und Weise.

Kreditderivate sind Finanzinstrumente, deren Wert von der Entwicklung des Ausfall- oder Bonitätsänderungsrisikos einer Kreditposition abhängt.²³ Sie ermöglichen den Handel des Kreditrisikos, ohne dass der zugrunde liegende Kredit oder Kreditbestand davon berührt wird.

In der Praxis wird eine Vielzahl verschiedener Kreditderivate eingesetzt. Die folgenden Ausführungen beschränken sich jedoch auf die Erläuterung von **Credit**

²² Quelle: In Anlehnung an Röchling (2002), S. 151.

²³ Vgl. Brütting/Weber (2004), S. 379.

Default Swaps (CDS), die die am häufigsten verwendete Variante darstellen. Mit dem Abschluss eines Credit Default Swaps verpflichtet sich der Sicherungsgeber, bei Eintritt von vorab definierten Kreditereignissen (credit events) eine Ausgleichszahlung an den Sicherungsnehmer zu leisten, welcher im Gegenzug eine (periodische) Prämie zahlt.²⁴ Die Definition der Kreditereignisse folgt üblicherweise allgemeinen Standards und kann sich auf einen einzelnen Kredit oder ein Kreditportfolio beziehen.²⁵

Credit Linked Notes (CLNs) kombinieren die Eigenschaften eines Credit Default Swaps mit denen eines festverzinslichen Wertpapiers. Es handelt sich dabei um vom Sicherungsnehmer emittierte Schuldverschreibungen, bei denen am Ende der Laufzeit nur dann der volle Nominalbetrag zurückgezahlt wird, wenn das vorab definierte Kreditereignis bis dahin ausgeblieben ist.²⁶ Ansonsten sinkt der Rückzahlungsanspruch des Sicherungsgebers um die vereinbarte Ausgleichszahlung. Im Vergleich zum Credit Default Swap entfällt für den Sicherungsnehmer durch die Begebung einer Credit Linked Note das Kontrahentenrisiko, also das Risiko, dass der Vertragspartner seinen Zahlungsverpflichtungen nicht nachkommt, weil es bereits mit dem Emissionserlös der Wertpapiere gedeckt ist.

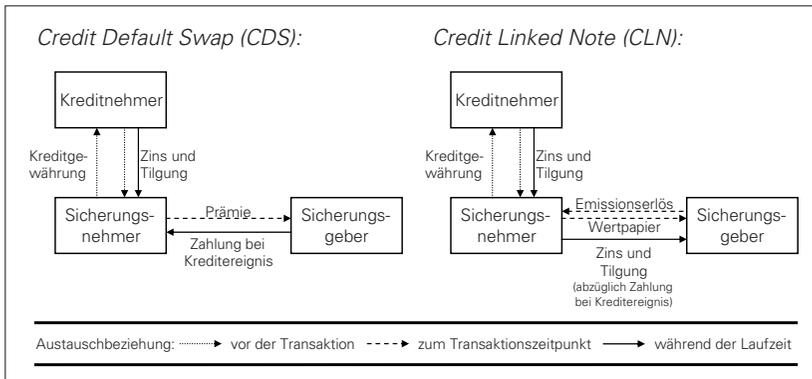
Die Struktur der beiden Finanzinstrumente wird in Abbildung 3 veranschaulicht.

24 Vgl. Deutsche Bundesbank (2004), S. 30.

25 Zu den Kreditereignissen zählen etwa der Antrag auf Insolvenz oder das Erreichen eines 90-tägigen Zahlungsverzugs eines Kreditnehmers. Standardisierte Rahmenverträge mit marktüblichen Vertragsklauseln für alle rechtlichen Aspekte der Risikoübertragung werden seit 1999 von der International Swaps and Derivatives Association (ISDA) angeboten. Die Standardisierung von Kreditderivaten und deren dadurch ermöglichte Handelbarkeit ist auch der Hauptunterschied zu einer Kreditversicherung bzw. -garantie.

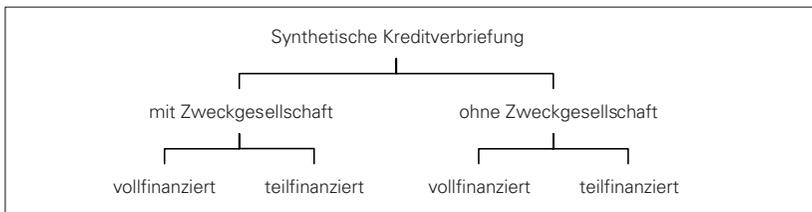
26 Vgl. Deutsche Bundesbank (2004), S. 30.

Abbildung 3: Grundstruktur ausgewählter Kreditderivate²⁷



Kredite können mit oder ohne den Einsatz einer Zweckgesellschaft synthetisch verbrieft werden. Außerdem unterscheidet man zwischen voll- und teilfinanzierten Strukturen (vgl. Abbildung 4).

Abbildung 4: Varianten der synthetischen Kreditverbriefung²⁸

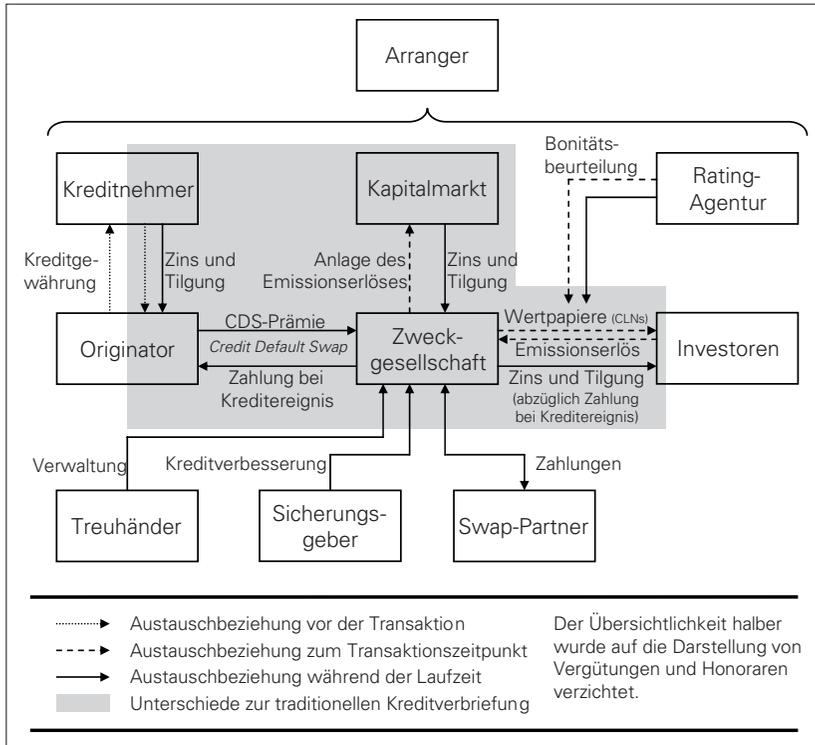


Im Folgenden wird zunächst die Grundstruktur einer **vollfinanzierten** synthetischen Kreditverbriefung **mit Zweckgesellschaft** erläutert, bevor in Abschnitt 2.3 auf die anderen Varianten eingegangen wird. Grafisch dargestellt ist die Transaktionsstruktur in Abbildung 5, wobei die wesentlichen Unterschiede zur traditionellen Kreditverbriefung grau hinterlegt sind.

²⁷ Quelle: Ricken (2007), S. 42.

²⁸ Quelle: In Anlehnung an Emse (2005), S. 85.

Abbildung 5: Grundstruktur einer synthetischen Kreditverbriefung (vollfinanziert, mit Zweckgesellschaft)²⁹



Die Kredite werden nicht an die Zweckgesellschaft verkauft, sondern verbleiben im Verfügungsbereich und in der Bilanz des Originators, an den die Kreditnehmer auch weiterhin den Kapitaldienst leisten.³⁰ Mit der speziell für die Transaktion gegründeten Zweckgesellschaft schließt der Originator in der Regel einen Credit Default Swap ab. Gegen Zahlung einer entsprechenden Prämie kompensiert die Zweckgesellschaft mögliche Zahlungsausfälle seitens der Kreditnehmer, d.h. sie zahlt an deren Stelle die ausstehenden Beträge. Dazu emittiert sie als Credit Linked Notes ausgestaltete Wertpapiere, deren Bezugsobjekt die abzusichernden Kredite des Originators sind. Der Emissionserlös, der als Sicherheit für eventuelle Zahlungsausfälle dient, wird am Kapitalmarkt in Wertpapiere mit erstklassiger

29 Quelle: Ricken (2007), S. 43.

30 Vgl. hier und im Folgenden auch Emse (2005), S. 39; Kothari (2006), S. 525.

Bonität investiert oder als Bareinlage bei einer renommierten Bank gehalten.³¹ Von den Rückflüssen aus dieser Investition sowie der zufließenden CDS-Prämie leistet die Zweckgesellschaft den Kapitaldienst an die Investoren. Allerdings haben beim Eintritt von Kreditereignissen die Zahlungen an den Originator Vorrang.

Auch bei synthetischen Transaktionen übernehmen verschiedene Treuhänder die Aufgaben der Zweckgesellschaft. Die Qualität der Credit Linked Notes wird von Rating-Agenturen eingeschätzt, wobei eine mögliche Kreditverbesserung durch externe Sicherungsgeber berücksichtigt wird. Bei Bedarf werden wiederum Zins- oder Währungsswap-Geschäfte abgeschlossen. Die Bereitstellung einer Liquiditätslinie für die Zweckgesellschaft ist dagegen nicht erforderlich, da die Abwicklung der Kredite weiterhin in der Verantwortung des Originators liegt.

An und für sich bewirkt die synthetische Kreditverbriefung **keinen Liquiditätszufluss** beim Originator, die Transaktionen dienen also allein dem Transfer des Kreditrisikos und nicht der Refinanzierung der Kredite.³²

2.2 Risiken einer Transaktion und deren Träger

Von essenzieller Bedeutung für die Investoren – und damit auch für die Strukturierung einer Verbriefung – sind die mit der Transaktion verbundenen Risiken. Dabei wird zwischen Kredit- bzw. Ausfallrisiken, strukturellen und rechtlichen Risiken unterschieden (vgl. Abbildung 6).³³

31 Vgl. Emse (2005), S. 39 f.; Kothari (2006), S. 526.

32 In Einzelfällen hatten jedoch auch synthetische Verbriefungen eine Finanzierungswirkung beim Originator. Dabei entstand ein Liquiditätszufluss dahingehend, dass der Emissionserlös aus dem Verkauf der CLNs in *vom Originator* emittierte Anleihen investiert oder *beim Originator* als Bareinlage hinterlegt wird. Die Voraussetzung dafür ist jedoch, dass der Originator über eine entsprechend hohe Bonität verfügt, da ansonsten das Rating der Emission negativ beeinflusst würde. Vgl. Emse (2005), S. 91 sowie Kothari (2006), S. 555.

33 Vgl. zu dieser Einteilung auch Oesterreichische Nationalbank (2004), S. 21. Zu den mit der Verbriefung verbundenen Risiken vgl. auch ausführlich Bär (2000), S. 193 – 227; Emse (2005), S. 45 – 69.

Abbildung 6: Übersicht zu den mit einer Kreditverbriefung verbundenen Risiken

Wesentliche Risiken einer Verbriefungstransaktion		
Kredit-/Ausfallrisiken	Strukturelle Risiken	Rechtliche Risiken
<ul style="list-style-type: none"> • Nichterfüllung von Zahlungsverpflichtungen (Höhe, Zeitpunkt) seitens der Kreditnehmer • Ausfall sonstiger an einer Transaktion Beteiligter 	<ul style="list-style-type: none"> • Marktrisiken (Zinsänderungsrisiken, Währungsrisiken) • Liquiditätsrisiken (Risiko einer vorzeitigen Rückzahlung, marktbedingte Liquiditätsrisiken) • Operationelle Risiken 	<ul style="list-style-type: none"> • Grundsätzliche Behandlung (Handels-, Steuer- und Aufsichtsrecht) • Durchsetzbarkeit der Ansprüche (Gesellschafts-, Insolvenz- und Zivilrecht) • Datenverfügbarkeit (Datenschutz, Bankgeheimnis)

2.2.1 Kredit-/Ausfallrisiken

Alle Zahlungsverpflichtungen im Rahmen einer Verbriefungstransaktion sind mit einem gewissen Grad an Unsicherheit verbunden – vor allem diejenigen der Kreditnehmer, aber auch solche von anderen an der Transaktion beteiligten Parteien. So kann auch der Ausfall etwa der mit dem Servicing beauftragten Bank, des als Zahlstelle fungierenden Treuhänders oder der externen Sicherungsgeber zu unerwarteten Liquiditätseingüssen oder Verlusten führen. Auch wenn deren Ausfallrisiko vergleichsweise gering ist, sollte es durch die Doppelbesetzung von Funktionen und die sorgfältige Definition von Eignungskriterien bei der Auswahl der beteiligten Parteien berücksichtigt werden.

Die bedeutendste Risikoart ist hingegen das **Ausfallrisiko der verbrieften Kredite**. Es würde bei einer Verbriefungstransaktion ohne weitere Maßnahmen vom Originator vollständig auf die Investoren übertragen werden, da vom Grundsatz her deren Ansprüche allein auf die Rückflüsse der den Wertpapieren zugrunde liegenden Kredite begrenzt sind. Die Käufer der Wertpapiere besitzen also keine Rückgriffsrechte auf das Vermögen des Originators.

In der Praxis kommen jedoch verschiedene **Sicherungstechniken** (credit enhancements) zum Einsatz, die das Kreditrisiko für die Investoren begrenzen und je nach Ausgestaltung auf den Originator, die Investoren oder externe Sicherungsgeber verteilen.³⁴

34 Vgl. zu Einzelheiten auch Emse (2005), S. 52 – 69; Kothari (2006), S. 210 – 225.

Regelmäßig ist bei Kreditverbriefungen europäischer Banken eine **Nachordnung** (subordination) der emittierten Wertpapiere zu finden. Das bedeutet, dass mindestens zwei verschiedene Tranchen emittiert werden, die in einer strengen Hierarchie zueinander stehen und bei der die unteren Tranchen einen Risikopuffer für die oberen darstellen. Kommt es zu Kreditausfällen, so ist zunächst die unterste Tranche betroffen, d.h. deren Eigentümer haben die Verluste zu tragen. Erst wenn die Ausfälle das Volumen der untersten Tranche übersteigen, ist auch die nächsthöhere betroffen, und so weiter.³⁵ Die Bedienung der einzelnen Wertpapiere erfolgt also in umgekehrter Richtung, d.h. sukzessiv in der Reihenfolge abnehmender Seniorität³⁶. Das wird auch als **Wasserfallprinzip** bezeichnet.

Abbildung 7 zeigt die Nachordnung der Wertpapiere für die Transaktion »Geldilux-TS-2003«, bei der im Dezember 2003 überwiegend Mittelstandskredite der HypoVereinsbank (HVB) verbrieft wurden.

Abbildung 7: Tranchierung der Wertpapiere anhand der Transaktion »Geldilux-TS-2003«

Tranche	Größe der Tranche		Höhe des Sicherungspolsters in %	Rating (Moody's/ Fitch)	Kupon
	in Mio. EUR	in %			
A1	3,5	0,2	99,8	Aaa/AAA	3,45% fix
A	1332,1	94,9	4,8	Aaa/AAA	EURIBOR +0,22%
B	18,9	1,3	3,5	A2/A	EURIBOR +0,49%
C	23,1	1,6	1,8	Baa2/BBB	EURIBOR +0,95%
D	7	0,5	1,3	Ba1/BB	EURIBOR +3,75%
E	18,9	1,3	0,0	–	EURIBOR +8,80%

Der unterschiedliche Risikogehalt der emittierten Tranchen zeigt sich sowohl in deren Rating als auch in deren Verzinsung (sog. Kupon). Werden werthaltige Kredite verbrieft, so erhält die vom Volumen her größte, nicht selten über 90% des Emissionsvolumens umfassende, höchstrangige (senior) Tranche regelmäßig ein erstklassiges (AAA-)Rating. Entsprechend liegt die Verzinsung der Wertpapiere oft nur wenige Basispunkte über der von »risikolosen« Staatsanleihen gleicher

35 Vgl. Emse (2005), S. 60; Kothari (2006), S. 229; Brenken/Papenfuß (2007), S. 17 – 20.

36 Mit Seniorität bezeichnet man die Stellung einer Tranche innerhalb der Hierarchie. Vgl. dazu auch die folgenden Ausführungen.

Güte. Nachrangige Tranchen werden als »mezzanine«, »subordinated« oder »junior« bezeichnet. Die unterste Tranche stellt die **Erstverlustposition** (first loss piece) dar und wird auch Eigenkapitalposition (equity piece) genannt. In der bisher diskutierten Form bildet die Nachordnung eine Technik, mit der die Ausfallrisiken zwischen den Investoren aufgeteilt werden.

Normalerweise übernimmt der Originator jedoch die Erstverlustposition selbst, d.h. er trägt alle entstehenden Verluste bis maximal in Höhe der einbehaltenen Tranche.³⁷ In diesem Fall verfügt die Tranche normalerweise nicht über ein Rating. Damit wird in der Regel der *erwartete* Verlust³⁸ vom Originator getragen, und nur darüber hinausgehende Risiken werden auf die Investoren transferiert.

Weitere Sicherungstechniken, bei denen der Originator das Risiko trägt, sind die Übersicherung, das Reservekonto und das Überlaufkonto.³⁹

Bei der **Übersicherung** (overcollateralisation) überträgt der Originator ein höheres Volumen an Krediten an die Zweckgesellschaft, als diese Wertpapiere emittiert. Werden die Zahlungen aus den überschüssigen Krediten nicht zur Deckung von Kreditausfällen benötigt, so fließen sie am Ende der Laufzeit an den Originator zurück. Eine ähnliche Funktion hat die Einrichtung eines **Reservekontos** (cash collateral), welches zu Transaktionsbeginn vom Originator mit einem vorher festgelegten Betrag ausgestattet wird, der von der Zweckgesellschaft zur Kompensation potenzieller Kreditausfälle verwendet werden kann. Da auch hier nicht benötigte Mittel wieder an den Originator zurückfließen, trägt er das ökonomische Risiko eines Forderungsausfalls in Höhe des Reservekontos.

Kombinieren lässt sich das Reservekonto mit dem **Überlaufkonto** (spread account), auf dem während der Laufzeit anfallende Zahlungsüberschüsse gesammelt werden. Diese ergeben sich als Differenz der von den Kreditnehmern eingehenden Zahlungen, abzüglich der Auszahlungen an die ABS-Investoren und sonstiger Auszahlungen, etwa für das Servicing oder an weitere Transaktionsbeteiligte.

37 Vgl. Emse (2005), S. 60.

38 Die Unsicherheit bei einem Kreditgeschäft, d.h. die Gefahr einer unvollständigen Rückzahlung (Kreditverlust), lässt sich in zwei Komponenten aufspalten, nämlich den erwarteten und den unerwarteten Verlust. Der (statistisch) *erwartete Verlust* sollte bereits bei der Preiskalkulation des Geschäfts berücksichtigt werden. Unter einem unerwarteten Verlust wird das über den erwarteten Verlust hinausgehende Risiko verstanden, auch als Verlustüberraschung bezeichnet. Diese Unterscheidung lässt sich nicht nur auf Einzelkreditebene vollziehen, sondern auch auf der des Kreditportfolios. Auf Portfolioebene ist dabei zu beachten, dass das Kreditrisiko nicht nur von den Einzelrisiken der Kredite, sondern auch von deren Beziehungen untereinander abhängt, die in Form von Ausfallkorrelationen gemessen werden.

39 Vgl. dazu ausführlich Emse (2005), S. 64 – 66; Kothari (2006), S. 212 – 219.

Diese Differenz wird auch als Überschussmarge (excess spread) bezeichnet. Wiederum fließen am Ende der Laufzeit auch auf diesem Konto gesammelte und nicht zur Deckung von Ausfällen benötigte Beträge an den Originator zurück.⁴⁰ Neben der Nachordnung wird in der Praxis regelmäßig eine Kombination der drei letztgenannten Sicherungselemente eingesetzt.⁴¹

Schließlich können die Risiken auch von **externen Sicherungsgebern** getragen werden, die dafür vom Originator eine im Vorhinein festgelegte Prämie erhalten. In Frage kommen dabei allgemein Versicherungsgesellschaften, auf strukturierte Finanzierungen spezialisierte Anleiheversicherer (monoliner) oder Banken mit erstklassiger Bonität. Die Übernahme eines bestimmten Risikovolumentens kann mittels einer Versicherung oder durch die Abgabe von Garantien erfolgen.⁴²

Die Ausgestaltung der Sicherungstechniken ist von entscheidender Bedeutung dafür, ob mit der ABS-Transaktion ein **Bilanzabgang** der transferierten Kredite verbunden ist oder ob die Transaktion als besicherte Finanzierung bilanziert werden muss. Grundsätzlich gilt, dass je mehr Risiken vom Originator – in welcher Form auch immer – einbehalten werden, desto unwahrscheinlicher ist es, dass diese Transaktion als bilanzwirksam (off-balance) angesehen wird. Die Behandlung hängt dabei maßgeblich von den anzuwendenden Rechnungslegungsvorschriften ab und wird in Kapitel 4 erläutert.

2.2.2 Strukturelle Risiken

Die strukturellen Risiken sind in der Transaktionsstruktur einer Verbriefung begründet und lassen sich in Markt-, Liquiditäts- und operationelle Risiken unterteilen.

Die wichtigsten **Marktrisiken** sind das Zinsänderungs- und das Währungsrisiko. Das Zinsänderungsrisiko resultiert aus der Tatsache, dass die Zweckgesellschaft einerseits vertraglich festgelegte Zinszahlungen von den ursprünglichen Kreditnehmern vereinnahmt und andererseits ebenfalls vertraglich festgelegte

40 In der Praxis wird die Relevanz des Überschusskontos als Sicherungstechnik jedoch als gering angesehen, da es in der Regel nur den erwarteten Verlust abdeckt. Vgl. Kothari (2006), S. 213.

41 Vgl. Emse (2005), S. 69; Kothari (2006), S. 219. Heutzutage von untergeordneter Bedeutung sind dagegen vom Originator explizit gegebene Rückkaufzusagen bzw. Rückgriffsrechte (recourse) oder sonstige Garantien, mit denen sich die verbriefende Bank verpflichtet, bis zu einer gewissen Höhe für zukünftige Verluste aufzukommen.

42 Vgl. Bär (2000), S. 216 – 219; Emse (2005), S. 67.

Zinsen an die Investoren auszahlt.⁴³ Aus der Tatsache, dass sowohl die Zinseinnahmen als auch die Zinsausgaben fest verzinslich oder variabel gegenüber einem Referenzzinssatz (z.B. EURIBOR) vereinbart sein können, resultieren vier mögliche Szenarien (vgl. Abbildung 8):

Abbildung 8: Szenarien für das Zinsänderungsrisiko einer Zweckgesellschaft

Szenario	Zinseinnahmen	Zinsausgaben
1	fest verzinslich	fest verzinslich
2	fest verzinslich	variabel
3	variabel	fest verzinslich
4	variabel	variabel

Insbesondere in den Szenarien 2 und 3, bei denen entweder nur die Einnahmen- oder nur die Ausgabenseite variabel vereinbart ist, kann eine marktseitig hervorgerufene Änderung des Referenzzinses dazu führen, dass die Einnahmen nicht zur Deckung der Ausgaben ausreichen. Sofern sich in Szenario 4 Zinseinnahmen und -ausgaben an unterschiedlichen Referenzzinssätzen orientieren, besteht zudem die Gefahr, dass sich diese unterschiedlich entwickeln.⁴⁴ Auch eine Veränderung von Wechselkursen könnte zu Zahlungseingpässen seitens der Zweckgesellschaft führen, wenn Einnahmen und Ausgaben auf unterschiedliche Währungen lauten. Das wäre etwa dann der Fall, wenn Kredite an europäische Schuldner verbrieft, die Wertpapiere aber in US-Dollar auf dem amerikanischen Markt platziert werden.

Für die Absicherung der Zinsänderungs- und Währungsrisiken stehen jedoch etablierte Zins- und Währungsderivate (z.B. Zinsswaps) zur Verfügung, die üblicherweise auch bei Verbriefungstransaktionen eingesetzt werden.

Als struktureller Art bezeichnet man auch **Liquiditätsrisiken**, die durch eine vorzeitige Rückzahlung der Kredite oder temporäre Marktengpässe entstehen.

Besitzen die Schuldner der verbrieften Kredite die Möglichkeit einer vorzeitigen Tilgung (z. B. durch außerordentliche Kündigungsrechte), so entsteht ein Liquiditätsrisiko für die Zweckgesellschaft bzw. die Investoren. Durch unerwartet frühe Rückzahlungen kommt es zu verminderten Zinszahlungen während der

43 Vgl. hier und im Folgenden Oesterreichische Nationalbank (2004), S. 24 – 27.

44 Ein Zinsänderungsrisiko entsteht in diesem Szenario ferner dadurch, dass die Zinszahlungen der Kreditnehmer zu anderen Zeitpunkten erfolgen als die Auszahlungen an die Investoren und sich der Referenzzinssatz in der Zwischenzeit ändert.

Restlaufzeit der Wertpapiere. Alternativ müssen die Mittel bis zur vorhergesehenen Auszahlung anderweitig angelegt werden, unter Umständen ist das aber nur zu geringeren Zinsen möglich (Wiederanlagerisiko).

Mit der Gestaltung der Zins- und Tilgungsvereinbarungen, der Definition von Abbruchkriterien, bei deren Eintritt beispielsweise die Wertpapiere frühzeitig zurückgezahlt werden können, oder der Verwendung von Liquiditätslinien können die Risiken einer vorzeitigen Rückzahlung zwischen den an einer Transaktion beteiligten Parteien aufgeteilt werden.⁴⁵

Marktbedingte Liquiditätsrisiken entstehen zum einen, wenn die Zweckgesellschaft die ABS-Wertpapiere nicht vollständig am Primärmarkt platzieren kann und dadurch in Liquiditätspässe gerät.⁴⁶ Investoren tragen jedoch ebenfalls das Risiko, ihre Wertpapiere aufgrund einer möglicherweise entstehenden Illiquidität der Sekundärmärkte nicht zum gewünschten Zeitpunkt bzw. Preis verkaufen zu können und diese länger als geplant halten zu müssen.⁴⁷

Zu den **operationellen Risiken** im Rahmen einer Verbriefungstransaktion zählen alle diejenigen, die sich aus der Vielzahl der vertraglichen Beziehungen in Kombination mit Informationsasymmetrien zwischen den Beteiligten einer Verbriefung ergeben.⁴⁸ Beispiele hierfür sind die Missachtung der für die Forderungsauswahl definierten Kriterien durch den Originator, mangelnde Sorgfalt des Servicers bei der Überwachung der Kreditnehmer und beim Einzug der Forderungen, mangelnde Kontrolle der Transaktion durch den Treuhänder oder die bewusste Einflussnahme auf die Ermittlung des Ratings. Sowohl bei der Strukturierung als auch bei der laufenden Überwachung einer Transaktion ist sicherzustellen, dass operationelle Risiken vermieden oder zumindest weitgehend reduziert werden.

2.2.3 Rechtliche Risiken

Die Komplexität einer Verbriefung und die Neuartigkeit des Instruments begründen die Vielzahl der mit einer Transaktion verbundenen rechtlichen Risiken. Da sie insbesondere vom Ordnungsrahmen der mit der Verbriefung in Beziehung

45 Vgl. Oesterreichische Nationalbank (2004), S. 26.

46 Vgl. Oesterreichische Nationalbank (2004), S. 27. Sie sind insbesondere bei den im Folgenden diskutierten ABCP-Programmen relevant, bei denen in regelmäßigen Abständen kurzfristig laufende Wertpapiere (commercial papers) emittiert und abgesetzt werden müssen. Vgl. Abschnitte 2.3 und 3.1.

47 Das ist beispielsweise angesichts der Krise am US-amerikanischen Hypothekenmarkt im Jahr 2007 der Fall gewesen, als selbst Tranchen mit erstklassigem Rating aufgrund der allgemeinen Unsicherheit nur mit hohen Abschlägen gehandelt wurden. Vgl. auch Abschnitt 5.3.

48 Vgl. Oesterreichische Nationalbank (2004), S. 27.

stehenden Länder abhängen (z.B. Herkunftsland der Kredite, Sitz des Originators, Sitz der Zweckgesellschaft), wird an dieser Stelle lediglich auf die wesentlichen Risiken und die mit ihnen verbundenen Rechtsgrundlagen hingewiesen. In Abschnitt 2.4 wird zudem aus deutscher Sicht skizziert, welche rechtlichen Risiken für Verbriefungen in den letzten Jahren gemindert wurden.

Schon bei der Planung einer Verbriefung ist eine Vielzahl an rechtlichen Fragen zu klären, um die vom Originator angestrebten Ziele zu erreichen. Die **grundsätzliche Behandlung** der Transaktion wird dabei von handels-, steuer- und aufsichtsrechtlichen Normen determiniert.⁴⁹

Aus handelsrechtlicher Sicht ist zu klären, ob die geplante Struktur im Rahmen einer traditionellen Verbriefung tatsächlich einen möglicherweise erwünschten Bilanzabgang der Kredite zulässt. Zudem stellt sich die Frage, unter welchen Umständen die Zweckgesellschaft im Konzernabschluss des Originators konsolidiert werden muss.⁵⁰

Rechtliche Risiken können auch aus der steuerlichen Behandlung der Verbriefung entstehen. Hier sind eine mögliche Ertrags-, Gewerbe- und Umsatzsteuerpflicht der Zweckgesellschaft zu berücksichtigen, was vor allem dann mit einem hohen Aufwand verbunden sein kann, wenn das SPV im Ausland angesiedelt ist.

Abhängig von den gültigen aufsichtsrechtlichen Bestimmungen ist die Frage, inwieweit eine Verbriefung von Krediten als risikomindernde Maßnahme anerkannt wird und sich damit das regulatorische Eigenkapital entlasten lässt.⁵¹

Eine Insolvenz einer der an der Verbriefungstransaktion beteiligten Parteien kann zu erheblichen Risiken bei der **Durchsetzbarkeit der Ansprüche** führen. Während eine Insolvenz der Zweckgesellschaft durch deren Ausgestaltung und die Wahl ihrer Rechtsform vermieden werden sollte, ist bei der Insolvenz des Originators sicherzustellen, dass die Zweckgesellschaft unter Berücksichtigung insolvenz- und zivilrechtlicher Vorschriften weiterhin Zugriff auf die Kredite und

49 Vgl. Oesterreichische Nationalbank (2004), S. 28.

50 Vgl. hierzu auch Kapitel 4.

51 Vgl. auch Abschnitt 5.1.1. Gerade bei vielen synthetischen Transaktionen in Deutschland herrschte Unsicherheit darüber, ob diese auch nach Einführung der neuen Eigenkapitalvorschriften nach Basel II noch zu einer Entlastung führen oder nicht. Viele Wertpapiere waren daher mit einem Kündigungsrecht (regulatory call) versehen für den Fall, dass die Transaktion den neuen Anforderungen nicht genügt. Vgl. zur regulatorischen Erfassung von Kreditverbriefungen ausführlich Emse (2005).

deren Sicherheiten hat und dass diese nicht der Insolvenzmasse des Originators zugerechnet werden.⁵²

Die Übertragung der Kredite auf die Zweckgesellschaft erfolgt in der Regel über eine Abtretung,⁵³ d.h. es handelt sich bei der Transaktion um einen echten Verkauf (true sale). Da es dabei zwangsläufig zu einer Übertragung schuldnerbezogener Daten kommt, stellt sich schließlich noch die Frage, inwieweit der Verkauf von werthaltigen Krediten eine **Verletzung des Bankgeheimnisses** oder einen **Verstoß gegen datenschutzrechtliche Bestimmungen** darstellen könnte.⁵⁴

Durch die sorgfältige Planung und Strukturierung einer Transaktion und die Einholung verbindlicher Aussagen von Anwälten, Aufsichts- und Steuerbehörden lassen sich die rechtlichen Risiken einer Verbriefung deutlich reduzieren, zumal die Rahmenbedingungen für Verbriefungstransaktionen in Deutschland in den letzten Jahren zweifellos freundlicher wurden. Da sich die angeführten Gesetze und Normen jedoch im Zeitablauf ändern können, wird eine Transaktion immer mit einem Rest an Unsicherheit verbunden bleiben.

2.3 Formen der traditionellen und synthetischen Kreditverbriefung

Bei der Bezeichnung der emittierten Wertpapiere (ABS im weiteren Sinne) hat sich in Abhängigkeit von den den Wertpapieren zugrunde liegenden Vermögenswerten die folgende angelsächsische Terminologie etabliert (vgl. Abbildung 9):⁵⁵

52 Vgl. ausführlich Oesterreichische Nationalbank (2004), S. 31.

53 Bei einer *Abtretung* bzw. *Zession* (vgl. §§ 398 – 413 BGB) erhält der Käufer die mit den Krediten verbundenen Zahlungsansprüche, etwa auf Zinsen und Tilgung, sowie alle weiteren mit den Krediten verbundenen Rechte. Zu letzteren Rechten zählen etwa solche aus den gewährten Sicherheiten. Die Abtretung kann mit (offene *Zession*) oder ohne Benachrichtigung des Schuldners erfolgen (stille *Zession*), dessen Zustimmung also nicht erforderlich ist.

54 Vgl. Ricken (2007), S. 18 m.w.N. sowie zur Rechtslage in Deutschland Fn. 74 auf S. 44.

55 Vgl. auch Ricken (2007), S. 30 m.w.N.

Abbildung 9: Arten der im Rahmen von Verbriefungen emittierten Wertpapiere

ABS i.w.S.		
MBS	CDOs	ABS i.e.S.
<ul style="list-style-type: none"> • Private Hypothekenkredite (residential mortgage-backed securities, RMBS) • Gewerbliche Hypothekenkredite (commercial mortgage-backed securities, CMBS) 	<ul style="list-style-type: none"> • Unternehmenskredite (collateralised loan obligations, CLOs) • Handelbare Anleihen (collateralised bond obligations, CBOs) 	<ul style="list-style-type: none"> • Konsumentenkredite • Kreditkartenforderungen • Leasingforderungen • Forderungen aus Lieferungen und Leistungen • Sonstige

Werden private (residential) oder gewerbliche (commercial) Hypothekensforderungen verbrieft, so spricht man von **Mortgage-Backed Securities (MBS)**.⁵⁶ Werden Forderungen an institutionelle Schuldner verbrieft, wozu Kredite (loans) oder Anleihen (bonds) zählen, so handelt es sich um **Collateralised Debt Obligations (CDOs)**.⁵⁷ Unter die **ABS im engeren Sinne** fallen mit sonstigen Forderungen (z.B. mit Konsumentenkrediten, Kreditkarten- oder Leasingforderungen) besicherte Wertpapiere sowie die in Kapitel 3 beschriebene Verbriefung von Forderungen aus Lieferungen und Leistungen durch Industrie- und Handelsunternehmen.

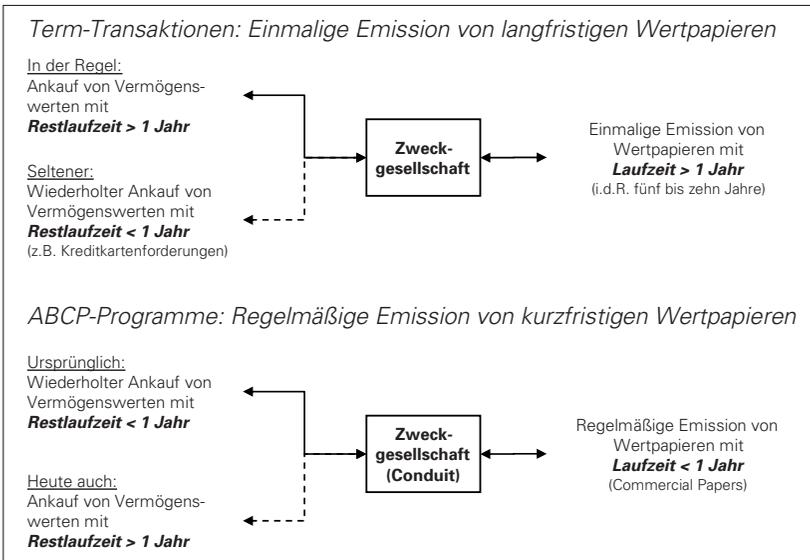
Hinsichtlich ihrer **Laufzeit** lassen sich ABS grundsätzlich in kurz- und langfristige Wertpapiere einteilen. Handelt es sich bei den emittierten ABS um langfristige Wertpapiere mit Laufzeiten zwischen fünf und zehn Jahren, so spricht man von sog. **Term-Transaktionen**. Die größte Bedeutung unter den kurzfristigen Wertpapieren haben die sog. **Asset-Backed Commercial Papers (ABCPs)**, d.h. mit Krediten oder Forderungen besicherte Geldmarktpapiere mit einer Laufzeit von zumeist drei Monaten.

Betrachtet man neben der Fristigkeit der von der Zweckgesellschaft emittierten Wertpapiere auch die der angekauften Vermögenswerte, so lassen sich vier Fälle unterscheiden (vgl. Abbildung 10).

56 »Securitization of residential mortgages is the mother of all securitizations.« Kothari (2006), S. 323. Vor allem aufgrund ihrer langen Laufzeiten, gut prognostizierbarer Zahlungsströme, der Besicherung und der Gleichartigkeit der Forderungen in einem Portfolio eignen sich private Hypothekenkredite hervorragend zur Verbriefung (vgl. auch Paul (1994), S. 192). Darüber hinaus hat auch die Ausgestaltung der regulatorischen Eigenkapitalvorschriften unter Basel I zur Popularität von RMBS beigetragen.

57 Teilweise wird der Begriff CDO dagegen in etwas weiterer Form verwendet und beinhaltet alle Verbriefungen durch Banken, d.h. auch die von hypothekarisch besicherten Krediten.

Abbildung 10: Term-Transaktionen vs. ABCP-Programme



Die bisherigen Erläuterungen zur Transaktionsstruktur bezogen sich ausschließlich auf Term-Transaktionen, bei denen im Rahmen einer einmaligen Verbriefung langfristige Wertpapiere emittiert werden. Üblicherweise sind diese fristenkongruent refinanziert, d.h. auch die angekauften Kredite haben entsprechend lange Laufzeiten. Es ist jedoch auch möglich, dass die den Wertpapieren zugrunde liegenden Kredite nur eine kurze Laufzeit besitzen, beispielsweise bei Kreditkartenforderungen, und die Transaktion revolvingend ausgestaltet wird.⁵⁸ Dabei werden während der Reinvestitionsphase (revolving period) lediglich Zinszahlungen an die Investoren weitergeleitet. Alle eingehenden Tilgungszahlungen werden dagegen zum Erwerb neuer Forderungen verwendet. Erst in der Tilgungsphase (amortisation period) wird der Kapitaleinsatz der Investoren zurückgezahlt.⁵⁹

Im Rahmen von **ABCP-Programmen** werden dagegen über die Laufzeit des Programms, das in der Regel dauerhaft angelegt ist, regelmäßig kurzfristige Wertpapiere, die sog. Commercial Papers, emittiert. Da ABCP-Strukturen ursprünglich

⁵⁸ Vgl. dazu ausführlich Paul (1994), S. 143; Emse (2005), S. 19; Kothari (2006), S. 91 f.

⁵⁹ Auf diese Weise kann auch das Problem der Laufzeitinkongruenz behoben werden. Es entsteht, wenn in einer Transaktion Kredite mit unterschiedlich langen Laufzeiten verbrieft werden. Durch den Ankauf neuer Engagements wird das Kreditportfolio wieder aufgefüllt (replenishment).

für den Ankauf kurzfristiger Handelsforderungen eingesetzt wurden, werden sie ausführlich in Kapitel 3 erläutert. Üblich ist heute jedoch auch, dass Banken im Rahmen von ABCP-Programmen langfristige Vermögenswerte (Kredite, Anleihen, ABS-Wertpapiere) verbriefen.⁶⁰ Dabei sollen Erträge aus der Fristentransformation realisiert werden, indem – eine normal verlaufende Zinsstrukturkurve unterstellt – vergleichsweise hochverzinsliche langfristige mit geringer verzinslichen kurzfristigen Wertpapieren finanziert werden.

Werden die Kredite für eine Verbriefungstransaktion von einer (Investment-) Bank zunächst am Markt eingekauft, so spricht man von **Arbitrage-CDOs**.⁶¹ Bei deutschen Banken dominieren bisher jedoch **Balance-Sheet-CDOs**, d.h. die Verbriefung von Krediten, die von der Bank zuvor selbst vergeben wurden.

Unterscheiden lassen sich Verbriefungen auch nach der Anzahl der beteiligten Originatoren.⁶² Bei eigenständig durchgeführten (**Single-Seller-Transaktionen**) stammen sämtliche zu verbriefenden Vermögenswerte aus einem Institut. Dieses trägt die gesamten Kosten der Transaktion, kann jedoch auch frei über deren Ausgestaltung entscheiden. Bei gemeinschaftlich durchgeführten (**Multi-Seller-Transaktionen**) übertragen zwei oder mehr Institute ihre Vermögenswerte an die Zweckgesellschaft, die diese dann gemeinsam in einer Transaktion verbrieft. Zwar sind die Transaktionskosten dabei insgesamt etwas höher, sie verteilen sich jedoch auf mehrere Institute. Diese Struktur kommt insbesondere bei ABCP-Programmen zum Einsatz, bei denen die Forderungsverkäufer zumeist anonym bleiben. Die Beurteilung der Wertpapiere seitens der Investoren kann daher nur anhand des Ratings erfolgen.⁶³

Ein weiteres Finanzierungsinstrument von Banken, das in einigen Aspekten mit der traditionellen Verbriefung vergleichbar ist, sind gedeckte Anleihen (covered bonds) bzw. speziell in Deutschland die sog. **Pfandbriefe**. Dabei handelt es sich um von Banken begebene langfristige Schuldverschreibungen, die insbesondere mit Hypothekenkrediten besichert sind.⁶⁴ Im Gegensatz zur traditionellen Verbriefung von Hypothekenkrediten werden dabei jedoch weder die Kredite an

60 So geschehen auch durch zahlreiche deutsche Institute, darunter die IKB Deutsche Industriebank. Vgl. dazu Abschnitte 3.2 und 5.3.

61 Vgl. Kothari (2006), S. 423 – 425. Auch dabei wird der Begriff CDOs in seiner weiten Fassung verwendet, schließt also RMBS und CMBS mit ein. Vgl. Fn. 57 auf S. 39.

62 Vgl. Bund (2000), S. 48 – 52; Emse (2005), S. 17 f.

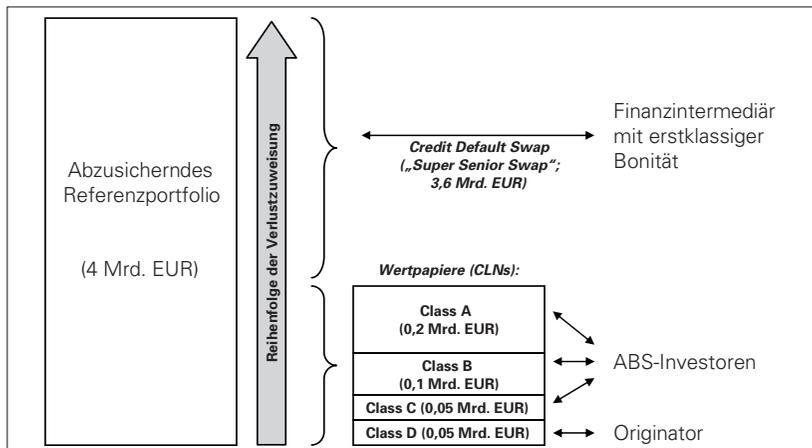
63 Vgl. Bund (2000), S. 51; Emse (2005), S. 18.

64 In Abhängigkeit von den nationalen Rechtsvorschriften zur Begebung gedeckter Anleihen kommen neben Hypothekenkrediten teilweise auch Staats- und Schiffskredite in Frage.

sich noch die Kreditrisiken übertragen.⁶⁵ Die Emission von Pfandbriefen dient damit allein der Refinanzierung von Krediten und ist kein Instrument des Kreditrisikotransfers.

Bei der **synthetischen Kreditverbriefung** lassen sich wie angedeutet vier verschiedene Varianten unterscheiden. Bei der bisher vorgestellten vollfinanzierten (fully funded/unleveraged) Struktur stimmt das Volumen der emittierten Wertpapiere (CLNs) mit dem Volumen des abgesicherten Kreditportfolios, dem sog. Risikotransfervolumen, überein.⁶⁶ Mehrheitlich sind in der Praxis jedoch **teilfinanzierte** (partially funded/leveraged) **Strukturen** zu beobachten, bei denen das Volumen des abgesicherten Kreditportfolios um ein Vielfaches über dem Emissionsvolumen der CLNs liegt. Dabei schließt der Originator einen weiteren Credit Default Swap, den sog. **Super Senior Swap**, mit einer Drittpartei ab, durch den über das CLN-Emissionsvolumen hinausgehende Kreditverluste abgesichert werden (vgl. auch Abbildung 11).⁶⁷ Die Gegenpartei, also der Sicherungsgeber, ist dabei eine Bank mit erstklassiger Bonität. Der Anteil des Super Senior Swaps am gesamten Risikotransfervolumen liegt regelmäßig bei 80 bis 90%. Der Hauptgrund für diese Transaktionsstruktur sind die deutlich geringeren Transaktionskosten im Vergleich zur Emission von weiteren AAA-Tranchen in selber Höhe.

Abbildung 11: Risikostruktur einer teilfinanzierten synthetischen Kreditverbriefung



65 Für einen ausführlichen Vergleich der Instrumente vgl. Lorenz (2006).

66 Vgl. Emse (2005), S. 12.

67 Vgl. Emse (2005), S. 41; Kothari (2006), S. 529.

Als Alternative zur synthetischen Kreditverbriefung über eine Zweckgesellschaft kann auch die Variante ohne Zwischenschaltung eines SPVs verwendet werden.⁶⁸ Dabei emittiert der Originator direkt die Credit Linked Notes und legt den Emissionserlös in quasi risikolosen Wertpapieren an. Auch hier kann zwischen der voll- und der teilfinanzierten Struktur unterschieden werden.

Vergleicht man die **synthetische** mit der **traditionellen Kreditverbriefung** aus Sicht des Originators, so lässt sich zunächst festhalten, dass bei synthetischen Transaktionen die rechtlichen Probleme und Unsicherheiten der Übertragung der Kredite auf die Zweckgesellschaft entfallen, da lediglich die Risiken und nicht die Kredite selber übertragen werden. Damit erübrigt sich auch die künstliche Trennung zwischen dem Eigentum und dem Servicing der Kredite, d.h. die Kundenbeziehung bleibt auch in rechtlicher Hinsicht unverändert.⁶⁹

Während die rechtliche Übertragung der Kredite eine sorgfältige Planung und einen hohen Dokumentationsaufwand erfordert, damit der Transfer auch im Fall einer Insolvenz des Originators als solcher anerkannt wird, ist der administrative Aufwand synthetischer Transaktion deutlich geringer. Daher können diese schneller durchgeführt werden, verursachen weniger Kosten und sind flexibler einsetzbar als traditionelle Verbriefungen.⁷⁰

Diese Vorteile synthetischer Transaktionen gehen jedoch mit der Tatsache einher, dass in keinem Fall ein Bilanzabgang der Kredite und in der Regel auch kein Liquiditätszufluss erreicht werden können. Da einige institutionelle Investoren aufgrund ihrer Anlagerichtlinien nicht in synthetische ABS investieren dürfen, besitzen diese außerdem eine geringere Marktliquidität, die mit einem entsprechenden Renditeaufschlag kompensiert werden muss.⁷¹ Welche Transaktionsform im Einzelfall gewählt wird, hängt in erster Linie von den Motiven der Bank ab, die in Abschnitt 5.1.1 näher erläutert werden.

68 Vgl. Emse (2005), S. 42 – 44; Kothari (2006), S. 542 f., auch für eine Diskussion der Vor- und Nachteile einer solchen Struktur.

69 Vgl. Kothari (2006), S. 533.

70 Vgl. Kothari (2006), S. 533.

71 Vgl. Emse (2005), S. 78.

2.4 Entwicklung der Kreditverbriefung in Deutschland

2.4.1 Traditionelle Transaktionen

Die erste traditionelle Kreditverbriefung in Deutschland wurde im Jahr 1990 durch die damalige KKB Bank (heute Citibank Privatkunden) durchgeführt.⁷² Die Transaktion stieß jedoch auf große Bedenken des Bundesaufsichtsamts für das Kreditwesen (BAKred), weshalb eine zweite geplante Transaktion der KKB und in der Vorbereitung befindliche Transaktionen anderer Banken zurückgestellt wurden.

Mit der erstmaligen Verbriefung von Hypothekenkrediten durch die Rheinhyp Rheinische Hypothekenbank im April 1995 kam wieder etwas Bewegung in den deutschen Verbriefungsmarkt.⁷³ Als daraufhin mehrere Institute großes Interesse an eigenen Transaktionen bekundeten, erarbeitete das Bundesaufsichtsamt in Zusammenarbeit mit der Deutschen Bundesbank Regeln für die Durchführung derartiger Finanzgeschäfte, die in ihrem Rundschreiben 4/97 »Veräußerung von Kundenforderungen im Rahmen von Asset-Backed-Securities-Transaktionen durch deutsche Kreditinstitute« veröffentlicht wurden.⁷⁴

Auf die Klarstellung der aufsichtsrechtlichen Behandlung von Kreditverbriefungen folgten mehrere traditionelle Transaktionen, insbesondere von der Deutschen Bank in den Jahren 1998 und 1999.⁷⁵ Diese nutzten allerdings, vor allem aufgrund der zu der Zeit noch existierenden Gewerbekapitalsteuer, ausschließlich ausländische Zweckgesellschaften. Aufgrund weiterer sich abzeichnender steuerlicher und rechtlicher Probleme, die mit traditionellen Verbriefungstransaktionen verbunden waren, kehrten die Banken dem Instrument schon bald wieder den Rücken zu. Stattdessen setzten sie – teilweise auch aus ökonomischen Gesichtspunkten – nach 1999 vermehrt synthetische Verbriefungsstrukturen ein. Die Zahl traditioneller Emissionen fiel im Jahr 2000 in Deutschland auf null und lag in den

72 Vgl. Paul (1994), S. 215.

73 Vgl. auch Emse (2005), S. 23.

74 Vgl. Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen (1997). Darin nimmt die Aufsicht auch explizit Stellung zur Problematik des Bankgeheimnisses. Der Verbriefung von Krediten stehe das Bankgeheimnis jedoch nicht im Wege, wenn bestimmte Voraussetzungen eingehalten würden. Dazu zählt, dass das verbriefende Institut weiterhin das Servicing der Kredite übernimmt, ein ggf. notwendiger Ersatzservicer bestimmten Anforderungen genügt und die Übertragung der Daten in verschlüsselter Form erfolgt. Vorgeschrieben wird zudem, dass die Qualität der zu verbriefenden Kredite der durchschnittlichen Qualität des Kreditportfolios entsprechen muss. Eine Positivauslese (cherry picking) soll damit verhindert werden.

75 Vgl. Emse (2005), S. 23; Lenhard/Lindner (2005), S. 974.

Folgejahren jeweils nur bei ca. fünf, wobei diese überwiegend von Nichtbanken, etwa von Leasinggesellschaften, durchgeführt wurden.⁷⁶

Angesichts dieser Entwicklung traditioneller Verbriefungen und des sich stetig vergrößernden Rückstands zu anderen europäischen Ländern entstanden im Jahr 2003 seitens der Bundesregierung und der Kreditwirtschaft zwei Initiativen, deren Ziel die Förderung des deutschen Verbriefungsmarkts war.

So wurde in einem der Kernpunkte des vom Bundesfinanzminister vorgestellten **Finanzmarktförderplans 2006** die Absicht formuliert, die rechtlichen und wirtschaftlichen Rahmenbedingungen für die Emission von ABS in Deutschland nachhaltig zu verbessern.⁷⁷ Mit der Identifikation der dazu notwendigen Schritte wurde die Unternehmensberatung The Boston Consulting Group beauftragt, die ihre Ergebnisse in Form eines Gutachtens im Januar 2004 vorlegte.⁷⁸

Parallel dazu riefen im Jahr 2003 zwölf in Deutschland tätige Banken gemeinsam mit der KfW Bankengruppe die sog. **True-Sale-Initiative** ins Leben.⁷⁹ Deren Ziele sind es, die Rahmenbedingungen für traditionelle Verbriefungen in Deutschland zu verbessern, eine Infrastruktur bereitzustellen, sodass dafür auch deutsche Zweckgesellschaften verwendet werden können, sowie Mindeststandards zu schaffen, die die Qualität der Kreditverbriefungen erhöhen.⁸⁰ Den institutionellen Rahmen der Initiative bildet die in 2004 gegründete Gesellschaft True Sale International (TSI), an der die genannten Banken beteiligt sind. Die technische Unterstützung der an Verbriefungstransaktionen interessierten Banken, die nicht notwendigerweise zum Gesellschafterkreis gehören müssen, erfolgt durch die Bereitstellung einer Verbriefungsplattform, über die deutsche Zweckgesellschaften gegründet werden können.

Seit dem Beginn der beiden Initiativen, die einer konzertierten Aktion glichen, wurden bereits spürbare Erfolge erzielt. Insbesondere die Hindernisse für die

76 Vgl. Lenhard/Lindner (2005), S. 974. Die zögerliche Entwicklung des deutschen Verbriefungsmarkts wird häufig auch damit begründet, dass mit dem deutschen Pfandbrief, dem weltweit eine Führungsrolle unter den gedeckten Anleihen (covered bonds) zukommt, bereits ein etabliertes Instrument zur Refinanzierung von Krediten zur Verfügung stand. Bis zur Verabschiedung des neuen Pfandbriefgesetzes im Jahr 2005 stand dieses Instrument jedoch nur Spezialbanken zur Verfügung.

77 Vgl. Bundesministerium der Finanzen (2003), S. 4.

78 Vgl. The Boston Consulting Group (2004).

79 Den sechs Gründungsmitgliedern Bayerische Hypo- und Vereinsbank (HVB), Commerzbank, Deutsche Bank, Dresdner Bank, DZ Bank sowie der KfW schlossen sich später sieben weitere Institute an (Bayern LB, Citigroup Deutschland, DekaBank, Eurohypo, HSH Nordbank, Helaba und WestLB).

80 Vgl. Glüder/Bechtold (2004), S. 21 sowie ausführlich Brenken/Papenfuß (2007), S. 54 – 64.

Verbriefung von Bankkrediten sind durch verschiedene Gesetzesänderungen und Klarstellungen beseitigt worden:

- Bereits im Jahr 2003 dehnte der Gesetzgeber mit der Verabschiedung des **Kleinunternehmerförderungsgesetzes** das gewerbesteuerliche Privileg der Banken auf Zweckgesellschaften aus, die Kredite- oder Kreditrisiken aus Bankgeschäften im Sinne des KWG verbriefen.⁸¹ Das ermöglicht die Ansiedlung von Zweckgesellschaften in Deutschland, was zuvor aufgrund der hälftigen Anrechnung des Zinsaufwands auf Dauerschulden bei der Gewerbesteuerermittlung zu prohibitiv hohen Kosten geführt hätte.⁸²
- Mit zwei Schreiben von Mai und Juni 2004 hat das Finanzministerium zudem klargestellt, dass eine forderungserwerbende Zweckgesellschaft keine **umsatzsteuerpflichtige (Factoring-)Leistung** erbringt und auch nicht für mögliche Umsatzsteuerschulden des abtretenden Instituts haftet.⁸³ Damit wurde wie gefordert eine große Rechtsunsicherheit beseitigt.⁸⁴
- Und schließlich wurde nach langem Ringen mit der Zustimmung des Bundesrats im Juli 2005 auch die Einführung von **Refinanzierungsregistern** beschlossen, auf deren Basis eine insolvenzfeste Treuhand für hypothekarisch besicherte Kredite begründet werden kann.⁸⁵ Zuvor musste die Übertragung jedes einzelnen Kredits an die Zweckgesellschaft in das jeweilige Grundbuch eingetragen werden, damit im Falle einer Insolvenz des Originators die Sicherheiten vor dem Zugriff der Bankgläubiger geschützt gewesen wären. Das war – insbesondere bei der Übertragung granularer Portfolios⁸⁶ aus privaten Hypothekenkrediten – mit prohibitiv hohem finanziellem und administrativem Aufwand verbunden.⁸⁷ Werden nun die Grundpfandrechte bei Verbriefungs-

81 Vgl. Frese (2005), S. 965.

82 Weiterhin gewerbesteuerpflichtig sind dagegen deutsche Zweckgesellschaften, die Handels-, Factoring- oder Leasingforderungen verbriefen. Vgl. dazu die Ausführungen in Abschnitt 3.2.

83 Vgl. Frese (2005), S. 966.

84 Vgl. The Boston Consulting Group (2004), S. 66.

85 Vgl. Frese (2005), S. 968.

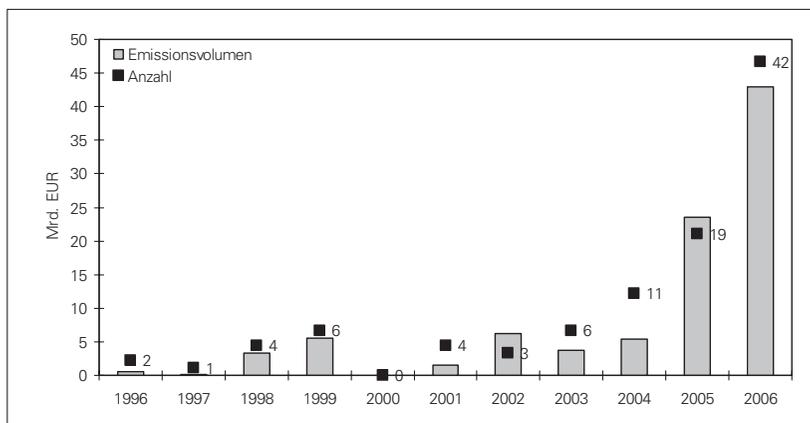
86 Ein *granulares* Portfolio enthält sehr viele einzelne Kredite, deren jeweiliger Anteil am Gesamtwert des Portfolios gering ist (z. B. 1.000 Kredite über je 100.000 Euro). Im Gegensatz dazu enthält ein *konzentriertes* Portfolio nur wenige, aber großvolumige Kredite (z. B. fünf Kredite über je 20 Mio. Euro).

87 Vgl. Dittrich/Uhl (2005), S. 994. Zudem wäre der Eigentümer der Immobilie von dieser Änderung informiert worden. Zum Teil behelf man sich in der Praxis dadurch, dass sich der Originator vertraglich verpflichtete, unter bestimmten Voraussetzungen, etwa bei der Verschlechterung seines Ratings (rating trigger), die Übertragung zu einem späteren Zeitpunkt vorzunehmen. Diese Konstruktion war jedoch mit einer entsprechenden Rechtsunsicherheit verbunden und wurde von den Rating-Agenturen kritisch beurteilt.

transaktionen in das entsprechende Refinanzierungsregister eingetragen, so können diese beim Originator verbleiben, ohne dass der insolvenzfeste Zugriff der Zweckgesellschaft darauf zweifelhaft wäre.⁸⁸

Die gemeinsamen Bemühungen von Kreditwirtschaft und Bundesregierung schlagen sich deutlich in der Anzahl und dem Volumen der durchgeführten traditionellen Verbriefungstransaktionen nieder, wie sie für Deutschland aus Abbildung 12 hervorgehen.⁸⁹

Abbildung 12: Entwicklung traditioneller Verbriefungstransaktionen in Deutschland⁹⁰



Demzufolge stiegen sowohl das Volumen als auch die Anzahl traditioneller Transaktionen in den letzten Jahren spürbar an und erreichten 2005 und 2006 Rekordwerte.⁹¹ Bis Ende 2006 wurden insgesamt 16 Transaktionen mit Unterstützung der in 2004 gegründeten TSI durchgeführt. Mit Blick auf die Schaffung von

88 Vgl. Frese (2005), S. 968.

89 Zur Problematik von veröffentlichten Zahlen zur Kreditverbriefung aus unterschiedlichen Quellen, die mangels einheitlicher Definitionen häufig nicht übereinstimmen und auch nicht ineinander überführbar sind, vgl. ausführlich Emse (2005), S. 27. Die hier und im Folgenden präsentierten Zahlen geben jedoch zumindest von der Tendenz her einen Einblick in die Entwicklung der jeweils betrachteten Märkte. Die Zahlen umfassen dabei alle in Deutschland durchgeführten Verbriefungstransaktionen, d.h. auch diejenigen von Nichtbanken sowie von Finanzintermediären aus dem Ausland.

90 Vgl. Lenhard/Lindner (2005), S. 974; Moody's Investors Service (2007), S. 5 – 7.

91 Für das Jahr 2007 wird jedoch erwartet, dass das Emissionsvolumen auf dem Niveau von 2006 stagniert. Vgl. Moody's Investors Service (2007), S. 1.

Qualitätsstandards zeichnet die TSI zudem Transaktionen, die gewissen Anforderungen genügen, beispielsweise eine deutsche Zweckgesellschaft verwenden und bestimmte Publikationspflichten erfüllen, mit dem Gütesiegel »Certified by True Sale International« aus. Neben den ersten beiden TSI-Transaktionen überhaupt, den Verbriefungen von Fahrzeugfinanzierungen der VW Bank (»Driver One« und »Driver Two«) in den Jahren 2004 und 2005, wurde die Verbriefung von Mittelstandskrediten der Dresdner Bank und der Commerzbank, von gewerblichen Immobilienkrediten der Eurohypo und von weiteren Fahrzeugfinanzierungen der VW Bank mit dem Gütesiegel ausgezeichnet.

Aus europäischer Perspektive betrachtet wächst der deutsche Verbriefungsmarkt mit strukturellen Eigenheiten. Starkes Wachstum verzeichnete 2006 die traditionelle Verbriefung von gewerblichen Hypothekenkrediten; vor allem die Eurohypo und die Deutsche Bank waren dabei federführend. Die zweite Säule des deutschen Verbriefungsmarkts stellen Mittelstandsrisiken dar, die ebenfalls mehrheitlich auf traditionelle Art und Weise (»true sale« in Abgrenzung zur synthetischen Verbriefung, s. folgendes Kapitel) verbrieft werden.⁹² Darunter fallen auch die Verbriefungen von mezzaninen Finanzinstrumenten sowie neuerdings auch Schuldscheindarlehen.⁹³

Bei den in Deutschland durchgeführten traditionellen Verbriefungen wurden bisher fast ausschließlich werthaltige Kredite verbrieft. Zwar wurde die Verbriefung von notleidenden Krediten (non-performing loans) angesichts des hohen Bestands in den Banken und des regen Handels mittels direkter Portfolioverkäufe bereits seit längerem für Deutschland erwartet, eine erste entsprechende Transaktion fand jedoch erst im Dezember 2006 statt. Dabei handelte es sich um die 1,3 Mrd. Euro umfassende Verbriefung eines gemischten Kreditportfolios aus werthaltigen und leistungsgestörten Hypothekenkrediten durch den Finanzinvestor Lone Star Funds.

Auch wenn noch nicht alle rechtlichen und steuerlichen Fragen vollständig geklärt sind,⁹⁴ steht nun auch der deutschen Kreditwirtschaft mit der traditionellen Kreditverbriefung ein Instrument zur Verfügung, mit dem die Banken bei Bedarf ihre Kreditportfolios steuern können.

92 Vgl. Bechtold/Glüder (2006a).

93 Vgl. hierzu ausführlich Abschnitt 5.2.1.

94 Vgl. etwa Bosak/Weller (2006); Schiessl (2006).

2.4.2 Synthetische Transaktionen

Wie bereits angedeutet, induzierten die mit der traditionellen Verbriefung verbundenen rechtlichen und steuerlichen Probleme in den Jahren 1998 und 1999 die Entwicklung und den Einsatz synthetischer Transaktionen. In 2000 stiegen die Anzahl und das Volumen synthetischer Verbriefungen sprunghaft an. In diesem Jahr wurden auch erstmals Mittelstandsrisiken über die von der KfW Bankengruppe gegründete **Plattform Promise** (Promotional Mittelstand Loan Securitisation) verbrieft.⁹⁵ Ergänzt wurde dieses Angebot der KfW im Folgejahr durch die zweite **Plattform Provide** (Provide-Residential Mortgage Securitisation), über die in synthetischer Form Hypothekenkredite verbrieft werden können. Damit hat die KfW ein standardisiertes Instrumentarium geschaffen, über das deutsche und mittlerweile auch verstärkt europäische Banken bis heute Kreditrisiken ausplatzieren.⁹⁶ Die Struktur der Transaktionen ist jeweils ähnlich aufgebaut und sieht vor, dass die KfW zunächst durch den Abschluss eines Credit Default Swaps die Risiken eines diversifizierten und granularen Portfolios⁹⁷ aus Mittelstands- oder privaten Hypothekenkrediten übernimmt, welche sie anschließend in einer teilfinanzierten Transaktion⁹⁸ an den Kapitalmarkt weiterreicht.⁹⁹ Mit der Übernahme der Erstverlustposition behält der Originator den Anreiz, die Kredite sorgfältig zu verwalten und zu überwachen.

Nachdem sich die KfW-Programme in der deutschen Bankenlandschaft etabliert hatten, wurden zwischen 2000 und 2003 in Deutschland jährlich etwa ein Dutzend synthetische Transaktionen durchgeführt. Mit einem jährlichen Risikotransfervolumen von durchschnittlich 20 Mrd. Euro waren deutsche Banken damit bei synthetischen Verbriefungen Marktführer in Europa: 2002 etwa lag der nichtfinanzierte Anteil deutscher Transaktionen mit 75% um ein Vielfaches höher als die entsprechenden Vergleichswerte aus anderen Ländern.¹⁰⁰

95 Als Verbriefungsplattform oder auch -programm bezeichnet man in diesem Zusammenhang eine einheitliche Verbriefungsstruktur, die die Grundlage für mehrere, über die »Plattform« abgewickelte Transaktionen bildet. Indem jeweils ähnliche Kredite wiederholt mit ausgewählten Transaktionspartnern durchgeführt werden, reduzieren sich einerseits die Transaktionskosten und andererseits das Informationsrisiko für die Investoren. Für seine Dienstleistung wird der Anbieter einer Plattform von den Originatoren vergütet.

96 Der Grund dafür, dass sich die KfW als Förderbank in diesem Bereich engagiert, ist die Förderung der Kreditvergabe an mittelständische Unternehmen und private Hauseigentümer.

97 Vgl. Fn. 86 auf S. 46.

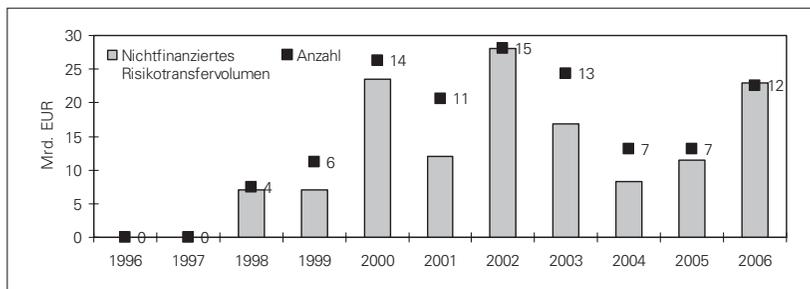
98 Vgl. zum Unterschied zwischen voll- und teilfinanzierten Transaktionen Abschnitt 2.3 und insbesondere Abbildung 11 auf S. 42.

99 Vgl. ausführlich zur Grundstruktur der Programme Emse (2005), S. 98 – 106.

100 Vgl. The Boston Consulting Group (2004), S. 15; Emse (2005), S. 31.

Erst mit der zunehmenden Popularität traditioneller (»true sale«) Transaktionen, aufgrund der verbesserten rechtlichen Rahmenbedingungen, halbierte sich die Zahl der durchgeführten synthetischen Transaktionen 2004 im Vergleich zum Vorjahr. Diese Entwicklung ist in Abbildung 13 dargestellt.

Abbildung 13: Entwicklung synthetischer Verbriefungstransaktionen in Deutschland¹⁰¹



Mit Ausnahme der Deutschen Bank nutzten insbesondere die privaten deutschen Großbanken die Verbriefungsprogramme der KfW.¹⁰² Da es sich um synthetische Transaktionen handelt, übertrugen sie nur die Kreditrisiken auf die KfW, die diese dann umgehend verbriefte. Seit Gründung der Plattformen wurden darüber bis Ende 2006 mehr als 50 synthetische Transaktionen durchgeführt.¹⁰³

Anhand der bisherigen Ausführungen ist zu erkennen, dass insbesondere Unternehmens- und private Hypothekenkredite auf synthetische Art und Weise verbrieft wurden.¹⁰⁴ Vereinzelt wurden aber auch schon Transaktionen mit gewerb-

101 Vgl. Lenhard/Lindner (2005), S. 974; Moody's Investors Service (2007), S. 5 – 7.

102 Die HypoVereinsbank (HVB) führt die Rangliste mit über zehn Transaktionen an, gefolgt von der IKB Deutsche Industriebank, der Commerzbank, der Dresdner Bank sowie der BHW Bausparkasse. Doch auch die Deutsche Bank hat in den letzten Jahren (mittelständische) Risiken synthetisch verbrieft, etwa durch die Transaktionen »Gate 2004-1«, »Gate 2005-1« und »Gate 2005-2«.

103 Davon entfielen 32 Transaktionen auf das Provide- und 17 auf das Promise-Programm der KfW. Acht weitere wichen von diesen Strukturen etwas ab und wurden mit Unterstützung der KfW unter anderem Namen durchgeführt. Als zusätzliches Zeichen für die besondere Entwicklung des Handels mit mittelständischen Kreditrisiken in Deutschland verzeichnete das Programm Promise in 2006 ein neues Rekordvolumen.

104 Bei den zugrunde liegenden Krediten handelte es sich ausschließlich um werthaltige Engagements. Die »Absicherung« notleidender Kredite mittels CDS ist insofern nicht ohne weiteres möglich, als das üblicherweise verwendete Kreditereignis »Ausfall« bereits im Vorhinein erfüllt wäre.

lichen Hypothekenkrediten (CMBS) durchgeführt, in Deutschland vor allem von der Hypothekenbank Eurohypo.¹⁰⁵

Der Kreditrisikotransfer ist jedoch nicht nur eine Domäne der privaten Banken. Auch innerhalb der Bankenverbände gibt es Initiativen, die den Mitgliedsinstituten den Handel mit Kreditrisiken ermöglichen bzw. erleichtern sollen.

Bereits etabliert hat sich im **genossenschaftlichen Finanzverbund** die gemeinsame Verbriefung von Hypothekenkrediten unter Federführung der DZ Bank sowie der Deutschen Genossenschafts-Hypothekenbank (DG Hyp). Dabei handelt es sich um gemeinschaftlich durchgeführte synthetische Transaktionen, bei denen zunächst die DG Hyp mit Kreditderivaten die Risiken aus den Primärinstituten übernimmt und diese dann, gemeinsam mit eigenen Kreditrisiken, über die KfW-Plattform Provide an den Kapitalmarkt bringt.¹⁰⁶

Auch für den Handel mit nichthypothekarischen gewerblichen Kreditrisiken gibt es mittlerweile gemeinsame Plattformen der Genossenschaftsbanken. Dabei funktionieren die zwei Initiativen der DZ Bank (VR Circle) und der WGZ BANK (WGZ-Loop) nach ähnlichem Muster. Zunächst übertragen mehrere Primärinstitute als Sicherungsnehmer ausgewählte Kreditrisiken per CLN (VR Circle) oder CDS (WGZ-Loop) an eine Zweckgesellschaft. Wie der Name jeweils andeutet, handelt es sich um Kreislaufmodelle, d.h. die Kreditrisiken abgebenden Institute nehmen in gleicher Höhe einen Anteil des gebündelten Portfoliorisikos wieder zurück in ihre Bücher, wobei keine Tranchierung der Risiken erfolgt.¹⁰⁷ Nach den ersten erfolgreichen Pilottransaktionen 2005 bzw. 2006 ist jeweils in Planung, das Kreislaufmodell aufzubrechen und auf eine offene Teilnehmerstruktur umzustellen, sodass Institute bei Bedarf auch nur als Sicherungsnehmer oder -geber auftreten können. Auch wird angedacht, mittels synthetischer Verbriefung die gebündelten Risiken am Kapitalmarkt zu platzieren.

Im **öffentlich-rechtlichen Sektor** treiben nach einem ersten gemeinsamen Vorstoß von der DekaBank und dem Deutschen Sparkassen- und Giroverband (DSGV) im Jahr 2002 mittlerweile insbesondere einzelne Landesbanken den Auf-

105 Vgl. Kothari (2006), S. 557. Beispielsweise verbriefte die Eurohypo im Jahr 2003 im Rahmen der Transaktion »Europa Three« ein Portfolio aus 47 gewerblichen Hypothekenkrediten im Volumen von ca. 1,5 Mrd. Euro. Dabei wurden Wertpapiere über 322 Mio. Euro emittiert und der verbleibende Teil über einen Super Senior Swap abgesichert.

106 Der ersten Verbriefung von privaten Hypothekenkrediten aus dem Jahr 2002 (Provide-VR 2002-1) folgten zwei ähnliche Transaktionen (2003-1 und 2004-1) sowie im Jahr 2005 auch die erstmalige Emission von gewerblichen MBS (Proscore-VR 2005-1).

107 Das Hauptmotiv der beteiligten Banken für eine solche Transaktion ist die Risikodiversifikation des Kreditportfolios. Vgl. ausführlich Unterpunkt (3) in Abschnitt 5.1.1.

bau eines organisierten gruppeninternen Kreditrisikohandels voran.¹⁰⁸ Am weitesten fortgeschritten sind die sog. Basket-Transaktionen der BayernLB und der Helaba. Bei der im September 2006 lancierten Transaktion »Sparkassen-Kreditbasket III«, bei der es sich um die bis dahin größte dieser Art im Sparkassensektor handelte, wurden Ausfallrisiken von knapp 30 Sparkassen aus fünf Bundesländern im Volumen von 133,5 Mio. Euro abgesichert. Die Struktur dieses Modells ist mit den oben skizzierten Kreislaufmodellen vergleichbar, allerdings handelt es sich bereits um eine offene Teilnehmerstruktur. Zuletzt wurde auch erstmals eine in Deutschland ansässige Zweckgesellschaft verwendet.

Hinsichtlich der weiteren Entwicklung synthetischer Transaktionen deutscher Banken ist zwar zunächst festzuhalten, dass deren Bedeutung etwas zurückgegangen ist, aufgrund ihres eigenständigen Einsatzprofils im Vergleich zu Kreditverkäufen und traditionellen Verbriefungen ist jedoch zu erwarten, dass synthetische Transaktionen ein wichtiges Instrument des Kreditrisikotransfers bleiben und auch weiterhin von deutschen Banken eingesetzt werden.

108 An den KfW-Programmen beteiligte sich aus dem öffentlich-rechtlichen Sektor bisher jedoch lediglich die Nord/LB als Originator.

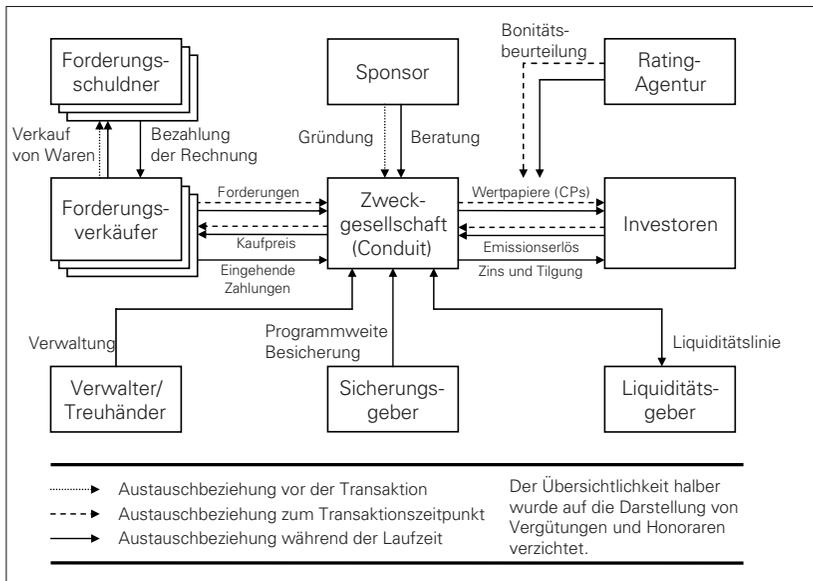
3 Verbriefung von Handelsforderungen

3.1 Struktur von ABCP-Programmen

Handelsforderungen, also Forderungen aus Lieferungen und Leistungen, wurden in Deutschland bisher fast ausschließlich im Rahmen sog. Asset-Backed-Commercial-Paper-(ABCP-)Programme verbrieft. Die Struktur solcher Programme ähnelt derjenigen einer traditionellen (Term-)Kreditverbriefung,¹⁰⁹ weist jedoch einige Besonderheiten auf, die im Folgenden näher erläutert werden.

Abbildung 14 enthält die wesentlichen Beteiligten eines ABCP-Programms und veranschaulicht deren Beziehungen zueinander.¹¹⁰

Abbildung 14: Grundstruktur eines ABCP-Programms



Wie bei der traditionellen Kreditverbriefung ist eine **Zweckgesellschaft** auch das zentrale Element eines ABCP-Programms. Ihre Aufgaben sind der laufende

109 Vgl. dazu Abschnitte 2.1.1 und 2.3.

110 Vgl. auch Emse (2005), S. 38; Kothari (2006), S. 465.

Ankauf von Forderungen und die regelmäßige Emission von Wertpapieren, d.h. die Zweckgesellschaft ist in diesem Fall auf Dauer angelegt. Daher bezeichnet man sie auch als **Conduit** (engl. Leitung, Röhre). Gegründet wird das Conduit von einem **Sponsor**, üblicherweise einer Bank, die das Programm auflegt und unterhält.¹¹¹ Charakterisierend für die Zweckgesellschaft ist auch hier, dass sie einer an der Transaktion ansonsten nicht weiter beteiligten Partei gehört – beispielsweise einer Stiftung – und dass sie nur mit der Mindesteinlage kapitalisiert sowie insolvenzfest ausgestaltet ist.

Bei den heute verwendeten Programmen handelt es sich überwiegend um Multi-Seller-Strukturen, bei denen die Zweckgesellschaft von mehreren **Forderungsverkäufern**, z.B. Industrie- und Handelsunternehmen, zu vorher festgelegten Zeitpunkten **Forderungen aus Lieferungen und Leistungen** (trade receivables) ankauft. Üblicherweise erfolgt der Ankauf auf der Grundlage von Rahmenvereinbarungen, die über einen Zeitraum von fünf bis sieben Jahren abgeschlossen werden und in denen die Art, der Umfang und die Qualität der Forderungen festgelegt sind.¹¹²

Das Conduit refinanziert sich durch die regelmäßige Emission von kurzfristigen Geldmarktpapieren, sog. Commercial Papers (CPs), die von institutionellen **Investoren** erworben werden und eine Laufzeit von wenigen Wochen bis zu 180 Tagen aufweisen.

Die **Forderungsschuldner** bezahlen weiterhin die ausstehenden Rechnungen an die Forderungsverkäufer, die die Zahlungen an das Conduit abführen. Die erhaltenen Mittel werden von der Zweckgesellschaft zu einem geringen Teil als Zinsen an die Investoren weitergeleitet, zum weitaus größeren Teil jedoch für den Ankauf neuer Forderungen eingesetzt. Die Tilgung der kurzfristigen Wertpapiere erfolgt durch die Emission neuer Commercial Papers, wodurch der revolvierende Charakter dieser Transaktionsform deutlich wird.

Aus mehreren Gründen unterliegen ABCP-Programme einem besonderen **Liquiditätsrisiko**.¹¹³ Erstens ist es kaum möglich, die Laufzeiten der angekauften Forderungen genau auf die Laufzeiten der emittierten Wertpapiere abzustimmen. Die Fristeninkongruenz kann zu kurzfristigen Liquiditätsengpässen führen. Zwei-

111 Damit bekleidet der Sponsor meist auch die Funktion des *Verwalters* (administrative agent), der die Emission der Wertpapiere und die Auswahl und den Ankauf der Forderungen übernimmt.

112 Bei Multi-Seller-Strukturen ist häufig zu beobachten, dass die Forderungen eines jeden Verkäufers zunächst an jeweils eine weitere Zweckgesellschaft, die sog. Ankaufsgesellschaft, veräußert werden und erst von diesen an das Conduit weitergegeben werden (two tier structure).

113 Vgl. auch FitchRatings (2004), S. 8 f.

tens werden in kurzen Zeitabständen neue Wertpapiere emittiert, für die jeweils Käufer gefunden werden müssen. Je nach Marktlage kann es dabei vorkommen, dass nicht alle Wertpapiere wie geplant abgesetzt werden können, was ebenfalls Liquiditätsengpässe zur Folge hätte. Damit die Zweckgesellschaft trotz temporärer Engpässe jederzeit ihre Zahlungsverpflichtungen erfüllen kann, stehen umfassende Liquiditätslinien bereit, die für Conduits in der Regel das gesamte ausstehende Emissionsvolumen abdecken.¹¹⁴ Liquiditätsgeber sind dabei Banken mit erstklassiger kurzfristiger Bonität.

Auch im Rahmen von ABCP-Programmen fällt den Sicherungstechniken (credit enhancements)¹¹⁵ in Bezug auf das Ausfallrisiko eine hohe Bedeutung zu. Diese können auf zwei Ebenen implementiert werden: Auf der Ebene des Forderungsverkäufers (seller-level/transaction specific credit enhancement) und auf der Ebene des Programms (programwide credit enhancement). Zu erstgenannten Maßnahmen zählen etwa der Abschluss einer Warenkreditversicherung und die Übersicherung, d.h. der Verkauf eines höheren Volumens an Forderungen an die Zweckgesellschaft, als diese zugehörige Wertpapiere emittiert. Zur programmweiten Besicherung zählen beispielsweise Versicherungen oder Garantien externer **Sicherungsgeber**. Umfasst die programmweite Besicherung dabei 100% der emittierten Wertpapiere, so ist das Programm vollständig abgesichert (fully supported) und die Qualität der Wertpapiere hängt allein von der Bonität des Sicherungsgebers ab. In allen anderen Fällen handelt es sich um teilweise abgesicherte (partially supported) Strukturen, bei denen die Qualität der Wertpapiere auch von derjenigen der angekauften Forderungen abhängt.¹¹⁶

Vom Grundsatz her sind die **Aufgaben des Liquiditäts- und die des Sicherungsgebers** klar getrennt. Erstgenannter springt ein, wenn aufgrund von zeitlichen Inkongruenzen Liquiditätsengpässe entstehen. Im Gegensatz dazu schützt der Sicherungsgeber das Conduit bzw. die Investoren vor Zahlungsschwierigkeiten, die durch Ausfälle der Forderungen im Sinne eines schlagend gewordenen Kreditrisikos hervorgerufen werden.¹¹⁷ In der Praxis kommt es jedoch auch vor,

114 Vgl. Emse (2005), S. 37. Daher kann das Rating einer Emission normalerweise auch nicht besser sein als das kurzfristige Rating derjenigen Bank, die als Liquiditätsgeber in die Transaktion eingebunden ist. Vgl. FitchRatings (2004), S. 8 f. Handelt es sich bei den Zweckgesellschaften um sog. Structured Investment Vehicles (SIVs), so umfassen die Liquiditätslinien im Gegensatz zu denen von Conduits lediglich einen geringen Teil des ausstehenden Volumens.

115 Vgl. Abschnitt 2.2.1.

116 Vgl. FitchRatings (2004), S. 4.

117 Vgl. auch Emse (2005), S. 37.

dass der Liquiditätsgeber einen Teil des Kreditrisikos trägt, beispielsweise wenn er sich verpflichtet, nicht anders am Markt platzierbare Commercial Papers in die eigenen Bücher zu nehmen. Neben der Funktion des Verwalters/Treuhänders können auch die Funktionen des Sicherungs- und Liquiditätsgebers ganz oder teilweise vom Sponsor des Programms übernommen werden.

Essenziell für die Beurteilung der Qualität der emittierten Wertpapiere ist die Einschätzung der **Rating-Agenturen**. Dabei bezieht sich das abgegebene Urteil immer auf das gesamte Programm und nicht auf einzelne Commercial-Paper-Emissionen. Im Vergleich zur Vorgehensweise bei Term-Transaktionen, deren Rating im Wesentlichen von der Qualität der zugrunde liegenden Forderungen abhängt, wird demzufolge bei der Beurteilung ein höheres Gewicht auf das Management des Conduits gelegt.¹¹⁸ Der Grund dafür liegt in der wesentlich höheren Verantwortung der mit der Verwaltung des Conduits beauftragten Partei, etwa mit Blick auf die regelmäßige Emission der Wertpapiere und den Ankauf der Forderungen. Da der letztgenannte Gesichtspunkt die Qualität des jeweils vorgehaltenen Forderungsportfolios bestimmt, achten Rating-Agenturen insbesondere auch auf das Auswahlverfahren und die Selektionskriterien (eligibility criteria) des Programms für die Aufnahme neuer Forderungen.¹¹⁹ Geprüft werden unter anderem Obergrenzen für einzelne Schuldner zur Begrenzung von Konzentrationsrisiken, der Umgang mit Forderungen bereits ausgefallener Schuldner sowie die Art der den Forderungen zugrunde liegenden Verträge.

Während eine langfristige Term-Verbriefungstransaktion in der Regel nur *eine* Art von Vermögenswerten enthält (z.B. private Hypothekenkredite, Mittelstandskredite o.ä.), kann das **Portfolio eines Conduits** deutlich heterogener zusammengesetzt sein und gleichzeitig Handelsforderungen, unterschiedliche Kreditarten und sogar bereits verbrieft Kredite (ABS) enthalten.¹²⁰ Zudem ist die Größe des Portfolios nicht im Vorhinein festgelegt, sondern variabel und davon abhängig, in welchem Umfang während der Laufzeit des Programms neue Vermögenswerte hinzugekauft werden können. ABCP-Programme sind wie gesagt auf Dauer angelegt, d.h. sie haben keine Befristung. Es gibt jedoch bestimmte, im Vorhinein festgelegte Tatbestände, nach deren Eintritt keine neuen Wertpapiere mehr ausgegeben werden dürfen (**stop issuance triggers**) bzw. ausstehende Commercial Papers

118 Vgl. Kothari (2006), S. 471.

119 Vgl. Kothari (2006), S. 472.

120 Zu ABCP-Programmen zugrunde liegenden Vermögenswerten in Deutschland vgl. Abbildung 17 im nächsten Abschnitt (S. 60).

zurückgezahlt werden müssen (**wind down triggers**). Dazu gehören etwa eine Bonitätsverschlechterung (rating downgrade) oder gar Insolvenz bestimmter an der Transaktion beteiligter Parteien, die Nichterfüllung einer Zahlungsverpflichtung seitens des Conduits oder eine gravierende Verschlechterung der Qualität der im Portfolio enthaltenen Forderungen.¹²¹

3.2 Entwicklung der Forderungsverbriefung in Deutschland

Deutsche Großunternehmen begannen Anfang der 1990er Jahre damit, über die Verbriefung als alternative Finanzierungsform nachzudenken. Zur gleichen Zeit gründete die britische Bank Barclays mit der Zweckgesellschaft »Sceptre« Ende 1992 das erste ABCP-Conduit in Europa.¹²² Nennenswerte Volumina erreichte der deutsche ABCP-Markt aber erst gegen Ende der 1990er Jahre. Seitdem wuchs er kontinuierlich mit einer Rate von durchschnittlich ca. 25 % (vgl. Abbildung 15). Zum Ende des Jahres 2006 übertraf das Volumen ausstehender ABCP in Deutschland erstmals 100 Mrd. US-Dollar¹²³ und markierte damit den bisherigen Höhepunkt der Entwicklung.¹²⁴

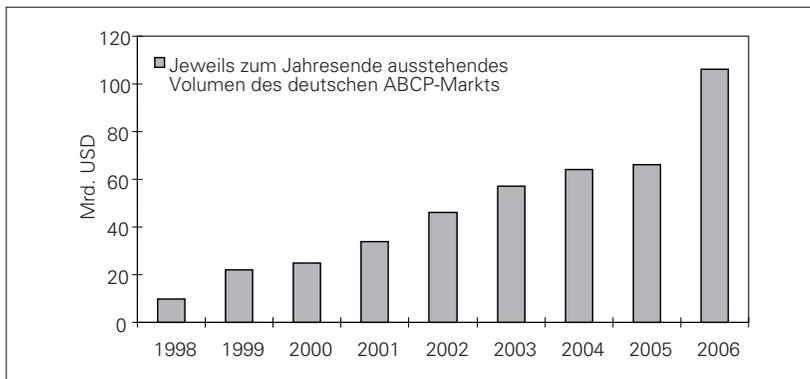
121 Vgl. Kothari (2006), S. 468 f.

122 Vgl. Kothari (2006), S. 462.

123 Im Jahr 2006 lauteten 63,2 % der von deutschen Conduits emittierten Wertpapiere auf Euro, was einem Anstieg von etwa 60 % gegenüber dem Vorjahr entspricht. Vgl. Moody's Investors Service (2007), S. 13. Dennoch werden die ABCP-Statistiken traditionell in USD geführt.

124 Aufgrund der privaten Natur der Geschäfte ist die Transparenz des ABCP-Markts gering. Da alle Transaktionen jedoch von mindestens einer, häufig jedoch auch von zwei Rating-Agenturen beurteilt werden, besitzen diese einen realistischen Marktüberblick. Vgl. auch Hommel (2005), S. 50. Die folgenden Ausführungen basieren auf Marktanalysen von Moody's, einer der im ABCP-Markt führenden Rating-Agenturen.

Abbildung 15: Entwicklung des deutschen ABCP-Markts¹²⁵

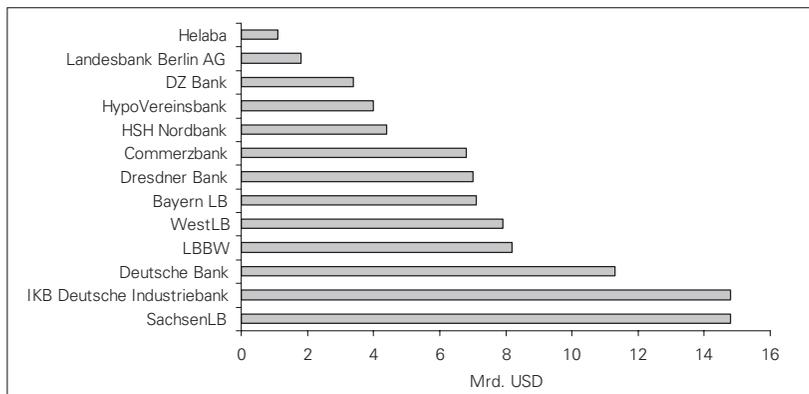


Verantwortlich für diese Entwicklung zeichnen sich gleichermaßen die privaten Großbanken sowie die öffentlich-rechtlichen Landesbanken. Angeführt wurde die Rangliste der Sponsoren mit dem höchsten ausstehenden Volumen an ABCPs Ende 2006 gleichauf von der IKB Deutsche Industriebank und der SachsenLB, die auf diese Weise jeweils ca. 14,8 Mrd. US-Dollar verbrieft haben.¹²⁶ Einen Überblick über die weitere Reihenfolge gibt Abbildung 16, wobei sich fast 90% des deutschen ABCP-Markts auf die dort aufgeführten 13 Institute verteilen.

125 Quelle: Moody's Investors Service (2007), S. 13. Mit »ausstehendem Volumen« bezeichnet man den Nominalwert aller zu einem Zeitpunkt noch nicht getilgten, d.h. noch ausstehenden Wertpapiere.

126 Dass sich die Banken mit diesem Volumen übernommen hatten, zeigte der Beinahe-Zusammenbruch der Institute im Sommer 2007. Zu Einzelheiten vgl. Abschnitt 5.3.

Abbildung 16: Ende 2006 ausstehendes ABCP-Volumen deutscher Sponsoren¹²⁷



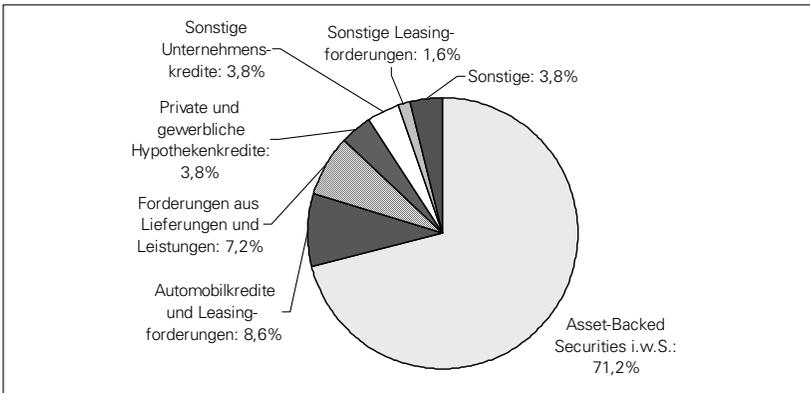
Allerdings kann aus den bisher angeführten Zahlen nicht direkt auf das Volumen verbriefter **Handelsforderungen** geschlossen werden, da wie angedeutet auch andere Vermögenswerte über die Conduits verbrieft werden. Tatsächlich sank der Anteil von Forderungen aus Lieferungen und Leistungen am gesamten ABCP-Volumen im Zeitablauf deutlich und betrug im Jahr 2006 nur noch 7,2% (2005: 15%).¹²⁸ Den kurzfristigen Commercial Papers liegen überwiegend bereits verbrieft langfristige Wertpapiere (ABS) zugrunde;¹²⁹ die meisten Transaktionen werden also mit dem Ziel der Fristentransformation durchgeführt (vgl. Abbildung 17).

127 Quelle: Moody's Investors Service (2007), S. 13.

128 Vgl. Moody's Investors Service (2007), S. 14.

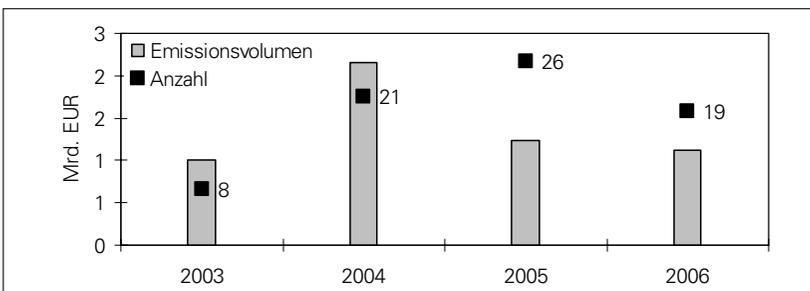
129 Vgl. dazu auch Abbildung 10 auf S. 40 und die zugehörigen Erläuterungen.

Abbildung 17: Art der den Ende 2006 ausstehenden deutschen ABCPs zugrunde liegenden Vermögenswerte¹³⁰



Ein Grund für den geringen Anteil der Handelsforderungen am gesamten ABCP-Volumen ist auch, dass es sich dabei um vergleichsweise kleinvolumige Transaktionen handelt, sodass selbst große Stückzahlen kein entsprechendes Volumen generieren. Als Transaktion wird im Folgenden der Abschluss neuer Ankaufvereinbarungen (seller additions) bezeichnet, die in der Regel eine Laufzeit von fünf Jahren haben, während der regelmäßig Forderungen über bereits bestehende Conduits verbrieft werden. Abbildung 18 zeigt für die vergangenen Jahre die Anzahl und das kumulierte Emissionsvolumen von Transaktionen deutscher Conduits, in denen Forderungen aus Lieferungen und Leistungen verbrieft wurden.

Abbildung 18: Entwicklung der Verbriefung von Handelsforderungen in Deutschland¹³¹



130 Quelle: Moody's Investors Service (2007), S. 14.

131 Quelle: Schmittat (2007), S. 26.

Transaktionen deutscher Conduits, in denen im Jahr 2006 aus Deutschland bzw. Europa stammende Handelsforderungen verbrieft wurden, enthält Abbildung 19.

Abbildung 19: Forderungsverbriefungen in 2006 durch deutsche ABCP-Conduits¹³²

Datum	Conduit	Sponsor	Volumen (in Mio. EUR)	Herkunft der Vermögenswerte
Jan 2006	Giro Lion Funding	Bayern LB	100	Deutschland
Feb 2006	Giro Lion Funding	Bayern LB	119	Deutschland
Mär 2006	Compass Securitisation	WestLB	25	Deutschland
	Coral Capital	DZ Bank	64	Deutschland
	Opusalphafunding	Helaba	99	Europa
Apr 2006	Compass Securitisation	WestLB	39	Deutschland
Mai 2006	Lake Constance Funding	LBBW	111	Deutschland
Jul 2006	Compass Securitisation	WestLB	8	Deutschland
	Rhineland Funding	IKB Deutsche Industriebank	28	Deutschland
Aug 2006	Compass Securitisation	WestLB	9	Europa
	Compass Securitisation	WestLB	7	Europa
	Lake Constance Funding	LBBW	50	Deutschland
Okt 2006	Arabella	HypoVereinsbank	10	Deutschland
Nov 2006	Giro Lion Funding	Bayern LB	25	Deutschland
	Kaiserplatz Funding	Commerzbank	150	Deutschland
	Kaiserplatz Funding	Commerzbank	75	Europa
Dez 2006	Arabella Funding	HypoVereinsbank	40	Deutschland
	Coral Capital	DZ Bank	150	Deutschland
	Coral Capital	DZ Bank	150	Deutschland

Daraus geht hervor, dass in 2006 Forderungsbestände zwischen 7 und 200 Mio. Euro verbrieft wurden. Insbesondere die WestLB realisierte mehrere kleine Transaktionen mit Volumina unter 50 Mio. Euro über ihr Compass-Conduit. Welche Unternehmen konkret hinter diesen Transaktionen stehen, wird in der Regel nicht veröffentlicht, sodass sich die Commercial-Paper-Investoren auf das Rating des Programms verlassen müssen.

Bekannt ist jedoch, dass einige der großen deutschen Industrieunternehmen bereits Forderungen verbrieft haben bzw. regelmäßig verbriefen, teilweise sogar

132 Quelle: Moody's Investors Service (2007), S. 22 f.

über eigene Conduits. Neben den Automobilherstellern BMW, DaimlerChrysler und Volkswagen, die aufgrund von Fahrzeugfinanzierungen und Leasingverträgen in dieser Hinsicht eine Sonderstellung einnehmen, gehören dazu auch Bayer, Continental, Siemens und die Deutsche Telekom.¹³³ Informationen zum ABCP-Programm des Bayer-Konzerns enthält Abbildung 20:

Abbildung 20: Informationen zum ABCP-Programm des Bayer-Konzerns¹³⁴

The screenshot shows the Bayer Investor Relations website. The main navigation bar includes links for Home, Konzern, Aktie, Anleihen, Berichte, Events, News, Handouts, and Downloads. The left sidebar contains a menu with categories like Übersicht, Finanzverbindlichkeiten, and Finanzierungsprogramme. The main content area features a large heading "Asset Backed Commercial Paper" and a detailed text block explaining the program. The right sidebar displays "Bayer Aktienkurse" with stock prices for XETRA, London, and New York, along with "Aktuelle News" and "Aktuelle Events".

Investor Relations Kontakt | Sitemap | English

Home | **Konzern** | **Aktie** | **Anleihen** | **Berichte** | **Events** | **News** | **Handouts** | **Downloads**

Bayer Aktienkurse

XETRA: 59,04 EUR ↓ -0,89 %
 London: 3.931,00 GBP ↓ -0,22 %
 New York: 79,81 USD ↑ +0,96 %
 05.09.2007 12:44 CET

Aktuelle News

05.09.2007 Bayer strebt Rückzug von der New York Stock Ex...
 04.09.2007 Bayer investiert Winkstorf Fließbandlinie in...

Aktuelle Events

06.11.2007 Haniel Presskonferenz I
 06.11.2007 Investors Telefonkonferenz I

Suche

Erweiterte Suche
 Suchlinks

Service

IR Ansprechpartner
 Publikationen bestellen

Seite empfehlen | Seite drucken | als Favorit | Bewerten

In den letzten Jahren rückte die Verbriefung von Forderungen auch als Finanzierungsalternative für **mittelständische Unternehmen** in den Vordergrund der Diskussion.¹³⁵ Verschiedene Banken und Kreditversicherer offerierten Verbriefungsprogramme, die sich durch vergleichsweise geringe Mindestvolumina auszeichnen.¹³⁶ So wurde damit geworben, dass sich eine Verbriefung bereits ab einem einzubringenden Forderungsportfolio von 20 Mio. Euro, in Einzelfällen sogar bereits ab 5 Mio. Euro lohnen kann, und damit für Unternehmen mit einem jährlichen Umsatz von 100 Mio. Euro aufwärts in Frage kommt. Als Musterbei-

133 Damit liegt Deutschland im europäischen Trend: Gemäß einer Studie des auf Verbriefungen spezialisierten Beratungsunternehmens Demica hatten im Jahr 2004 bereits fast 20% der größten europäischen Industrie- und Handelsunternehmen Erfahrungen mit dem Finanzinstrument gesammelt. Vgl. Demica (2004), S. 4.

134 Quelle: www.investor.bayer.com (abgerufen am 30.08.2007).

135 Vgl. exemplarisch Dentz (2004); Tebroke (2004) und Financial Gates et al. (2005).

136 Vgl. für einen Überblick über die damals angebotenen Programme Dentz (2004).

spiele werden häufig einige erfolgreiche Transaktionen durch Unternehmen des gehobenen Mittelstands angeführt.¹³⁷ Auch die Zahlen in Abbildung 19 belegen, dass tatsächlich Transaktionen in der o.g. Größenordnung durchgeführt werden. Dennoch blieb die Nachfrage kleinerer Firmen hinter den Erwartungen zurück, sodass heute nur noch wenige der ursprünglich angebotenen Programme existieren.¹³⁸ Betrachtet man außerdem die Zahl der durchgeführten Transaktionen vor dem Hintergrund der Anzahl mittelständischer Unternehmen in Deutschland, für die eine Verbriefung in Frage käme, so wird deutlich, dass das Instrument von diesen bisher vernachlässigbar wenig eingesetzt wird.¹³⁹

Als Hindernis für den hiesigen Verbriefungsmarkt werden die **gewerbsteuerlichen Vorschriften** genannt. In Deutschland ansässige Zweckgesellschaften sind vom Grundsatz her gewerbsteuerpflichtig. Bei den von ihnen emittierten Wertpapieren handelt es sich um Dauerschulden gemäß § 8 Nr. 1 GewStG, deren Zinsen hälftig dem Gewerbeertrag zuzurechnen sind.¹⁴⁰ Durch die daraus entstehende Steuerbelastung würde sich eine Transaktion deutlich verteuern. Zwar wurden, wie in Abschnitt 2.4.1 erwähnt, im Rahmen des Kleinunternehmerförderungsgesetzes Zweckgesellschaften, die Kredite- oder Kreditrisiken aus Bankgeschäften im Sinne des KWG verbriefen, von der Gewerbsteuerpflicht befreit, jedoch nicht solche, die Handelsforderungen verbriefen.¹⁴¹

Zur Förderung der Mittelstandsfinanzierung wird daher an die Bundesregierung appelliert, das Gewerbsteuerprivileg auch auf in Deutschland angesiedelte SPVs auszudehnen, die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen verbriefen.¹⁴² Das wird damit begründet, dass der Einsatz von ausländischen Zweckgesellschaften und das damit verbundene Vertragswerk in englischer Sprache viele mittelständische Unternehmen abschrecke, sich näher mit der Forderungsverbrie-

137 Zu nennen sind hier etwa die Forderungsverbriefungen des Erntemaschinenherstellers Claas, des Stahlproduzenten Georgsmarienhütte oder des Automobilzulieferers Witzmann. Zu den Transaktionen der zwei letztgenannten Unternehmen finden sich Erfahrungsberichte in Financial Gates et al. (2005), S. 26 – 44.

138 Hierzu zählen ABS ProM der WestLB, ABS Kompakt der Landesbank Baden-Württemberg (LBBW) und Asset-Backed Securitisation der IKB Deutsche Industriebank.

139 Vgl. auch Hommel (2005), S. 52.

140 Vgl. auch Hommel (2005), S. 26. Auch wenn es sich bei den emittierten Commercial Papers um kurzfristige Wertpapiere handelt, zählen sie aufgrund des revolvingierenden Charakters der Transaktion zu Dauerschulden.

141 Angesichts möglicherweise drohender Steuerausfälle durch die Ausweitung des Privilegs auf alle Forderungsarten wurde eine erneute Prüfung dieses Sachverhalts im Zuge der Unternehmenssteuerreform in 2008 angekündigt.

142 Vgl. The Boston Consulting Group (2004), S. 58; Hommel (2005), S. 135 f.; Bechtold/Glüder (2006b), S. 39.

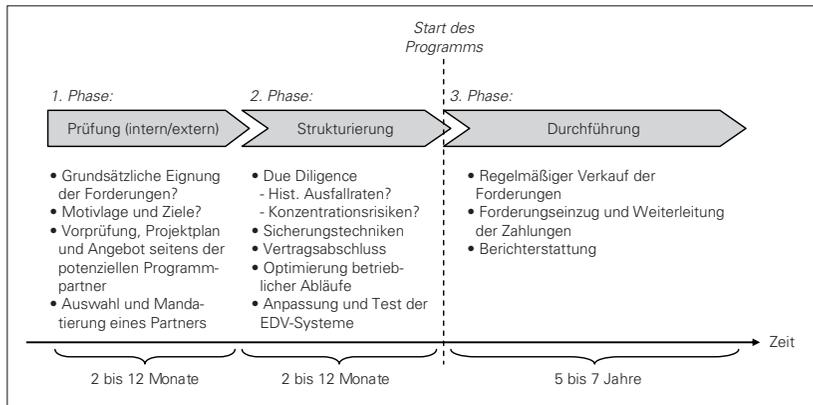
fung auseinanderzusetzen.¹⁴³ Da jedoch auch heute schon die Vertragsunterlagen für die erwähnten Mittelstandsprogramme in deutscher Sprache vorliegen, ist es fraglich, ob die geforderte Ausdehnung des Gewerbesteuerprivilegs tatsächlich zu einem Schub bei der Verbriefung von Handelsforderungen führen würde.¹⁴⁴

3.3 Typischer Ablauf einer erstmaligen Transaktion

Auch wenn jede Verbriefung ihren individuellen Charakter hat, gibt es bestimmte Elemente, die in jedem Transaktionsprozess zu finden sind. Im Folgenden wird der typische Ablauf einer erstmaligen Transaktion skizziert, wie er sich aus Sicht eines (größeren) mittelständischen Unternehmens darstellt. Dabei wird davon ausgegangen, dass die Forderungen über ein von einer Bank als Sponsor betreutes Multi-Seller-ABCP-Programm verbrieft werden.¹⁴⁵

Die gesamte Transaktion gliedert sich in die drei Phasen Prüfung, Strukturierung und Durchführung, die in Abbildung 21 veranschaulicht sind.

Abbildung 21: Übersicht zum Ablauf einer erstmaligen Verbriefung von Forderungen



143 Vgl. Hommel (2005), S. 46.

144 So auch Schmittat (2007), S. 293.

145 Zum Ablauf einer eigenständig durchgeführten (Kredit-)Verbrieftung vgl. ausführlich Bär (2000), S. 144 – 164.

Am Anfang steht die **Prüfungsphase**, in der zunächst die Idee, mittels Verbriefung von Forderungen aus Lieferungen und Leistungen eine neue Finanzierungsquelle zu erschließen, unternehmensintern näher untersucht wird. Dabei ist zu prüfen, ob sich die Forderungen des Unternehmens bzw. der Branche überhaupt für eine Verbriefung eignen.¹⁴⁶ Zudem sollte sich das Unternehmen Klarheit über die Motivation für eine solche Transaktion verschaffen und die mit ihr zu erreichenden Ziele definieren.¹⁴⁷ Anschließend müssen ein oder mehrere potenzielle Programmpartner (Banken) identifiziert und in einem zweiten Schritt angesprochen werden mit der Aufforderung, ein erstes Angebot zu unterbreiten.

Mit einer groben Analyse des Unternehmens und seines Forderungsportfolios beginnt die externe Prüfungsphase seitens der angesprochenen Bank(en), um die Möglichkeiten für eine Verbriefung zu sondieren.¹⁴⁸ Sie wird in der Regel gemeinsam mit dem Unternehmen durchgeführt und erfolgt auf Basis einfach ermittelbarer Informationen. Ziele der Analyse sind die Vorstrukturierung der Transaktion sowie die Erstellung eines Projektplans und eines finanziellen Angebots. Sofern die geplante Verbriefung als grundsätzlich realisierbar eingeschätzt wird, hat das Unternehmen ihre ökonomische Vorteilhaftigkeit zu beurteilen. Fällt die Bewertung positiv aus, endet die Prüfungsphase mit der Auswahl und Mandatierung einer Bank als Programmpartner.

Die **Strukturierungsphase** beginnt mit einer eingehenden Prüfung, der sog. Due Diligence, seitens der mandatierten Bank. Dabei wird die Forderungshistorie unter die Lupe genommen, d.h. Daten zu Zahlungsverzögerungen, -ausfällen und Verwässerungen¹⁴⁹ (dilution) mindestens der letzten zwei Jahre gesammelt und aufbereitet. Je stabiler sich das Portfolio in der Vergangenheit erwiesen hat und je weiter die Datenreihen zurückreichen, desto besser fällt die Beurteilung aus. Zudem wird das Forderungsportfolio auf Konzentrationsrisiken hin untersucht. Basierend auf diesen Informationen werden die in Frage kommenden Forderungen,

146 Ungeeignet sind beispielsweise solche, die häufig angefochten werden, etwa aus der Baubranche oder dem Anlagenbau sowie generell aus Branchen, in denen Abschlagszahlungen und Schlussrechnungen üblich sind. Vgl. Nöth (2005), S. 53.

147 Neben der Gewinnung von Liquidität könnten das auch die Bilanzentlastung, die Senkung der Finanzierungskosten, die Diversifikation der Finanzierungsquellen oder ein Reputationsgewinn sein. Vgl. dazu auch Abschnitt 5.2.2.

148 Vgl. Pfaue (2003), S. 189. Untersucht werden dabei etwa die Art, die Herkunft, der Umfang und die generelle Abtretbarkeit der Forderungen sowie die EDV-Systeme des Unternehmens und möglicherweise an der Transaktion beteiligter Tochtergesellschaften.

149 Mit Verwässerung einer Forderung bezeichnet man die nachträgliche Reduzierung des Kaufpreises zwischen Käufer und Verkäufer einer Ware, etwa in Form von Rabatten, Boni oder Gutschriften.

mit Blick auf das Rating des Programms angemessene Sicherungstechniken (credit enhancements) und der Mechanismus zur Bestimmung des Kaufpreises festgelegt. Das veräußernde Unternehmen wird zudem daraufhin untersucht, wie es die Forderungen generiert, wie diese abgewickelt und bei Verzug eingetrieben bzw. abgeschrieben werden.¹⁵⁰ Diese Phase kann und sollte auch dazu genutzt werden, betriebliche Abläufe mit Blick auf die Verbriefung zu standardisieren oder zu optimieren.

In der von der mandatierten Bank zu erstellenden detaillierten Transaktionsstruktur werden alle für die Verbriefung notwendigen Prozesse beschrieben, angefangen beim Verkauf der Forderungen über das Berichtswesen bis zur Rückzahlung, das Mahnwesen oder ggf. der Ausbuchung der Forderungen.¹⁵¹ Gleichzeitig werden unter Einbeziehung spezialisierter Anwälte die Verträge vorbereitet und den beteiligten Parteien zur Prüfung und Unterschrift vorgelegt.¹⁵²

Seitens des Unternehmens ist die zu verwendende Berichtsplattform aufzubauen und es sind unter Einbindung aller beteiligten operativen Einheiten möglicherweise notwendige Anpassungen der EDV-Systeme durchzuführen.¹⁵³ Dabei ist festzulegen, wie und wann welche Informationen (z. B. über den Forderungseinzug) über welche Kanäle an die mit der Verwaltung des Conduits beauftragten Parteien übermittelt werden. Bevor mit der Transaktion begonnen werden kann, müssen schließlich alle Prozesse und Systeme sorgfältig getestet werden. Die Strukturierungsphase endet mit dem erstmaligen Verkauf von Forderungen an die Zweckgesellschaft.

Die in der Praxis genannten Angaben zur **Dauer** der zwei Projektphasen unterscheiden sich zuweilen stark voneinander. Eine Transaktion lässt sich grundsätzlich innerhalb von drei bis vier Monaten realisieren, kann jedoch auch bei der Verwendung neuartiger Strukturen, erhöhtem Handlungsbedarf beim Forderungsverkäufer oder unerwartet auftretenden Problemen bis zu zwei Jahre in Anspruch nehmen.

Während der **Durchführungsphase**, die in der Regel fünf bis sieben Jahre beträgt, bietet der Forderungsverkäufer in regelmäßigen Abständen (ca. alle zwei

150 Vgl. Pfaue (2003), S. 190.

151 Vgl. Pfaue (2003), S. 191.

152 Vgl. zur Ausgestaltung des Forderungskauf- und des Forderungseinzugsvertrags ausführlich Brenken/Papenfuß (2007), S. 82 – 86.

153 Beispielsweise sollte die Auswahl der regelmäßig zu verkaufenden Forderungen weitgehend automatisiert erfolgen, und es muss systemseitig möglich sein, unternehmenseigene und an die Zweckgesellschaft verkaufte Forderungen parallel zueinander abzuwickeln.

Wochen) automatisch ausgewählte Forderungen der Zweckgesellschaft zum Kauf an. Diese prüft das Angebot, ermittelt gemäß der Vereinbarungen den Kaufpreis und akzeptiert den Ankauf.¹⁵⁴ Der Forderungsverkäufer übernimmt weiterhin den Einzug der Forderungen und leitet die entsprechenden Zahlungen an das Conduit weiter.

Er ist darüber hinaus verpflichtet, während der Laufzeit regelmäßig (täglich, wöchentlich oder monatlich) über die Zahlungseingänge der veräußerten Forderungen zu berichten, was ebenfalls automatisiert erfolgt. Für unternehmensinternen und -externen mit der Verbriefung in Kontakt kommende Beteiligte müssen weiterhin Ansprechpartner zur Verfügung stehen. Schließlich ist die Transaktion während der Laufzeit wie vorgesehen im Rechnungswesen abzubilden.

Die dabei zu berücksichtigenden Regelungen nach HGB und IFRS werden im folgenden Kapitel erläutert.

¹⁵⁴ Vgl. Pfaue (2003), S. 193.

4 Bilanzielle Behandlung von Verbriefungs- transaktionen

Die Frage nach der bilanziellen Behandlung von Verbriefungen besitzt eine hohe praktische Bedeutung für die an der Transaktion beteiligten Parteien – und hier insbesondere für den Originator bzw. Forderungsverkäufer. Die Komplexität und dynamische Fortentwicklung des Finanzinstruments einerseits sowie unterschiedliche und sich im Zeitablauf ebenfalls ändernde Bilanzierungsregeln andererseits führen dazu, dass das Thema auch weiterhin eine zentrale Rolle bei der Strukturierung der Transaktionen spielen wird.

Eine umfassende Darstellung aller mit ABS verbundenen Bilanzierungsvorschriften wäre im Rahmen dieser Arbeit weder möglich noch sinnvoll. Daher konzentrieren sich die Ausführungen in diesem Kapitel auf die Fragen nach dem Bilanzabgang der zu verbriefenden Vermögenswerte beim Veräußerer sowie der Konsolidierungspflicht der Zweckgesellschaft im Konzernabschluss, jeweils getrennt nach deutschem Handelsrecht (HGB) und den International Financial Reporting Standards (IFRS).

4.1 Verbriefungen nach HGB

Nach deutschem Handelsrecht sind Verbriefungen gemäß den allgemeinen Rechnungslegungsvorschriften der §§ 238 ff. HGB zu bilanzieren.¹⁵⁵ Diese enthalten jedoch keine Regelungen zu den bei ABS-Transaktionen auftretenden speziellen Fragestellungen, sodass sich die Bilanzierung lange an den zum Factoring entwickelten Grundsätzen orientierte. Mit der vom Hauptfachausschuss (HFA) des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland (IDW) im Jahr 2002 verabschiedeten Stellungnahme zur Rechnungslegung »Zweifelsfragen der Bilanzierung von asset-backed-securities-Gestaltungen und ähnlichen Transaktionen« (**IDW RS HFA 8**) wurden erstmals verbiefungsspezifische Regelungen geschaffen.¹⁵⁶

¹⁵⁵ Vgl. hier und im Folgenden Lotz (2005a).

¹⁵⁶ Vgl. Institut der Wirtschaftsprüfer (2002). Zuletzt geändert wurden die Regelungen am 09.12.2003.

4.1.1 Bilanzabgang der zu verbriefenden Vermögenswerte

Entscheidend für die Frage nach dem Bilanzabgang der zu verbriefenden Vermögenswerte ist die Zurechnung des **wirtschaftlichen Eigentums**, sowohl nach den allgemeinen Regeln des HGB als auch nach IDW RS HFA 8, Tz. 7 ff. Als wirtschaftlicher Eigentümer wird dabei diejenige Partei angesehen, die das Bonitätsrisiko aus den Vermögenswerten trägt.

Eine zivilrechtlich wirksame **Veräußerung der Vermögenswerte** ist eine notwendige, aber keine hinreichende Bedingung für den Übergang auch des wirtschaftlichen Eigentums.¹⁵⁷ Die Veräußerung muss zudem endgültig sein, was dazu führt, dass in vielen ABS-Transaktionen vereinbarte Rücknahmerechte oder -pflichten des Verkäufers im Einzelnen untersucht werden müssen.¹⁵⁸ Kündigungsoptionen seitens des Originators gegen Ende der Laufzeit von Term-Transaktionen (clean-up calls), die auf den Fall beschränkt sind, dass sich der Bestand der Kredite der Zweckgesellschaft durch reguläre Tilgungen bereits so stark reduziert hat, dass eine Fortführung der ABS-Transaktion unwirtschaftlich wird, sind dabei in der Regel unkritisch. Gleiches gilt für Rücknahmepflichten bei Verletzung der Bestandteile des Kaufvertrags, da diese normalerweise nur den rechtlichen Bestand einer Forderung (Verität) und nicht die Bonität der übertragenen Forderungen betreffen.

Den Übergang des Bonitätsrisikos potenziell **verhindernde Vereinbarungen** sind dagegen in IDW RS HFA 8, Tz. 16 aufgeführt, darunter auch die Folgenden:

- *Ausfallgarantien* für die veräußerten Vermögenswerte, bei denen sich der Verkäufer verpflichtet, auftretende Verluste bis zu einer bestimmten Höhe selbst zu tragen oder ausgefallene oder ausfallbedrohte Positionen durch werthaltige zu ersetzen.¹⁵⁹
- *Variabler Kaufpreis*, d.h. ein Teil des Kaufpreises wird erst im Laufe oder am Ende der Transaktion in Abhängigkeit von den bis zum Abrechnungszeitpunkt eingetretenen Ausfällen gezahlt. Dabei kann sich der variable Kaufpreis auch hinter den vereinbarten Sicherungstechniken (z.B. Übersicherung, Reserve-

157 Vgl. IDW RS HFA 8, Tz. 10.

158 Vgl. IDW RS HFA 8, Tz. 11.

159 Den Übergang des wirtschaftlichen Eigentums verhindern auch Ausfallgarantien durch Dritte, wenn diese Rückgriff auf den Veräußerer nehmen können.

und Überlaufkonto) verstecken, indem nicht in Anspruch genommene Mittel nach der Transaktion an den Originator zurückfließen würden.¹⁶⁰

- *Beteiligung des Originators am Eigenkapital* der Zweckgesellschaft.
- *Übernahme nachrangiger von der Zweckgesellschaft emittierter Wertpapiere* durch den Originator.

Ob durch eines oder mehrerer solcher Strukturelemente das Bonitätsrisiko und damit das wirtschaftliche Eigentum der Vermögenswerte beim Veräußerer verbleibt oder nicht, hängt von deren **Umfang** ab. Die für die Behandlung marktüblicher Transaktionen essenzielle Frage lautet daher, ob die Sicherungstechniken einen bestimmten, vom IDW als angemessen definierten Umfang übersteigen oder nicht.¹⁶¹ Sie wird im Folgenden am **Beispiel des variablen Kaufpreises** erläutert.

Für den Übergang des Bonitätsrisikos auf den Erwerber, d.h. in diesem Fall die Zweckgesellschaft, wird der Verkäufer der Vermögenswerte einen Abschlag beim Kaufpreis hinnehmen, dessen Höhe er grundsätzlich frei mit dem Erwerber vereinbaren kann. Solange es sich dabei um einen endgültigen Abschlag handelt, d.h. ein höherer Zahlungseingang allein dem Erwerber zugute käme, steht der Übergang des wirtschaftlichen Eigentums nicht in Frage.¹⁶² Anders sieht es aus, wenn dem Veräußerer der Abschlag im Nachhinein ganz oder teilweise erstattet wird, sollten die tatsächlichen hinter den erwarteten Ausfällen zurückbleiben. Das kommt der Vereinbarung eines variablen Kaufpreises gleich. In diesem Fall muss sich der Abschlag im Rahmen marktüblicher Delkredereabschläge für die erwarteten tatsächlichen Ausfälle der veräußerten Vermögenswerte bewegen. Konkret kann er auf Basis der tatsächlichen Ausfälle in der Vergangenheit berechnet werden, wobei ein angemessener Risikozuschlag für die Unsicherheit der künftigen Veränderung des Ausfallrisikos zugestanden wird.¹⁶³

Die Ermittlung des angemessenen Kaufpreisabschlags obliegt dem fachlichen Ermessen des Bilanzierenden im Einzelfall. In der Praxis entsteht häufig der Konflikt, dass Rating-Agenturen zur Erreichung eines gewünschten Zielratings der

160 Vgl. auch Abschnitt 2.2.1. Die gleiche Wirkung hätte die Vereinbarung einer an den Forderungsausfällen orientierten Servicergebühr, wenn der Verkäufer der Forderungen weiterhin für deren Abwicklung zuständig ist.

161 Vgl. Lotz (2005a), S. 23.

162 Vgl. IDW RS HFA 8, Tz. 19.

163 Vgl. IDW RS HFA 8, Tz. 23; Lotz (2005a), S. 24. In der Praxis werden Risikozuschläge bis zu 100% der historischen Ausfallquote akzeptiert. Als Datenbasis sollte ein Zeitraum von drei bis fünf Jahren zugrunde gelegt werden.

Transaktion einen (hohen) Abschlag fordern, ein solcher aber seitens der Wirtschaftsprüfer nicht mehr als angemessen angesehen wird.¹⁶⁴

Wird unter Einbezug aller Vereinbarungen ein Kaufpreisabschlag als angemessen erachtet, gilt das Bonitätsrisiko als übergegangen, weil der Verkäufer in diesem Fall nicht mehr an Verlusten, die über den Abschlag hinausgehen, beteiligt werden kann. Er hat lediglich noch die Chance, an einer günstigeren als der erwarteten Entwicklung zu partizipieren. In diesem Fall sind die Vermögenswerte aus der Bilanz des Verkäufers auszubuchen und der Differenzbetrag aus Buchwert und Kaufpreis erfolgswirksam in dessen Gewinn- und Verlustrechnung zu erfassen.¹⁶⁵

Ist die Transaktion dagegen unter Berücksichtigung aller Kriterien so zu beurteilen, dass das wirtschaftliche Eigentum an den Vermögenswerten nicht an den Erwerber übergegangen ist, so hat der Verkäufer diese weiterhin in seiner Bilanz zu führen.¹⁶⁶ In Höhe der aktivseitig zugeflossenen Mittel wird eine korrespondierende Verbindlichkeit ausgewiesen.¹⁶⁷

4.1.2 Konsolidierung der Zweckgesellschaft

Zwar ist die Konsolidierung von Zweckgesellschaften im HGB momentan vergleichsweise eindeutig geregelt, offen ist jedoch, wie lange die aktuellen Regeln noch Bestand haben werden.

Bisher muss nach § 290 HGB ein **Mutter-Tochter-Verhältnis** vorliegen, damit ein Konzernabschluss aufzustellen und die Tochtergesellschaft darin einzubeziehen ist. Ein solches Verhältnis kann auf zwei verschiedene Arten begründet werden:¹⁶⁸ Erstens, indem das Tochterunternehmen, an dem die Mutter gemäß § 271 I HGB beteiligt sein muss, unter der einheitlichen Leitung des Mutterunternehmens geführt wird.¹⁶⁹ Und zweitens, wenn der Mutter bei einem Tochterunternehmen (1) die Mehrheit der Stimmrechte der Gesellschafter zusteht, (2) das Recht zusteht, die Mehrheit der Mitglieder des Verwaltungs-, Leitungs- oder Aufsichtsorgans zu bestellen oder abzuberufen, und sie gleichzeitig Gesellschafter

164 Vgl. Lotz (2005a), S. 25. Soll die Transaktion dennoch bilanzbefreiende Wirkung haben, kann das häufig nur durch die Übernahme von Bonitätsrisiken durch Dritte erfolgen.

165 Vgl. Lotz (2005a), S. 26.

166 Vgl. IDW RS HFA 8, Tz. 41.

167 Da die rechtliche Abtretung der Vermögenswerte an den Erwerber als Sicherheitsabtretung zur Besicherung des erhaltenen Darlehens anzusehen ist, ist nach § 285 Nr. 1b HGB der Gesamtbetrag der so besicherten Verbindlichkeiten im Anhang anzugeben. Vgl. IDW RS HFA 8, Tz. 41.

168 Vgl. Pellens et al. (2006), S. 142; Schäfer/Kuhnle (2006), S. 26.

169 § 290 I HGB.

ist oder (3) ihr das Recht zusteht, einen beherrschenden Einfluss auf Grund eines mit diesem Unternehmen geschlossenen Beherrschungsvertrags oder auf Grund einer Satzungsbestimmung dieses Unternehmens auszuüben.¹⁷⁰

In den gängigen ABS-Strukturen ist der Originator jedoch nicht an der Zweckgesellschaft beteiligt und auch die in § 290 II HGB genannten Voraussetzungen sind nicht erfüllt, sodass eine Konsolidierung nicht notwendig ist.¹⁷¹

Die am 18.06.2003 erlassene **EU-Modernisierungsrichtlinie** (2003/51/EG) ändert die bis dahin europaweit gültigen Konsolidierungsvorschriften jedoch dahingehend, dass eine Konsolidierungspflicht auch im Fall der einheitlichen Leitung unabhängig von einer möglichen Beteiligung des Mutterunternehmens an einer Tochter bestehen kann.¹⁷² Diese Änderung, mit der sich der Kreis der konsolidierungspflichtigen Unternehmen erweitern würde, sollte gemäß Artikel 5 der Richtlinie schon bis Ende 2004 in nationales Recht umgesetzt werden. In Deutschland steht diese Umsetzung bisher noch aus, ist aber im Rahmen des Bilanzrechtsmodernisierungsgesetzes (BilMoG) vorgesehen, für das nach mehrfachen Verzögerungen nun im Herbst 2007 ein erster Referentenentwurf veröffentlicht werden soll. Ob und inwieweit sich also die Konsolidierungsvorschriften für Zweckgesellschaften im deutschen Handelsrecht ändern, bleibt abzuwarten.

4.2 Verbriefungen nach IFRS

Da ausschließlich finanzielle Vermögenswerte (Darlehen, Forderungen, Anleihen etc.) verbrieft werden, finden sich die relevanten Bilanzierungsvorschriften in den **IAS 39 »Finanzinstrumente: Ansatz und Bewertung«** und IAS 32 »Finanzinstrumente: Angaben und Darstellung«, wobei hier vor allem die Regelungen zur Übertragung dieser Vermögenswerte in IAS 39 relevant sind. Zwar sind die IFRS grundsätzlich auch für den Einzelabschluss vorgesehen, in Deutschland müssen sie jedoch bislang nur von kapitalmarktorientierten Mutterunternehmen im Konzernabschluss angewendet werden.¹⁷³ Gemäß IAS 39.15 sind die in diesem Standard enthaltenen Abgangsregeln im Konzernabschluss auf konsolidierter Ebene anzuwenden. Somit sind zunächst – sofern das erforderlich ist – alle Tochtergesell-

170 § 290 II HGB.

171 Vgl. Lotz (2005a), S. 27; Schäfer/Kuhnle (2006), S. 27.

172 Vgl. Artikel 2 der Richtlinie 2003/51/EG des Europäischen Parlaments und des Rats vom 18.06.2003.

173 Vgl. Pellens et al. (2006), S. 49.

schaften zu konsolidieren, bevor die Abgangsvorschriften auf den Konzern angewendet werden.¹⁷⁴ Im Rahmen von ABS-Transaktionen stellt sich damit zunächst die Frage, ob es sich bei der Zweckgesellschaft um eine konsolidierungspflichtige Tochtergesellschaft des Originators bzw. Forderungsverkäufers handelt.

4.2.1 Konsolidierung der Zweckgesellschaft

Die allgemeinen Regeln der IFRS zur Aufstellung eines Konzernabschlusses und zur Konsolidierung von Tochtergesellschaften finden sich in **IAS 27 »Konzern- und separate Einzelabschlüsse nach IFRS«**. Demnach basiert die Konsolidierungspflicht auf dem Konzept der Beherrschung (control), also der Möglichkeit, »die Finanz- und Geschäftspolitik eines Unternehmens zu bestimmen, um aus dessen Tätigkeit Nutzen zu ziehen«.¹⁷⁵ IAS 27.13 enthält zwar konkrete Anhaltspunkte dafür, wann genau eine Beherrschung vorliegt,¹⁷⁶ diese führen jedoch bei Zweckgesellschaften nur selten zu eindeutigen Aussagen.¹⁷⁷ Daher verabschiedete das Standing Interpretations Committee (SIC) bereits im Juni 1998 die **SIC-12**, in denen die Frage nach der Beherrschung speziell mit Blick auf Zweckgesellschaften näher interpretiert wurde. Ergänzend dazu veröffentlichte der Hauptfachausschuss des Instituts der Wirtschaftsprüfer (IDW) im Jahr 2005 eine Stellungnahme zu Einzelfragen der Anwendung von IFRS, in denen Abschnitt 5 der Konsolidierung von Zweckgesellschaften nach SIC-12 gewidmet ist.¹⁷⁸

Übereinstimmend mit dem Rahmenkonzept (framework) der IFRS ist nach SIC-12 nicht die rechtliche Struktur, sondern der wirtschaftliche Gehalt einer Beziehung zwischen zwei Unternehmen maßgeblich für die Konsolidierungsfrage

174 Vgl. Lotz (2005b), S. 29.

175 IAS 27.4.

176 Demnach wird eine Beherrschung dann angenommen, wenn das Mutterunternehmen, entweder direkt oder indirekt über Tochterunternehmen, über mehr als die Hälfte der Stimmrechte eines Unternehmens verfügt – es sei denn, es lässt sich nachweisen, dass ein derartiger Besitz keine Beherrschung begründet. Eine Beherrschung liegt ebenfalls vor, wenn das Mutterunternehmen die Hälfte oder weniger als die Hälfte der Stimmrechte an einem Unternehmen hält, sofern Folgendes erfüllt ist: (a) die Möglichkeit, über mehr als die Hälfte der Stimmrechte kraft einer mit anderen Anteilseignern abgeschlossenen Vereinbarung zu verfügen; (b) die Möglichkeit, die Finanz- und Geschäftspolitik eines Unternehmens gemäß einer Satzung oder einer Vereinbarung zu bestimmen; (c) die Möglichkeit, die Mehrheit der Mitglieder der Geschäftsführungs- und/oder Aufsichtsorgane zu ernennen oder abzuberufen, wobei die Verfügungsgewalt über das andere Unternehmen bei diesen Organen liegt; oder (d) die Möglichkeit, die Mehrheit der Stimmen bei Sitzungen der Geschäftsführungs- und/oder Aufsichtsorgane oder eines gleichwertigen Leitungsgremiums zu bestimmen, wobei die Verfügungsgewalt über das andere Unternehmen bei diesen Organen liegt.

177 Vgl. Lotz (2005b), S. 30; Pellens et al. (2006), S. 139; Schäfer/Kuhnle (2006), S. 63.

178 Vgl. Institut der Wirtschaftsprüfer (2005), S. 1409 – 1413.

(substance over form). In SIC-12.10 werden ergänzend zu IAS 27.13 Beispiele genannt, in denen eine **Beherrschung** vorliegt. Demnach wäre die Zweckgesellschaft zu konsolidieren, wenn bei wirtschaftlicher Betrachtung

- die Geschäftstätigkeit der Zweckgesellschaft zu Gunsten des Unternehmens entsprechend seiner besonderen Geschäftsbedürfnisse geführt wird, sodass das Unternehmen Nutzen aus der Geschäftstätigkeit der Zweckgesellschaft zieht;
- das Unternehmen über die Entscheidungsmacht verfügt, die Mehrheit des Nutzens aus der Geschäftstätigkeit der Zweckgesellschaft zu ziehen, oder das Unternehmen durch die Einrichtung eines »Autopilot«-Mechanismus¹⁷⁹ diese Entscheidungsmacht delegiert hat;
- das Unternehmen über das Recht verfügt, den größten Teil des Nutzens aus der Zweckgesellschaft zu ziehen, und deshalb unter Umständen Risiken ausgesetzt ist, die mit der Geschäftstätigkeit der Zweckgesellschaft verbunden sind; oder
- das Unternehmen die Mehrheit der mit der Zweckgesellschaft verbundenen Residual- oder Eigentumsrisiken oder Vermögenswerte behält, um Nutzen aus ihrer Geschäftstätigkeit zu ziehen.

Bereits die Erfüllung eines der genannten Kriterien kann zu einer Konsolidierungspflicht führen, ebenso wie ähnliche Indikatoren, auch wenn diese nicht explizit genannt sind. Entscheidend für die Beurteilung der Kriterien ist die Frage, ob einer Partei die absolute Mehrheit aller **Chancen und Risiken** zugeordnet werden kann.¹⁸⁰

Im Gegensatz zum deutschen Handelsrecht sind die Zweckgesellschaften heutiger ABS-Strukturen nach den Regeln der IAS 27 i.V.m. den SIC-12 mehrheitlich vom Originator bzw. Sponsor zu konsolidieren, etwa aufgrund der Übernahme der Erstverlustposition oder anderer Sicherungstechniken.

Das International Accounting Standards Board (IASB) überarbeitet seit 2003 im Rahmen des Projekts »Consolidation (including Special Purpose Entities)« die bestehenden Regeln. Das Projekt hat das Ziel, einen einheitlichen Standard zu publizieren, der IAS 27 und SIC-12 ablöst und eine einheitliche Definition des Beherrschungskriteriums für alle Arten von Gesellschaften enthält. Ein entspre-

179 Damit ist gemeint, dass Zweckgesellschaften häufig mit rechtlichen Vereinbarungen gegründet werden, die der Entscheidungsmacht ihres Vorstands, Treuhänders oder Managements strenge und manchmal dauerhafte Schranken auferlegen. Vgl. SIC-12.1.

180 Vgl. Lotz (2005b), S. 32; Schäfer/Kuhnle (2006), S. 65.

chender Entwurf (exposure draft) liegt noch nicht vor, allerdings ist die Veröffentlichung eines Diskussionspapiers bis Ende 2007 vorgesehen.

4.2.2 Bilanzabgang der zu verbriefenden Vermögenswerte

Ist die im vorhergehenden Abschnitt diskutierte Konsolidierungsfrage beantwortet, kann der Bilanzabgang näher untersucht werden. Einzelheiten dazu finden sich auch in Abschnitt 4 des IDW-Rundschreibens IDW RS HFA 9, indem der Abgang von finanziellen Vermögenswerten nach IFRS erläutert und konkretisiert wird.¹⁸¹

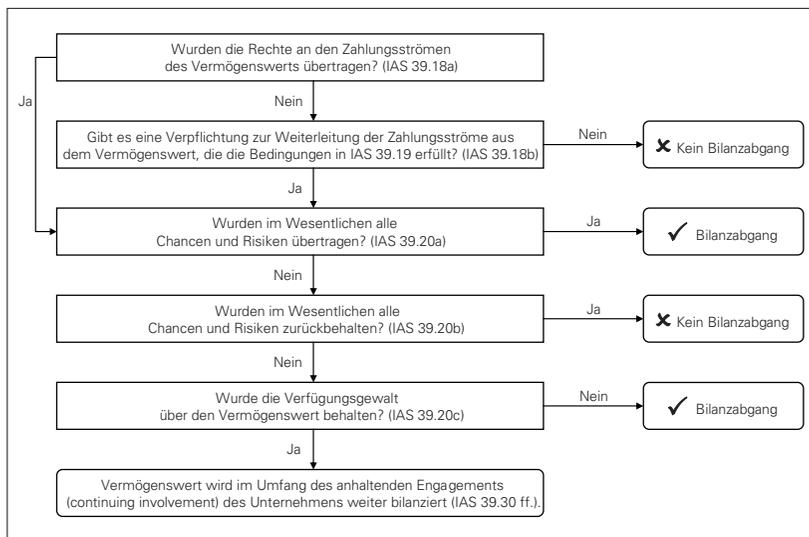
Nach IFRS ist es möglich, dass nur ein bestimmter Teil eines finanziellen Vermögenswerts ausgebucht wird und der Rest beim Bilanzierenden verbleibt. Daher ist nach IAS 39.16 zunächst zu klären, ob die Abgangsregeln auf die Gesamtheit oder nur auf einen Teil des Vermögenswerts angewendet werden können.¹⁸² Letzteres ist nur möglich, wenn der Teil entweder genau spezifizierte Zahlungsströme (z.B. nur die Zins-, aber keine Tilgungszahlungen) oder einen proportionalen Anteil der Zahlungsströme (z.B. 90% aller eingehenden Zahlungen) umfasst oder eine Kombination aus beiden Alternativen darstellt. Andernfalls beziehen sich die Abgangsregeln auf den gesamten Vermögenswert.

Die Vorschriften zur Übertragung eines finanziellen Vermögenswerts finden sich in IAS 39.18 – 20 und lassen sich anhand des in Abbildung 22 dargestellten **Entscheidungsbaums** zusammenfassen.

181 Vgl. Institut der Wirtschaftsprüfer (2007), S. 346 – 368.

182 Vgl. hier und im Folgenden Lotz (2005b), S. 32 – 37.

Abbildung 22: Entscheidungsbaum zum Bilanzabgang finanzieller Vermögenswerte nach IAS 39¹⁸³



Im Gegensatz zum deutschen Handelsrecht ist der zivilrechtliche Verkauf nach IFRS keine notwendige Bedingung für den Bilanzabgang.¹⁸⁴ Nach IAS 39.18 wird ein Vermögenswert übertragen, wenn entweder (a) die vertraglichen Rechte an dessen Zahlungsströmen übertragen werden, oder (b) diese Rechte einbehalten werden, aber gleichzeitig eine Verpflichtung eingegangen wird, die eingehenden Zahlungen an einen oder mehrere Empfänger weiterzuleiten und diese Verpflichtung die Anforderungen in IAS 39.19 erfüllt. Zu diesen Anforderungen gehört, dass allein die eingehenden Zahlungen weitergeleitet werden müssen, die Vermögenswerte nicht anderweitig verkauft oder verpfändet werden dürfen und die Zahlungen »ohne wesentliche Verzögerung« durchzuleiten sind.¹⁸⁵

183 Quelle: In Anlehnung an das Prüfschema in IAS 39.AG36. Vgl. auch Kothari (2006), S. 813; Institut der Wirtschaftsprüfer (2007), Tz. 114.

184 Vgl. Kothari (2006), S. 809.

185 Vgl. zu Einzelheiten Lotz (2005b), S. 34; Institut der Wirtschaftsprüfer (2007), Tz. 121 – 125.

Während Fall (a) sich etwa auf die Abtretung von Krediten ohne die Übernahme des Servicings bezieht, greift Fall (b), wenn Kredite abgetreten werden, das Servicing aber beim verkaufenden Unternehmen verbleibt.¹⁸⁶

Im nächsten Schritt ist zu prüfen, ob im Wesentlichen alle **Chancen und Risiken** (risks and rewards) aus den Vermögenswerten übertragen wurden (IAS 39.20). Nur wenn das eindeutig der Fall ist, darf der Vermögenswert die Bilanz des Verkäufers verlassen. Gemäß IAS 39.21 f. darf der Veräußerer dafür nach der Übertragung keinen signifikanten Schwankungen der künftigen Zahlungsströme mehr ausgesetzt sein, wobei die Analyse barwertig zu erfolgen hat und die möglichen Zahlungen mit ihren Eintrittswahrscheinlichkeiten zu gewichten sind.¹⁸⁷

Bei den heute marktüblichen ABS-Transaktionen ist die Übertragung aller wesentlichen Chancen und Risiken jedoch sehr selten. Sie ließe sich dadurch erreichen, dass alle Sicherungstechniken von Drittparteien gestellt werden. Im Unterschied zu den handelsrechtlichen Regeln bzw. deren Auslegung nach IDW RS HFA 8 kann aus IAS 39 nicht abgeleitet werden, dass ein Risikozuschlag zum Erwartungswert der Forderungsausfälle für Unsicherheiten der zukünftigen Entwicklung zulässig wäre. Stattdessen müssen sich die vom Originator gestellten Sicherungstechniken auf einen Betrag unterhalb des erwarteten Verlusts beschränken, damit nicht alle wesentlichen Chancen und Risiken zurückbehalten werden.¹⁸⁸

Hat der Originator weder alle wesentlichen Chancen und Risiken einbehalten noch übertragen, stellt sich die Frage, ob er noch die **Verfügungsgewalt** (control) über die Vermögenswerte besitzt.¹⁸⁹ Das wäre nur dann zu verneinen und würde zu einem Bilanzabgang führen, wenn der Käufer die Vermögenswerte frei und ohne Beschränkungen an Dritte weiterveräußern könnte. Aufgrund der eingeschränkten Geschäftstätigkeit der Zweckgesellschaft und des regelmäßigen vom Veräußerer

186 Vgl. Lotz (2005b), S. 34. Zudem können im Rahmen einer Unterbeteiligung (subparticipation) die wirtschaftlichen Chancen und Risiken aus einem Kredit gegen Zahlung eines Kaufpreises auf den Käufer übertragen werden, indem Käufer und Verkäufer darüber einen gesonderten Vertrag abschließen. Auch in diesem Fall, bei dem ebenfalls der Verkäufer das Servicing übernimmt, wäre Fall (b) relevant. Vgl. auch Kothari (2006), S. 811.

187 Vgl. Lotz (2005b), S. 35 und mit konkreten Zahlenbeispielen Institut der Wirtschaftsprüfer (2007), Tz. 126 – 134.

188 Vgl. Lotz (2005b), S. 36. Bei der Beurteilung sind alle Risiken einzubeziehen, also neben dem Bonitätsrisiko auch etwaige Zins- und Währungsrisiken oder Risiken einer vorzeitigen Rückzahlung (prepayment).

189 Vgl. auch Institut der Wirtschaftsprüfer (2007), Tz. 135 – 150.

übernommenen Servicings dürfte ein erneuter Verkauf nicht ohne weiteres möglich sein – die Verfügungsgewalt bleibt also beim Veräußerer.

In diesem Fall hat dieser den sog. Continuing-Involvement-Ansatz anzuwenden und die Vermögenswerte in dem Maße weiterhin zu bilanzieren, in dem er noch aus ihnen resultierenden Wertänderungen ausgesetzt ist, z.B. durch Ausfallgarantien oder variable Kaufpreisabschlüsse.¹⁹⁰

Zusammenfassend ist also festzuhalten, dass die strengen Konsolidierungs- und Abgangsregeln der IFRS überwiegend dazu führen, dass die Verbriefungstransaktion als besicherte Finanzierungsmaßnahme zu bilanzieren ist und nicht zu einem Bilanzabgang der Kredite führt. Zudem sind die Zweckgesellschaften in der Regel bei Term-Transaktionen in den Konzernabschluss des Originators und bei ABCP-Programmen in den des Sponsors einzubeziehen.

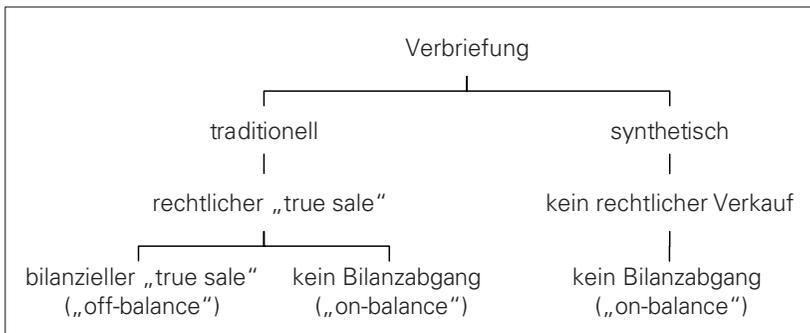
Dies führt dazu, dass das Kriterium »**Bilanzabgang**« zur Unterscheidung traditioneller und synthetischer Transaktionen heute nicht mehr ausreichend ist. Bei synthetischen Verbriefungen werden wie beschrieben lediglich die mit den Krediten verbundenen Risiken übertragen – die Kredite selbst bleiben in der Bilanz des Originators.¹⁹¹ Charakteristisch für traditionelle Verbriefungen ist dagegen, dass die Vermögenswerte an die Zweckgesellschaft verkauft werden – man spricht hier vom sog. echten Verkauf (true sale). Wie erläutert, werden die Anforderungen für einen Bilanzabgang nach HGB von den momentan marktüblichen Transaktionen weitgehend erfüllt.¹⁹² Nach IFRS verbleiben dagegen *rechtlich* verkaufte Vermögenswerte in der Bilanz des Verkäufers, weil dieser noch als *wirtschaftlicher* Eigentümer derselben angesehen wird. Die häufig anzutreffende Abgrenzung von traditionellen (oder auch True-Sale-) Verbriefungstransaktionen als »off-balance« im Gegensatz zu synthetischen Transaktionen, die immer »on-balance« sind, ist somit irreführend und kann zu Missverständnissen führen. Abbildung 23 verdeutlicht abschließend den Unterschied zwischen rechtlichem und bilanziellen »true sale«.

190 Vgl. Lotz (2005b), S. 36; Institut der Wirtschaftsprüfer (2007), Tz. 141.

191 Daher wird an dieser Stelle auch nicht näher auf damit verbundene Bilanzierungsfragen eingegangen. Zur Bilanzierung von Kreditderivaten nach HGB und IFRS vgl. Auerbach/Fischer (2005) und Auerbach/Klotzbach (2005).

192 Das gilt gleichermaßen auch für die US-amerikanischen Generally Accepted Accounting Principles (US-GAAP). Vgl. zu diesen Vorschriften ausführlich Czerosky/Lotz (2005); Rosenblatt et al. (2005) und Kothari (2006), S. 761 – 853.

Abbildung 23: Rechtlicher vs. bilanzieller »true sale«



5 Chancen und Risiken des Finanzinstruments

Nachdem in den bisherigen Kapiteln dieser Handlungshilfe das Finanzinstrument Verbriefung erläutert, seine Marktentwicklung in Deutschland skizziert und seine bilanzielle Behandlung beschrieben wurde, stellt sich spätestens an dieser Stelle die Frage nach dem »Warum?«. Was sind die Gründe dafür, dass immer mehr Banken und Industrieunternehmen Vermögenswerte verbrieften und die Märkte entsprechend hohe Wachstumsraten verzeichnen? Welche Chancen sind mit dem Finanzinstrument verbunden, und wie können sich die vom Originator zu tragenden Risiken auswirken?

Die unterschiedliche Natur der Kreditverbriefung durch Banken einerseits und der Forderungsverbriefung durch Industrie- und Handelsunternehmen andererseits gebietet es auch hier, die Motive separat zu diskutieren. Als erste Anwendung der in dieser Arbeit vermittelten Grundlagen wird abschließend untersucht, wie es zu der Krise der IKB Deutsche Industriebank kommen konnte und welche Schlüsse daraus für die Verbriefung und ihre Anwendung gezogen werden sollten.

5.1 Perspektive von Kreditinstituten als Originatoren

5.1.1 Motive für die traditionelle und synthetische Kreditverbriefung

Bei der Diskussion der Motive für Verbriefungstransaktionen von Banken ist zu unterscheiden, ob es sich um sog. Arbitrage- oder Balance-Sheet-CDOs handelt.¹⁹³

Arbitrage-CDOs, bei denen der Originator die zu verbrieften Kredite zuvor von Dritten ankauft, dienen in erster Linie der Generierung von zusätzlichen Erträgen jenseits des klassischen Kreditgeschäfts. Bei diesem insbesondere in den USA verbreiteten Geschäftsmodell sammeln spezialisierte (Investment-) Banken zunächst nach bestimmten Kriterien große Portfolios von z.B. auf den Vertrieb spezialisierten Regional- und Hypothekenbanken ein und platzieren diese anschließend in verbrieft Form am Kapitalmarkt. Der Ertrag solcher Transaktionen, bei denen in der Regel alle emittierten Wertpapiere ohne Selbstbehalt veräußert werden, errechnet sich dabei aus dem Verkaufserlös der Wertpapiere

193 Vgl. Abschnitt 2.3.

abzüglich des Einkaufspreises der Kredite und den mit der Transaktion verbundenen Kosten. Angesichts des zunehmenden Handels von werthaltigen und notleidenden Krediten in Deutschland und Europa¹⁹⁴ ist jedoch zu erwarten, dass Arbitrage-CDOs auch hierzulande zukünftig an Bedeutung gewinnen werden.

Sehr vielfältig sind die Motive für **Balance-Sheet-CDOs**, d.h. Verbriefungen von durch den Originator zuvor selbst gewährten Krediten – alternativ zum Halten dieser Engagements bis zur Fälligkeit. Sie stehen im Zentrum der folgenden Ausführungen. Berücksichtigt man neben der traditionellen und synthetischen Verbriefung zusätzlich noch den direkten Verkauf von Krediten, so lassen sich allgemein die Gründe für den *Kreditrisikotransfer* diskutieren. Sie können den folgenden sechs Kernmotiven zugeordnet werden:

- (1) Entlastung des ökonomischen und regulatorischen Eigenkapitals,
- (2) Konzentration auf Kernkompetenzen innerhalb der Wertschöpfungskette und innerhalb des Kreditportfolios,
- (3) Diversifikation des Kreditportfolios,
- (4) Verbesserung des Liquiditätsmanagements,
- (5) Senkung der Finanzierungskosten sowie
- (6) Ertragsmanagement.

Den Auftakt macht dabei mit der Entlastung des Eigenkapitals das bisher in Literatur und Praxis am häufigsten genannte Motiv.

(1) Das Eigenkapital einer Bank dient als Auffangreserve für die unerwarteten Verluste aller Geschäftsbereiche des Instituts und soll die Fortsetzung der Geschäftstätigkeit der Bank auch in Krisenzeiten gewährleisten. Dabei wird zwischen ökonomischem und regulatorischem Eigenkapital unterschieden. Ökonomisches Eigenkapital umfasst alle zur Deckung eines unerwarteten Verlusts vorgehaltenen Risikodeckungspotenziale, d.h. sowohl das bilanzielle Eigenkapital als auch zum Teil nachrangiges Fremdkapital. Gleiches gilt für das regulatorische Eigenkapital, dessen Höhe nach den spezifischen Vorschriften der Bankenaufsicht berechnet wird und deswegen nicht zwangsläufig mit dem ökonomischen Eigenkapital übereinstimmen muss.

Grundsätzlich gilt, dass ein höheres Geschäftsrisiko der Bank mit einer höheren Eigenkapitalausstattung einhergehen sollte. Wie bereits ausführlich dargestellt wurde, lassen sich mit der traditionellen und synthetischen Kreditverbriefung die Risiken eines Kreditportfolios unter Inkaufnahme der damit verbundenen

194 Vgl. hierzu ausführlich Ricken (2007), S. 17 – 25.

Kosten ganz oder teilweise auf Dritte übertragen. Durch den Risikotransfer sinkt das zur Deckung der bestehenden Risiken *notwendige* ökonomische Eigenkapital. Ein Motiv für Verbriefungstransaktionen ist demzufolge die **Entlastung des ökonomischen Eigenkapitals**.¹⁹⁵ Da Verbriefungstransaktionen auch von der Bankenaufsicht als das Kreditrisiko mindernde Techniken anerkannt werden, bewirken sie bei entsprechender Ausgestaltung auch eine **Verringerung der regulatorischen Eigenkapitalanforderungen**. Banken besitzen damit eine zusätzliche Möglichkeit der Risikosteuerung und können sich Spielräume für Neugeschäft schaffen, etwa wenn das im Institut vorhandene Eigenkapital gerade den notwendigen Bedarf deckt.

Unter den bisherigen Eigenkapitalvorschriften des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht (Basel I), war die Entlastung des regulatorischen Eigenkapitals das vorherrschende Motiv für die Verbriefung von Krediten.¹⁹⁶ Dies lag besonders daran, dass aufgrund der pauschalen Regeln auch risikoarme Kredite mit vergleichsweise viel Eigenkapital unterlegt werden mussten. Aufgrund der mit dem geringen Ausfallrisiko einhergehenden Verzinsung lohnte es sich für Banken häufig nicht, diese Engagements in den Büchern zu halten – sie wurden stattdessen verbrieft und an Institute mit geringeren Kapitalkosten übertragen.

Mit der Einführung der überarbeiteten Eigenkapitalvorschriften (Basel II), die für deutsche Kreditinstitute seit Inkrafttreten der Solvabilitätsverordnung Anfang 2007 gelten, geht der regulatorische Anreiz zur Verbriefung von Krediten jedoch zurück.¹⁹⁷ Der Hauptgrund dafür ist, dass sich bereits die Eigenkapitalunterlegung eines unverbrieften Kreditportfolios deutlich stärker an den tatsächlich vorhandenen Risiken orientiert als dies unter Basel I der Fall war. Zudem wurde auch die Unterlegung von vom Originator einbehaltenen Risiken detailliert geregelt, sodass Transaktionen ohne signifikanten Risikotransfer¹⁹⁸ zukünftig richtigerweise nicht mehr zu einer Eigenkapitalentlastung führen werden. Der regulatorische Verbrieftungsanreiz sinkt insbesondere bei Krediten an kleine Unternehmen und Privathaushalte (Kategorie »retail«) sowie bei privaten Hypothekenkrediten, da

195 Vgl. auch Bund (2000), S. 204; Emse (2005), S. 74; Ricken (2007), S. 55.

196 Vgl. auch Emse (2005), S. 75; Ricken (2007), S. 57 und 189.

197 Vgl. Emse (2005), S. 303 sowie allgemein für eine Diskussion der Implikationen von Basel II auf die Verbrieftungsaktivitäten der Banken S. 305 – 310.

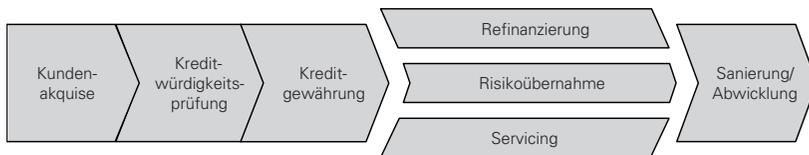
198 Ein Motiv für einzelne Banken war die Erzielung von Regulierungsarbitrage, d.h. die Reduktion des notwendigen regulatorischen Eigenkapitals, ohne dass sich an der Gesamtrisikoposition der Bank – und damit an der Höhe des notwendigen ökonomischen Eigenkapitals – etwas änderte. Vgl. ausführlich Ricken (2007), S. 59 – 62 m.w.N..

diese Portfolios bereits vor einer Verbriefung deutlich weniger Eigenkapital binden als nach Basel I. Ansteigen dürfte er dagegen bei riskanteren gewerblichen Hypotheken und auch bei leistungsgestörten Krediten, die zukünftig eine verhältnismäßig höhere Eigenkapitalunterlegung erfordern.¹⁹⁹

(2) Banken können sich darüber hinaus durch den Kreditrisikotransfer auf ihre **Kernkompetenzen** konzentrieren – sowohl innerhalb der Wertschöpfungskette als auch innerhalb des Kreditportfolios.

Lange Zeit lag die gesamte **Wertschöpfungskette** eines Kreditgeschäfts in der Hand eines einzelnen Instituts, welches alle damit verbundenen Aktivitäten selbst ausführte. Der Kreditrisikotransfer ermöglicht es jedoch, das Kreditgeschäft in seine einzelnen Aktivitäten zu zerlegen und diese auf verschiedene Institute zu verteilen (vgl. Abbildung 24).

Abbildung 24: Aufgebrochene Wertschöpfungskette des Kreditgeschäfts²⁰⁰



Eine Bank kann sich auf diejenigen Aktivitäten konzentrieren, die zu ihren Kernkompetenzen zählen und bei denen sie komparative Wettbewerbsvorteile besitzt, und die anderen Funktionen ihrerseits spezialisierten Geschäftspartnern überlassen.

Verfügt eine Bank beispielsweise aufgrund ihres ausgedehnten Filialnetzes über Wettbewerbsvorteile bei der Kundenakquise und dem Servicing der Kredite, hat sie aber gleichzeitig hohe Kapitalkosten zu tragen, so kann sie sich ganz auf ihre Kernkompetenzen konzentrieren, indem sie ausgereichte Kredite einzeln oder gebündelt an Institute oder Investoren überträgt, die – z.B. aufgrund ihres Zugangs zu internationalen Kapitalmärkten – geringere Kapitalkosten aufweisen und die Kredite damit günstiger refinanzieren können. Dabei kann die Bank, etwa im Rahmen einer traditionellen Verbriefung, weiterhin das zu ihren Stärken zählende Servicing der Kredite übernehmen, das mit einer entsprechenden Gebühr vergütet wird. Abgesehen davon lassen sich mit synthetischen Transaktionen ausschließlich

199 Vgl. Ricken (2007), S. 64 m.w.N.

200 Quelle: Ricken (2007), S. 73.

die Risiken des Kreditgeschäfts übertragen, sodass auch hier diejenigen Finanzintermediäre als Risikoträger fungieren können, die in dieser Funktion einen Wettbewerbsvorteil aufweisen.²⁰¹

Es gibt jedoch auch Argumente gegen die Verteilung der Aktivitäten eines Kreditgeschäfts auf mehrere Parteien. Für die integrierte Bereitstellung der gesamten Wertschöpfungskette spricht etwa die dabei bestehende höhere Flexibilität im Umgang mit den Kunden. Besteht der Wunsch oder die Notwendigkeit seitens des Kreditnehmers, die ursprünglich festgelegten Konditionen zu verändern, so wäre dies in Abhängigkeit von dem für den Kreditrisikotransfer verwendeten Instrument überhaupt nicht mehr oder nur mit einem höheren Aufwand möglich.²⁰² Beobachtungen in der Praxis sprechen dafür, dass sich insbesondere Geschäftskunden u. a. diese fehlende Flexibilität mit einem geringen Kreditzins vergüten lassen.

Doch nicht nur innerhalb der Wertschöpfungskette, sondern auch **innerhalb des Kreditportfolios** können sich Banken auf ihre Kernkompetenzen spezialisieren – beispielsweise auf bestimmte Marktsegmente,²⁰³ geografische Regionen²⁰⁴ oder Branchen²⁰⁵ im Firmenkundengeschäft. Je spezialisierter ein Kreditinstitut ist, desto höher ist seine marktspezifische Expertise und desto besser ist es in der Lage, kreditnehmerspezifische Informationen auf effiziente Art zu sammeln und zu verarbeiten. Beispielsweise kennen sich die Mitarbeiter spezialisierter Kreditinstitute besser aus mit der Werthaltigkeit von Kreditsicherheiten in be-

201 Eine notwendige Aktivität der Wertschöpfungskette des Kreditgeschäfts, die in der Regel jedoch nicht zum Kerngeschäft der Banken zählt, ist die Abwicklung notleidender Kredite. Sie bindet Kapital und Mitarbeiterkapazitäten, die in anderen Bereichen der Bank effizienter eingesetzt werden können. Auch hier ermöglicht es der Kreditrisikotransfer, diese Kredite an spezialisierte Dienstleister abzugeben, damit sich die Bank ganz auf ihr Kerngeschäft konzentrieren kann.

202 Auch wenn der Originator bei einer Verbriefung das Servicing übernimmt, kann er Zahlungsaufschübe, individuell ausgehandelte Tilgungspläne oder eine alternative Verwendung von Sicherheiten nicht mehr in dem Maße gewähren, wie das vor der Transaktion der Fall war – selbst wenn in den Verträgen festgehalten ist, dass der Originator vor und nach der Transaktion dieselben Maßstäbe beim Servicing anzuwenden hat. Vgl. Bär (2000), S. 340.

203 Hierzu zählen beispielsweise das Interbanken-, Staats-, Firmenkunden-, Hypotheken- oder Konsumentenkreditgeschäft. Beispielsweise verfolgen einige Konzerntöchter einen Profilierungskurs auf bestimmte Marktsegmente, wie etwa die auf Konsumentenkredite spezialisierte Santander Consumer (ehemals CC-Bank) oder die auf das Staats- und Immobilienkreditgeschäft spezialisierte Hypothekenbank in Essen der Commerzbank.

204 Räumlich spezialisiert sind beispielsweise die dem Regionalprinzip unterliegenden Mitgliedsinstitute der öffentlich-rechtlichen und genossenschaftlichen Verbände.

205 Hierzu zählen beispielsweise die Automobil-, Chemie-, Medien-, Informationstechnologie- oder Transportindustrie im Rahmen des Firmenkundengeschäfts. Beispiele sind die auf das Gesundheitswesen spezialisierte Deutsche Apotheker- und Ärztebank und die auf Schiffsfinanzierungen spezialisierte HSH Nordbank.

stimmten Regionen, mit den Wünschen und Bedürfnissen bestimmter Kundengruppen oder mit dem Geschäftsmodell einzelner Branchen. Sie können dadurch das Ertrags- und Risikopotenzial von Geschäftsbeziehungen besser einschätzen als ihre weniger informierten Konkurrenten. Doch nicht nur vor, sondern insbesondere auch während einer Kreditbeziehung ermöglicht es die marktspezifische Expertise, dass Entwicklungen, die beispielsweise die Solvenz eines Gläubigers gefährden, frühzeitig erkannt und entsprechende Gegenmaßnahmen eingeleitet werden können.²⁰⁶

Verbriefungstransaktionen können Banken somit unterstützen, sich auf ihre Kernkompetenzen innerhalb des Kreditportfolios zu konzentrieren, beispielsweise indem – etwa im Rahmen einer strategischen Neuausrichtung oder nach einer Übernahme bzw. Fusion – gezielt Darlehen an nicht (mehr) zum Kerngeschäft der Bank gehörende Kreditnehmer veräußert werden.

(3) Der Nachteil einer solchen Spezialisierungsstrategie ist jedoch, dass diese ohne weitere Maßnahmen zu einer hohen **Risikokonzentration** innerhalb des Kreditportfolios führen würde. Klumpenrisiken entstehen etwa dadurch, dass viele Kreditnehmer aus derselben Region stammen oder in derselben Branche tätig sind und dadurch in gleichem Maße von geändertem Nachfrageverhalten oder Veränderungen in der Wirtschaftsstruktur betroffen sind. Mit einem hohen Portfoliorisiko geht auch ein entsprechend hoher Eigenkapitalbedarf einher. Das erhöhte Risiko gleichartiger Geschäfte müsste somit auch im Kreditzins für das Neugeschäft berücksichtigt werden, wodurch die Wettbewerbsvorteile einer Spezialisierungsstrategie konterkariert würden.

Doch auch hier können Banken mittels Verbriefung die Zusammensetzung und den Risikogehalt des Kreditportfolios zu Diversifikationszwecken aktiv steuern und damit mögliche Klumpenrisiken beseitigen. Die **Diversifikation des Kreditportfolios** zur Entlastung des ökonomischen Eigenkapitals stellt daher ein weiteres Motiv für den Kreditrisikotransfer dar.²⁰⁷

Der Transfer von Kreditrisiken unterstützt die Banken jedoch nicht nur in ihrer Strategie, sich entweder zu spezialisieren oder ihr Kreditportfolio zu diversifizieren, sondern auch darin, sich auf bestimmte Märkte zu konzentrieren und *gleichzeitig* ein diversifiziertes Kreditportfolio zu halten.²⁰⁸ Der bestehende Zielkonflikt zwischen Spezialisierung und Diversifikation wird mit der Möglichkeit

206 Vgl. Gann/Hofmann (2005), S. 474.

207 Vgl. Emse (2005), S. 74; Ricken (2007), S. 88 m.w.N.

208 Vgl. Ricken (2007), S. 88 m.w.N.

einer »nachgelagerten Portfoliodiversifikation«²⁰⁹ aufgelöst. Somit können Banken auch Teile derjenigen Kredite veräußern, die in ihr Kerngeschäftsfeld fallen, übernehmen aber weiterhin das Servicing und bleiben an einem geringen Teil des Ausfallrisikos, in der Regel am erwarteten Verlust, beteiligt. Gleichzeitig können sie ein diversifiziertes Kreditportfolio halten, indem sie Risikokonzentrationen transferieren und ggf. selbst in Risiken anderer Institute investieren.

(4) Werden im Rahmen des Kreditrisikotransfers nicht nur die Kreditrisiken übertragen, sondern die Kredite an sich verkauft, so handelt es sich bei der Transaktion um einen Aktivtausch zwischen Krediten und Barmitteln. Ein häufig genanntes Motiv für die Durchführung derartiger Transaktionen seitens der Bank ist daher die **Verbesserung des Liquiditätsmanagements**. Hierzu zählt zunächst ganz elementar die **Zuführung von Liquidität** (funding).²¹⁰ Insbesondere die traditionelle Verbriefung von Krediten ist für eine Bank also eine alternative Finanzierungsform.²¹¹

Darüber hinaus führt die Veräußerung von Krediten zu einer **Diversifikation der Finanzierungsquellen**. Es handelt sich für die Banken um ein zusätzliches Finanzierungsinstrument, da für die Entscheidung über die Vergabe der Mittel seitens der Investoren überwiegend andere Kriterien angewendet werden als bei einer Entscheidung über traditionelle Finanzierungsformen.²¹² Ausschlaggebend sind weniger die Geschäftsaussichten, das Risiko und die Qualität des Managements der transferierenden Bank (institutional risk), sondern vielmehr die Qualität der veräußerten Vermögenswerte (asset risk) sowie die Struktur der Transaktion. Diese Kriterien lassen sich von der Bank, im Gegensatz zu denen einer traditionellen Kapitalbeschaffung, in der Regel auch kurzfristig beeinflussen.²¹³

Speziell mit der Verbriefung von Krediten können zudem Investoren angesprochen werden, die zuvor nicht als Kapitalgeber einer Bank in Frage kamen. Neben einer Diversifikation der Finanzierungsquellen kommt es damit auch zu einer **Verbreiterung der Investorenbasis**.²¹⁴ Durch die Strukturierung der Transaktion in Bezug auf Laufzeit und Risiko der Wertpapiere bzw. der Tranchen sowie durch die Einschaltung einer Zweckgesellschaft lassen sich auf die Bedürfnisse

209 Gann/Hofmann (2005), S. 476.

210 Vgl. Emse (2005), S. 76; Ricken (2007), S. 92 m.w.N.

211 Auch bei synthetischen Transaktionen kann unter Umständen eine Finanzierungswirkung für den Originator entstehen, vgl. dazu Fn. 32 auf S. 30.

212 Vgl. exemplarisch Bund (2000), S. 187.

213 Vgl. Bär (2000), S. 295.

214 Vgl. Ricken (2007), S. 93 m.w.N.

der Investoren maßgeschneiderte Wertpapiere erzeugen. Damit kommen für eine verbrieftende Bank auf indirektem Weg auch Kapitalgeber in Frage, die in direkter Form nicht als solche hätten auftreten können. Dazu zählen einerseits Versicherungsgesellschaften und Pensionsfonds, die überwiegend nur in Wertpapiere investieren, die mit einem erstklassigen externen Rating versehen sind. Andererseits zählen dazu auch an bestimmten Marktsegmenten, z.B. Hypothekenkrediten, Kreditkartenforderungen oder Mittelstandskrediten, interessierte Investoren, die keinen direkten Zugang zu diesen Segmenten mit zum Teil hohem Diversifikationspotenzial besitzen.²¹⁵

Aktiv- und passivseitige Geschäfte einer Bank verursachen nicht nur für sich genommen, sondern auch in ihrem strukturellen Zusammenwirken Risiken, die es zu erkennen und zu steuern gilt. Dem Bilanzstrukturmanagement kommt daher im Rahmen der Gesamtbanksteuerung eine hohe Bedeutung zu. Untrennbar damit zusammen hängt auch die **Steuerung des Liquiditätsrisikos**, d.h. der Gefahr, dass die Bank nicht alle fälligen Zahlungsansprüche fristgerecht bedienen kann, weil der tatsächliche den geplanten Zahlungsmittelbedarf übersteigt.

Der durch die Veräußerung von Krediten bewirkte Aktivtausch von zunächst illiquiden Vermögenswerten in liquide Mittel ermöglicht es einer Bank mindestens langfristig, mit diesem Instrument die Bilanzstruktur und damit auch die Liquiditätsrisiken aktiv zu steuern.²¹⁶ Inwieweit die Verbrieftung auch kurzfristig zur Steuerung von Liquiditätsrisiken eingesetzt werden kann, hängt im konkreten Fall von dem Zeitraum ab, in dem geeignete Vermögenswerte liquidiert werden können. Die Planung und Durchführung der erstmaligen Verbrieftungstransaktion einer Bank kann aufgrund des notwendigen Vorlaufs bis zu zwei Jahre in Anspruch nehmen.²¹⁷ Ist das Instrument jedoch einmal in einer Bank etabliert, so lassen sich Folgetransaktionen in einem deutlich kürzeren Zeitfenster realisieren.²¹⁸

(5) Die traditionelle Kreditverbrieftung kann unter gewissen Voraussetzungen auch eine günstige Finanzierungsform darstellen, mit der sich die Finanzierungskosten des Originators senken lassen.

215 Vgl. Ricken (2007), S. 94 m.w.N. Der Vorteil, mittels Verbrieftung neue Investorenkreise zu erschließen, besteht insbesondere für kleinere Institute, wie etwa Regionalbanken, Sparkassen und Genossenschaftsbanken, die häufig keine unmittelbare Anbindung an internationale Kapitalmärkte haben. Für sie besteht z.B. die Möglichkeit, im Verbund ein ausreichendes Kreditvolumen zusammenzustellen und dieses in einer gemeinsamen Transaktion zu verbrieften.

216 Vgl. Bund (2000), S. 193; Ricken (2007), S. 95 m.w.N.

217 Bund (2000) ist daher der Auffassung, dass das Liquiditätsmanagement lediglich einen gewünschten Nebeneffekt einer Transaktion darstellt (vgl. S. 199).

218 Vgl. Bär (2000), S. 163; Kothari (2006), S. 202.

Auf den Kapitalmärkten besteht ein stabiler positiver Zusammenhang zwischen dem Bonitätsrisiko eines Wertpapiers und dessen Verzinsung. Der objektgestützte Charakter der Finanzierung mittels Kreditverbriefung ermöglicht es einer Bank, den Renditeunterschied zwischen riskanten und weniger riskanten Wertpapieren auszunutzen und damit ihre **Fremdfinanzierungskosten** zu senken (Kreditrisikoarbitrage).²¹⁹ Eine notwendige Bedingung dafür ist, dass das durchschnittliche Rating der emittierten Wertpapiere über dem Rating der verbriefenden Bank liegt. Dies könnte

- an der besseren Transparenz der ABS-Wertpapiere liegen, deren Risiken sich im Gegensatz zu denen der Gesamtbank deutlich einfacher einschätzen lassen,
- an einer höheren Diversifikation des verbrieften Portfolios liegen, sodass dessen Risiko unter dem Risiko des weniger diversifizierten verbleibenden Portfolios der Bank liegt sowie
- an den Sicherungstechniken liegen, da etwa durch die Tranchierung und Nachordnung die vorrangige und vom Volumen her größte Tranche meist ein erstklassiges AAA-Rating erhält.²²⁰

Weisen die emittierten ABS im Durchschnitt tatsächlich eine bessere Bonität auf als das verbriefende Institut, so kann die Bank hierdurch Einsparungen beim Zinsaufwand erzielen.²²¹

Gegenläufig wirkt jedoch die Tatsache, dass in der Vergangenheit ABS-Emissionen mit einem Renditeaufschlag gegenüber traditionellen Anleihen derselben Bonitätsstufe und Laufzeit versehen wurden, der aus der Komplexität der Transaktion, der geringeren Liquidität und der unter Basel I vergleichsweise hohen Eigenkapitalunterlegungspflicht der ABS-Wertpapiere resultierte.²²² Zu berücksichtigen sind außerdem die einmaligen und die laufenden Kosten, die mit der Durchführung einer Verbriefung einhergehen.²²³

Ob aus den gegenläufigen Einflussgrößen – Finanzierungsvorteilen durch Kreditrisikoarbitrage auf der einen sowie Renditeaufschlag wegen Produktspezifika

219 Vgl. Bär (2000), S. 316; Bund (2000), S. 163.

220 Vgl. Bund (2000), S. 163.

221 Aus theoretischer Perspektive, d.h. unter der Annahme eines vollkommenen und vollständigen Kapitalmarkts, kann eine Verbriefung dagegen nicht zu Vorteilen bei den Finanzierungskosten führen. Zu einer ausführlichen Untersuchung des Arguments vgl. Ricken (2007), S. 104 – 118.

222 Vgl. Bund (2000), S. 165; Emse (2005), S. 82. Zwar ging der Renditeaufschlag in der Vergangenheit kontinuierlich zurück, als Folge der Verwerfungen am Markt im Zuge der US-Hypothekenkrise wird er aber in Zukunft wieder eine größere Rolle spielen.

223 Vgl. dazu auch Abbildung 2 in Abschnitt 2.1.1.

und Transaktionskosten auf der anderen Seite – insgesamt tatsächlich geringere Fremdkapitalkosten resultieren, ist vom Einzelfall abhängig. Da tendenziell eher Institute mit vergleichsweise schlechter Bonität von der Kreditrisikoarbitrage profitieren können, spielt das Argument für deutsche Banken – die überwiegend Ratingnoten im Bereich A und besser aufweisen – nur eine untergeordnete Rolle.²²⁴

Um zu beurteilen, ob die Kreditverbriefung zu sinkenden Kapitalkosten führt, reicht es jedoch nicht aus, lediglich die Veränderung der Fremdkapitalkosten zu betrachten. Sowohl aus ökonomischen wie auch aus regulatorischen Gesichtspunkten heraus sind bilanzwirksam finanzierte Kredite mit einem bestimmten Anteil an Eigenkapital zu unterlegen. Ein Vergleich der herkömmlichen Finanzierung mit derjenigen mittels traditioneller Kreditverbriefung muss daher auch die für diesen Eigenkapitalanteil erforderlichen Kapitalkosten, die sog. **kalkulatorischen Eigenkapitalkosten**, berücksichtigen.²²⁵ Ausschlaggebend für den Einspareffekt ist die Tatsache, dass die verbrieften Kredite die Bilanz der Bank verlassen und dadurch nicht mehr mit haftendem (ökonomischen) Eigenkapital unterlegt werden müssen, dessen Kosten annahmegemäß deutlich höher sind als die für das Fremdkapital. Die die Kredite erwerbende Zweckgesellschaft ist dagegen, wie in Abschnitt 2.1.1 beschrieben, fast vollständig mit Fremdkapital finanziert. Zu berücksichtigen ist jedoch, dass möglicherweise vom Originator einbehaltene nachrangige Tranchen (Selbstbehalt) oder sonstige von ihm bereitgestellte Sicherungsmaßnahmen weiterhin mit ökonomischem Eigenkapital zu unterlegen sind.

Ob sich durch eine Verbriefungstransaktion tatsächlich Einsparungen erzielen lassen, hängt also von der Höhe der angesetzten kalkulatorischen Eigenkapitalkosten, dem Ausmaß der vom Originator übernommenen Sicherungsleistungen und auch von der Verwendung der bei einer Transaktion generierten Liquidität ab.²²⁶

(6) Entspricht der bei einer bilanzwirksam strukturierten Verbriefung erzielte Verkaufserlös exakt dem Buchwert der Kredite abzüglich zuvor gebildeter Wertberichtigungen, so bleibt die Transaktion in der betrachteten Periode ergebnisneutral.²²⁷ In der Regel weichen die Werte jedoch voneinander ab und die Bank

224 So argumentiert auch Bund (2000), vgl. S. 172 – 180. Damit sich eine Kreditrisikoarbitrage lohnt, wäre ein Rating von etwa BBB bzw. B1 und schlechter erforderlich. Vgl. Bund (2000), S. 172; Bär (2000), S. 318 und 320.

225 Vgl. Bär (2000), S. 323; Bund (2000), S. 167 m.w.N. sowie Emse (2005), S. 77. Zahlenbeispiele zur Einsparung kalkulatorischer Eigenkapitalkosten finden sich für Industrieunternehmen bei Paul (1994), S. 244 – 247 und für Banken, bei denen der Effekt aufgrund der in der Regel niedrigeren Eigenkapitalquote geringer ausfällt, bei Emse (2005), S. 330.

226 Vgl. Bär (2000), S. 328 und 333 und die Ausführungen im folgenden Abschnitt 5.1.2.

227 Vgl. Paul (1994), S. 270; Emse (2005), S. 79.

realisiert einen entsprechenden Veräußerungsgewinn oder -verlust. Beispielsweise entsteht ein Ertrag, wenn der Kaufpreis über dem Buchwert liegt, weil durch den barwertigen Verkauf der Kredite die Erträge aus der Differenz zwischen erhaltenen und an die ABS-Investoren gezahlten Zinsen (excess spread) auf den Veräußerungszeitpunkt vorverlagert werden.²²⁸ Des Weiteren können Erträge entstehen, wenn zuvor vorgenommene Wertberichtigungen der transferierten Kredite zum Transaktionszeitpunkt aufgelöst werden. Aufwand entsteht dagegen, wenn der Kaufpreis unter dem Buchwert liegt und entsprechende Abschreibungen vorgenommen werden müssen.

Verbriefungstransaktionen eröffnen den Banken somit »einen Spielraum zur Glättung des Jahres- (bzw. Zwischen-)Gewinns«²²⁹, beispielsweise durch die in ihrem freien Ermessen liegende Bestimmung des Zeitpunkts und des Volumens einer Transaktion, die Auswahl der zu verbiefenden Kredite und Ermessensspielräume bei der Bewertung einer möglicherweise einbehaltenen Erstverlustposition.²³⁰

Ergebnisbeeinflussende Verbriefungstransaktionen werden jedoch in der Praxis kritisch beurteilt. Aktienanalysten beklagen sich darüber, dass zukünftige Gewinne zum Transaktionszeitpunkt vereinnahmt werden, obwohl die Bank häufig noch damit verbundene Risiken trägt, beispielsweise durch den Einbehalt der Erstverlustposition. Auch betrachten Rating-Agenturen Verbriefungen eher als besicherte Finanzierung und weniger als tatsächlichen Verkauf von Vermögenswerten und rechnen den ausgewiesenen Bilanzabgang zurück.²³¹ Zwar konnten für US-amerikanische Banken Belege gefunden werden, dass Verbriefungstransaktionen tatsächlich auch zur **Steuerung der Erträge** eingesetzt werden, für europäische Banken gab es dafür bisher jedoch keine Anzeichen.²³²

Die in diesem Abschnitt genannten Motive zeigen, wie vielfältig das Instrument Verbriefung eingesetzt werden kann. Selten ist ein Motiv allein ausschlaggebend für eine Transaktion, in der Regel verfolgen Banken eine Kombination aus verschiedenen Effekten. In Abhängigkeit von der Zielsetzung werden auch die

228 Vgl. Bund (2000), S. 191; Emse (2005), S. 79.

229 Paul (1994), S. 272.

230 Vgl. dazu ausführlich Ricken (2007), S. 125. Inwieweit eine Bank tatsächlich eine der Möglichkeiten nutzen kann, hängt dabei auch von den anzuwendenden Rechnungslegungsvorschriften ab.

231 Vgl. Rosenblatt et al. (2005), S. 29.

232 Vgl. Ricken (2007), S. 155 und 179. Allerdings stehen Banken mit rein bilanziellen Maßnahmen, etwa der Bildung und Auflösung von Wertberichtigungen, einfachere Möglichkeiten offen, diskretionär Einfluss auf das Jahresergebnis zu nehmen.

Art der Transaktion und deren konkrete Ausgestaltung ausgewählt. Während sich synthetische Transaktionen vor allem zur Entlastung des Eigenkapitals und zur Diversifikation des Kreditportfolios eignen, können traditionelle Transaktionen aus allen genannten Motiven heraus durchgeführt werden.

5.1.2 Risiken für die Bank als Originator

In Abschnitt 2.2 wurde bereits auf die im Rahmen einer Verbriefung auftretenden Risiken und deren potenzielle Träger eingegangen. Wie sich eine Transaktion konkret auf das Gesamtrisiko des Originators auswirkt, hängt jedoch in besonderem Maße von der Verwendung der zugeflossenen Liquidität ab.²³³ Die folgenden Ausführungen konzentrieren sich auf traditionelle Transaktionen, lassen sich allerdings problemlos auch auf synthetische übertragen.²³⁴ Sie orientieren sich an einer anschaulichen Darstellung der Rating-Agentur Moody's.²³⁵

Mit der bei einer Verbriefungstransaktion üblichen Tranchierung der Wertpapiere kommt es zu einer Umverteilung des Ausfallrisikos der verbrieften Kredite. Da die emittierten Wertpapiere einander nachgeordnet sind, werden auftretende Verluste solange von den Investoren der untersten Tranche (Erstverlustposition) getragen, bis die Ausfälle den Umfang dieser Tranche übersteigen.²³⁶ Erst dann sind auch die Investoren der nächsthöheren Tranche betroffen etc. In der Realität umfasst die Erstverlustposition häufig den für ein Kreditportfolio erwarteten Verlust und erst deutlich darüber hinausgehende Ausfälle werden durch die höherrangigen Tranchen abgesichert.²³⁷

Die Auswirkungen bestimmter Verbriefungsstrategien einer Bank auf die Zusammensetzung der Aktivseite ihrer Bilanz lassen sich in verschiedene Szenarien

233 Vgl. bereits Paul (1994), S. 261; Franke/Krahen (2006), S. 604. Eine bewusste Verbriefung qualitativ hoch- oder geringwertiger Kredite ist dagegen nicht ohne weiteres möglich, da deren Auswahl innerhalb des vertraglich vereinbarten Rahmens nach dem Zufallsprinzip erfolgen muss. Vgl. Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen (1997), Abs. 2.

234 Bei synthetischen Transaktionen hängt die Entwicklung der Risikoposition davon ab, wie die mit der Verbriefung geschaffenen Spielräume in Bezug auf das ökonomische und regulatorische Eigenkapital genutzt werden.

235 Vgl. Moody's Investors Service (1995).

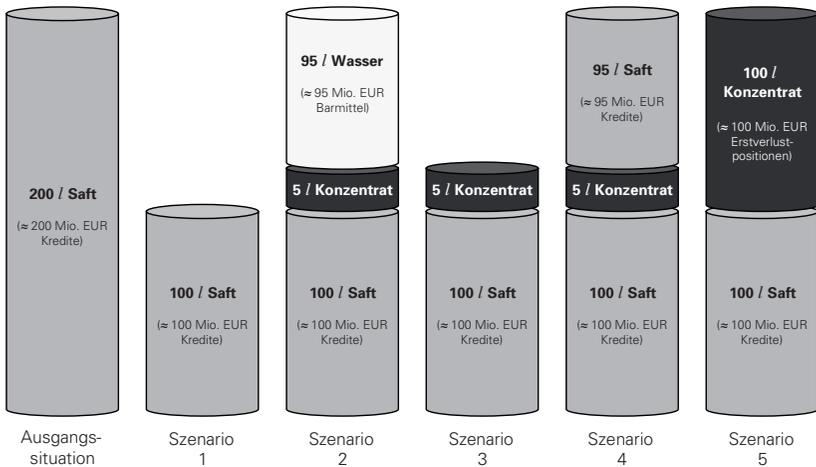
236 Vgl. Abschnitt 2.2.1.

237 Angenommen, ein Kreditportfolio über 1 Mrd. Euro wurde verbrieft und die Wertpapiere in zwei Tranchen emittiert, davon eine Erstverlustposition in Höhe von 50 Mio. Euro und eine vorrangige Tranche über 950 Mio. Euro. Der erwartete Verlust des Portfolios betrage 25 Mio. Euro und der Value-at-Risk, d.h. der maximale Verlust, der mit einer bestimmten Wahrscheinlichkeit (z.B. 95%) nicht überschritten wird, 45 Mio. Euro. In diesem Fall wären mit über 95%iger Wahrscheinlichkeit die Investoren in die vorrangige Tranche nicht von Kreditausfällen betroffen, weil diese allein von den Investoren in die Erstverlustposition getragen würden.

einteilen. Diese werden im Folgenden – aus didaktischen Gründen vereinfacht dargestellt²³⁸ – diskutiert.

Man stelle sich die Aktivseite einer Bankbilanz, bestehend aus Krediten über 200 Mio. Euro, als ein Glas mit Fruchtsaft vor, der aus Saftkonzentrat und Wasser gemischt wurde (vgl. Abbildung 25). Im Folgenden steht das Konzentrat sinnbildlich für das Ausfallrisiko der Kredite.²³⁹

Abbildung 25: Schematische Darstellung der Aktivseite einer Bilanz in Abhängigkeit von verschiedenen Verbriefungsstrategien²⁴⁰



Veräußert die Bank die Hälfte ihrer Kredite zu Marktwerten an eine Zweckgesellschaft, ohne dass sie Ausfallrisiken durch die Übernahme einer Erstverlustposition oder durch andere Sicherungstechniken zurückbehält, und verwendet sie die Erlöse zur Tilgung von Verbindlichkeiten, so führt das zu einer Bilanzverkürzung (**Szenario 1**). Bei unveränderter Eigenkapitalausstattung sinkt das Gesamtbankrisiko, weil die in der Bilanz verbliebenen Kredite über 100 Mio. Euro mit einem relativ gesehen höheren Anteil an Eigenkapital unterlegt sind.

238 Die Darstellung konzentriert sich zunächst auf die Risikoposition der Bank, ohne auf die damit verbundene Rendite einzugehen. Bei den verwendeten Geldbeträgen handelt es sich um exemplarische Werte. Als einzige Sicherungstechnik wird der Einbehalt der Erstverlustposition betrachtet. Das Risiko der verbrieften Kredite entspricht dem durchschnittlichen Risiko des gesamten Kreditportfolios der Bank.

239 Vgl. hier und im Folgenden das Beispiel in Moody's Investors Service (1995), S. 4.

240 Quelle: In Anlehnung an Moody's Investors Service (1995), S. 4.

Alternativ könnte die Bank die Kredite verbrieften, dabei eine Erstverlustposition (Konzentrat) in Höhe von 5 Mio. Euro übernehmen und den Erlös als Barmittel (Wasser) in der Bilanz halten bzw. in risikolose Wertpapiere investieren (**Szenario 2**). Da wie eingangs erwähnt die Bank als Besitzer der Erstverlustposition den Großteil der Risiken des verbrieften Portfolios über 100 Mio. Euro trägt, bliebe in diesem Fall das Gesamtrisiko der Bank nahezu unverändert.

Die Bank könnte jedoch auch die Erstverlustposition einbehalten und mit den generierten Mitteln in Höhe von 95 Mio. Euro einen Teil der Verbindlichkeiten tilgen (**Szenario 3**). Mit der Erstverlustposition trüge die Bank weiterhin den Großteil der Risiken des ursprünglichen Portfolios über 200 Mio. Euro, sodass sich das Risiko für die verbliebenen Eigen- und Fremdkapitalgeber deutlich erhöhen würde.²⁴¹ Ein ähnlicher Effekt entstünde, wenn die Bank die Erlöse aus dem Verkauf der Kredite statt zur Tilgung von Verbindlichkeiten in Neugeschäft investiert (**Szenario 4**). Dabei sei angenommen, sie vergebe zusätzliche Kredite über 95 Mio. Euro, die ein vergleichbares Ausfallrisiko besitzen wie diejenigen im ursprünglichen Portfolio. Mit Krediten über 195 Mio. Euro (Saft) und der Erstverlustposition über 5 Mio. Euro (Konzentrat) trüge die Bank bei unveränderter Kapitalstruktur die Ausfallrisiken eines Kreditportfolios in Höhe von 295 Mio. Euro.

Dies könnte jedoch nur ein Anfang sein. Verbrieft eine Bank wiederholt einen Teil ihres Kreditportfolios, behält sie dabei den größten Teil des Ausfallrisikos in Form einer 5%igen Erstverlustposition in den Büchern und investiert sie die jeweils generierten Erlöse in Neugeschäft, so besteht die Gefahr, dass sich die Erstverlustpositionen im Laufe der Zeit ansammeln. Denkt man das Zahlenbeispiel konsequent zu Ende so resultiert aus dieser Vorgehensweise ein Portfolio aus Erstverlustpositionen über 100 Mio. Euro (Konzentrat), in dem rechnerisch die

241 Da Zahlungsansprüche der Fremdkapitalgeber (Zins- und Tilgung) in ihrer Höhe begrenzt sind, sind sie besonders von dem erhöhten Risiko betroffen (vgl. auch Ricken (2007), S. 105 f.). Das höhere Risiko der Eigenkapitalgeber wird dagegen mit der Chance auf eine höhere Rendite, etwa durch die hohe Verzinsung der Erstverlustposition, kompensiert.

Risiken aus Krediten über 2 Mrd. Euro verbrieft sind (**Szenario 5**).²⁴² Zusammen mit den in der Bilanz verbliebenen Krediten der Bank trägt diese – bzw. tragen deren Kapitalgeber – also die Ausfallrisiken eines Kreditportfolios in Höhe von 2,1 Mrd. Euro!

Auch wenn es sich dabei zugegebenermaßen nur um ein theoretisches Gedankenspiel handelt, ist in der Realität zu beobachten, dass auch europäische Banken die kreditrisikomindernde Wirkung der modernen Risikotransferinstrumente eher dazu einsetzen, zur Steigerung der Rendite zusätzliche Risiken einzugehen, anstatt bestehende Risiken abzubauen.²⁴³ Dagegen ist vom Grundsatz her auch nichts einzuwenden, solange sich die Kapitalgeber der Institute dieser Strategie bewusst sind. Insbesondere die Eigenkapitalgeber können von der Ausweitung des Geschäftsvolumens profitieren, etwa durch die der Bank für das Servicing zustehenden Provisionserlöse und die attraktive Verzinsung nachrangiger Tranchen.²⁴⁴ Damit dieser Vorteil nicht auf Kosten der Fremdkapitalgeber erkauft wird, sollten diese entsprechend ihre Konditionen an das höhere Risiko der Bank anpassen – was zumindest langfristig auch der Fall sein dürfte. Einer exzessiven Nutzung der Kreditverbriefung stehen zudem die neuen Eigenkapitalregeln der Banken (Basel II) entgegen, in denen wie beschrieben der Umgang mit einbehaltenen Risiken – sei es durch den Einbehalt einer Erstverlustposition oder andere Sicherungstechniken – detailliert geregelt ist.²⁴⁵

242 Der bei der ersten Verbriefung einbehaltenen Erstverlustposition (FLP) über 5 Mio. Euro liegt ein Kreditportfolio über 100 Mio. Euro (Szenario 4) zugrunde. Im zweiten Schritt erhöht sich mit der Verbriefung des Neugeschäfts das FLP um $95 \cdot 0,05 = 4,75$ ($\Sigma = 9,75$), dem nun ein Portfolio von $100 + 95 = 195$ Mio. Euro zugrunde liegt. Dieses erhöht sich im dritten Schritt um $95 \cdot 0,95 = 90,25$ ($\Sigma = 285,25$), im vierten um $90,25 \cdot 0,95 = 87,74$ ($\Sigma = 370,99$) usw. Der Grenzwert ($n \rightarrow \infty$) dieser unendlichen Reihe, formal dargestellt als

$$\text{Zugrundeliegendes Kreditportfolio} = 100 \cdot \sum_{i=0}^n 0,95^i$$

würde theoretisch bei einem FLP von 100 Mio. Euro erreicht und beträgt 2.000 (Mio. Euro).

243 »Overall, our findings suggest that credit securitization tends to increase the appetite for risk and return at the level of the individual bank.« Hänsel/Krahen (2006), S. 1. Vgl. auch Krahen/Wilde (2006); Ricken (2007), S. 228 m.w.N.

244 In seiner empirischen Untersuchung findet Ricken (2007) schwache Anzeichen dafür, dass Bankinvestoren diese »aggressive« Strategie durchaus honorieren und die Verbriefung damit zu einer Steigerung des Unternehmenswerts führen kann (vgl. S. 227 f.).

245 Vgl. Abschnitt 5.1.1.

5.2 Perspektive von Industrie- und Handelsunternehmen

5.2.1 Verbriefung(sprogramme) als alternative Finanzierungsform

Mit der Verbiefung in ihren unterschiedlichen Formen erweitert sich das Spektrum der Finanzierungsinstrumente von Industrie- und Handelsunternehmen, unabhängig von ihrer Größe. Abbildung 26 gliedert bedeutende Finanzierungsinstrumente nach den Kriterien Rechtsstellung der Kapitalgeber und Fristigkeit.²⁴⁶

Abbildung 26: Übersicht ausgewählter Finanzierungsinstrumente

Eigenkapital	{	Beteiligungskapital	}	langfristig
Mischformen (Mezzanine-Kapital)		Options-/Wandelanleihe*		
		<i>Genussrechtskapital (klassisch/verbrieft)</i>		
		Partiarisches Darlehen		
		Nachrangdarlehen		
		Gesellschafterdarlehen		
		Anleihe/Industrieobligation*		
		Langfristiger Bankkredit		
		<i>Schuldscheindarlehen (klassisch/verbrieft)</i>		
		Medium Term Notes*		
Kredit-substitute	{	<i>Forderungsverbriefung</i>	}	
		Forfaitierung/ <i>Factoring</i>		
		Leasing		
		Commercial Paper/Euronotes*		
		Lombardkredit		
		Wechseldiskontkredit		
		Akzept-/Avalkredit		
		Kontokorrentkredit		
		Lieferantenkredit		
Fremdkapital		Kundenanzahlung		kurzfristig

* Nur für große Unternehmen geeignet

Nach der Rechtsstellung der Kapitalgeber und der Kapitalhaftung wird traditionell zwischen Eigen- und Fremdkapital unterschieden. In der Praxis beobachtet man heute jedoch auch einerseits Mischformen zwischen den beiden Kapitalarten (hybride/mezzanine Finanzinstrumente), wie etwa das Genussrechtskapital. Andererseits gibt es Finanzierungsinstrumente, die sich nicht vollständig in das Schema einordnen lassen und als Kreditsubstitute bezeichnet werden – darunter

²⁴⁶ Der Übersichtlichkeit halber wurde auf eine detailliertere Aufgliederung der Instrumente der Beteiligungsfinanzierung (Wagniskapital, Private Equity etc.) ebenso verzichtet wie auf die Nennung von Finanzierungsformen, die üblicherweise der Innen- oder internen Finanzierung zugerechnet werden (Gewinnthesaurierung, Finanzierung aus Abschreibungen etc.).

das Leasing, das Factoring und die Forderungsverbriefung. Nach dem Kriterium der Fristigkeit kann zwischen kurz-, mittel- und langfristigen Finanzierungen unterschieden werden, allerdings hängt die Zuordnung der Instrumente im Einzelfall von deren Ausgestaltung ab.

Eine vergleichende Erläuterung aller angeführten Instrumente würde den Rahmen dieser Arbeit übersteigen.²⁴⁷ Daher konzentrieren sich die folgenden Ausführungen auf die mit der Verbriefung unmittelbar in Beziehung stehenden Finanzinstrumente, d.h. das Genussrechtskapital, das Schuldscheindarlehen und das – der Forderungsverbriefung ähnliche – Factoring.

Genussscheine sind Wertpapiere, die bestimmte Vermögensrechte ohne darüber hinausgehende Mitgliedschaftsrechte garantieren.²⁴⁸ Sie sind im Einzelnen nicht gesetzlich geregelt und können daher abhängig von ihrer konkreten Ausgestaltung Eigen- und Fremdkapitalcharakter annehmen. Genussscheine können eine unbegrenzte Laufzeit aufweisen oder zeitlich befristet sein. In jedem Fall sind die Genussrechtsinhaber am Gewinn des Unternehmens beteiligt, teilweise auch an dessen Verlust. Die gebräuchlichste Form der Gewinnbeteiligung ist die Koppelung an die Dividende, wobei eine Mindestverzinsung eingeräumt werden kann. Allen Genussscheinen ist gemein, dass ihre Inhaber keinerlei Mitbestimmungsrechte im Unternehmen besitzen. Üblicherweise werden die Wertpapiere so ausgestaltet, dass sie steuerlich wie Fremdkapital zu behandeln sind.²⁴⁹

Klassische hybride Finanzierungslösungen sind für den Kunden individuell maßgeschneidert und aufgrund der damit verbundenen Prüfungs- und Verhandlungsprozesse entsprechend aufwändig und teuer, sodass sie sich eher für große Unternehmen lohnen.

Für mittelständische Unternehmen hat diese Finanzierungsform jedoch mit den in Deutschland verbesserten Rahmenbedingungen für traditionelle Verbriefungen²⁵⁰ an Bedeutung gewonnen. So bieten zahlreiche Groß- und Landesbanken heute standardisierte Mezzanine-Programme für den Mittelstand an, bei denen Genussrechtskapital zu vergleichsweise günstigen Konditionen an interessierte

247 Hierzu sei verwiesen auf Perridon/Steiner (2007), S. 347 – 463 und überblicksartig Paul (2007).

248 Vgl. hier und im Folgenden Wöhe/Bilstein (2002), S. 274 – 279.

249 Nach § 8 III S. 2 KStG dürfen Ausschüttungen auf Genussrechte nur dann als Betriebsausgaben angesetzt werden, wenn mit ihnen nicht gleichzeitig das Recht auf Beteiligung am Gewinn und Liquidationserlös einer Kapitalgesellschaft verbunden ist. Daher beschränken sich die Genussrechte in der Regel auf eine Gewinnbeteiligung und sehen keine Partizipation an den stillen Rücklagen einer Gesellschaft vor.

250 Vgl. Abschnitt 2.4.1.

und qualifizierte Unternehmen ausgereicht wird.²⁵¹ Bei Erreichen eines bestimmten Portfoliovolumens werden die ausgereichten Finanzierungen dann von der Bank im Rahmen einer traditionellen Verbriefungstransaktion gebündelt an den Kapitalmarkt weitergereicht.

Die nachrangigen Kredite sind üblicherweise fest verzinslich und teilweise mit einer gewinnabhängigen Zusatzverzinsung ausgestattet. Ihre Laufzeit beträgt sieben Jahre. Je nach Ausgestaltung des Programms werden die Finanzierungen handelsrechtlich als Eigenkapital anerkannt. Mittlerweile kommen schon Unternehmen mit einem Jahresumsatz von 5 bis 25 Mio. Euro für die Teilnahme in Frage, wenn sie die dazu notwendigen Bonitätsanforderungen erfüllen.

Vorreiter bei den mezzaninen Verbriefungen ist die HypoVereinsbank (HVB), die seit 2004 das gemeinsam mit der Capital Efficiency Group entwickelte Programm PREPS (Preferred Pooled Shares) anbietet und bis Anfang 2007 bereits sechs Transaktionen abgeschlossen hat. Dabei wurden 327 Finanzierungen für europäische Unternehmen mit einem Gesamtvolumen von über 2,1 Mrd. Euro verbrieft. Mittlerweile stehen interessierten Unternehmen jedoch auch Programme anderer Banken zur Verfügung, darunter equiNotes (Deutsche Bank/IKB Deutsche Industriebank), H.E.A.T. (HSBC Trinkaus & Burkhardt), Smart Mezzanine (Landesbank Baden-Württemberg (LBBW)/HSH Nordbank/Hamburger Sparkasse), S-Mezzanine (WestLB) und CB MezzCAP (Commerzbank). Allerdings hat sich die anfänglich Euphorie für die Programme mittlerweile gelegt.²⁵² Der starke Wettbewerb zwischen den Anbietern führte dazu, dass sich diese in ihren Konditionen unterboten und den Finanzierungsnehmern Preise einräumten, die deren Bonität nicht hinreichend reflektierten. Ausfälle im Allgemeinen und im Speziellen solche von Unternehmen, die sich parallel bei mehreren Anbietern mezzanines Kapital besorgt hatten, waren die Folge.²⁵³ Daher wird erwartet, dass sich der Markt für verbrieftes Genusskapital konsolidieren wird und sich die Teilnahmekriterien an den Programmen verschärfen.

Das klassische **Schuldscheindarlehen** als eigenständiges langfristiges Finanzierungsinstrument ist in Deutschland seit Mitte der 1930er Jahre verbreitet und

251 Vgl. ausführlich zum »Programm-Mezzanine« Brenken/Papenfuß (2007), S. 97 – 108.

252 Vgl. auch Brenken/Papenfuß (2007), S. 104.

253 In die Schlagzeilen gerieten die Programme, als im Mai 2006 mit dem Geschenkartikelhersteller Nici das erste an Mezzanine-Programmen teilnehmende Unternehmen Insolvenz anmelden musste. Davon waren gleich drei Programme betroffen, über die der Hersteller des WM-Maskottchens Goleo insgesamt 40 Mio. Euro hybrides Kapital erhalten hatte.

hat in den letzten zwei Jahrzehnten eine große Bedeutung erlangt.²⁵⁴ Als Kreditgeber fungieren in der Regel Kapitalsammelstellen, insbesondere Versicherungsunternehmen, die Träger der Sozialversicherung und die Bundesanstalt für Arbeit. Häufig erfolgt die Aufnahme von Schuldscheindarlehen unter Einschaltung von Banken als Vermittlern, die die Kreditwürdigkeit des Antragstellers prüfen und die erforderlichen Unterlagen beibringen. Schuldscheindarlehen weisen Laufzeiten bis zu 15 Jahren und Volumina im zweistelligen Millionenbereich auf, d.h. kommen nur für entsprechend große Unternehmen in Frage. Schuldscheindarlehen sind üblicherweise umfassend besichert, können jedoch auch unbesichert vergeben werden. Im Vergleich zur Emission einer Anleihe bzw. Industrieobligation entfallen beim Schuldscheindarlehen die aufwändige Börsenzulassung und damit verbundene Publizitätspflichten, zudem besteht eine größere Flexibilität bei der Vertragsgestaltung.²⁵⁵

Seit wenigen Jahren können nun auch kleinere Unternehmen von den Vorteilen der Schuldscheinfinanzierung profitieren und auf diese Weise indirekten Zugang zum Kapitalmarkt erhalten. Ähnlich den oben beschriebenen standardisierten Programmen für mezzanine Finanzierungen bieten immer mehr Banken auch solche für kleine Schuldscheindarlehen an.²⁵⁶ Die Zielgruppe sind mittelständische Unternehmen mit guter bis mittlerer Bonität und einem Finanzierungsbedarf von mindestens einer halben Million Euro. Die Vergabe der unbesicherten Darlehen erfolgt zumeist unmittelbar nach dem Abschluss des Prüfungsprozesses durch die Bank,²⁵⁷ die die Schuldscheine zwischenfinanziert (vgl. auch Abbildung 27). Sobald das Volumen des Schuldscheinportfolios der Bank die erforderliche Größe und Diversifikation erreicht hat, wird es von der Bank ausplatziert. Abhängig vom jeweiligen Programm beträgt die Laufzeit zwischen zwei und acht Jahren. Teilweise müssen die Unternehmen während dieser Zeit bestimmte Bilanzrelativitätsklauseln (covenants) einhalten, die zu Vertragsbeginn festgelegt werden. Die Kosten für den Darlehensnehmer bestehen aus in der Regel fixen laufzeit- und bonitätsabhängigen Zinsen sowie einer einmaligen Strukturierungsgebühr.

254 Vgl. Wöhe/Bilstein (2002), S. 226; Perridon/Steiner (2007), S. 406. Auf die Ausstellung eines Schuldscheins, d.h. einer einseitig verpflichtenden Beweisurkunde, wird dabei heutzutage verzichtet, der Abschluss erfolgt in der Regel durch einen Darlehensvertrag.

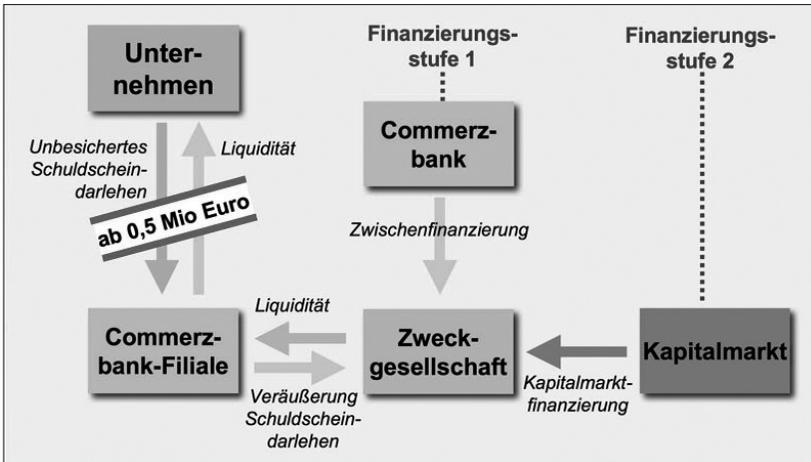
255 Vgl. Perridon/Steiner (2007), S. 407, auch für einen ausführlichen Vergleich des Instruments mit Anleihen.

256 Vgl. dazu auch Knoch (2007).

257 Aufgrund der hohen Standardisierung ist der Prozess vergleichsweise kurz und dauert in der Regel nur zwei bis vier Wochen.

Abbildung 27: Schuldscheindarlehen für den Mittelstand der Commerzbank²⁵⁸

SCHULDSCHEINDARLEHEN



Vorreiter bei den verbrieften Schuldscheindarlehen ist die Commerzbank, die erstmals im Jahr 2006 ein Portfolio über 503 Mio. Euro am Kapitalmarkt platzierte – und dabei die Verbriefungsplattform der TSI nutzte.²⁵⁹ Auch diese Produktinnovation fand umgehend Nachahmer; zu den konkurrierenden Programmen gehören etwa LBBW Entry (Landesbank Baden-Württemberg), db-SchuldSchein (Deutsche Bank) und Valance (Nord/LB).

Neben einer Teilnahme an den genannten Programmen haben Unternehmen wie in Kapitel 3 beschrieben auch die Möglichkeit, eigene Forderungen im Rahmen von ABCP-Programmen zu verbiefen, um auf diese Weise Liquidität zu generieren. Da auch beim Factoring unternehmenseigene Forderungen verkauft werden, stellt sich die Frage nach Gemeinsamkeiten und Unterschieden zwischen den beiden Finanzierungsformen.²⁶⁰

Bei der **klassischen Forderungsverbriefung** eines Industrie- oder Handelsunternehmens werden regelmäßig Forderungen aus Lieferungen und Leistungen

258 Quelle: www.companyworld.de/de/finanzierung_2006/investitionsfin (abgerufen am 30.08.2007).

259 Vgl. Abschnitt 2.4.1.

260 Bei der Exportfinanzierung hat auch die Forfaitierung von Handelsforderungen an Bedeutung gewonnen. Dabei werden überwiegend einzelne Forderungen gegenüber Kunden im Ausland an Banken oder Finanzdienstleister aus dem Sitzland des Kunden verkauft, ohne dass diese bei einem Ausfall der Forderungen Rückgriff auf den Verkäufer nehmen können.

an ein extra für diesen Zweck gegründetes Single-Seller-Conduit übertragen, das die Forderungen durch die Emission kurzfristiger Wertpapiere (Commercial Papers) refinanziert.²⁶¹ Die Verbriefung dient dabei in erster Linie der Finanzierung des Unternehmens. Da die Investoren in die vom Conduit emittierten Wertpapiere nur zu einem geringen Grad bereit sind, Ausfallrisiken der Forderungen zu übernehmen, verbleiben diese überwiegend beim Unternehmen oder müssen von externen Sicherungsgebern übernommen werden – die Verbriefung schützt also nur begrenzt vor Zahlungsausfällen. Das Debitorenmanagement, also die Buchführung, das Inkasso und das Mahnwesen, verbleiben beim Unternehmen, das die eingehenden Zahlungen an das Conduit weiterleitet. Entsprechend werden die Schuldner auch nicht über die Verbriefung ihrer Forderungen informiert. Aufgrund der hohen mit einer solchen Transaktion verbundenen einmaligen und laufenden Kosten rechnet sich die klassische Forderungsverbriefung nur bei hohen Volumina für entsprechend große Unternehmen.

Beim **klassischen Factoring** werden die Forderungen von einem Factoringunternehmen, dem sog. Factor, angekauft und in seine Bücher genommen. Von den in Deutschland tätigen Factoringunternehmen sind einige eigenständig, die Mehrheit jedoch Tochtergesellschaften von (ausländischen) Banken. Erstere refinanzieren sich zu einem hohen Anteil mit Eigenkapital, letztere insbesondere mit kurzfristigen Bankkrediten.²⁶² Neben der Finanzierung übernimmt der Factor in der Regel auch das gesamte Ausfallrisiko der Forderungen und das Debitorenmanagement.²⁶³ Damit die Schuldner ihre Zahlungen direkt an den Factor leisten können, werden sie von der Abtretung der Forderungen informiert (offenes Factoring). Factoring eignet sich auch für kleinere Unternehmen und ist ab einem Forderungsbestand von ca. 0,2 Mio. Euro möglich.

Der klassischen Forderungsverbriefung und dem klassischen Factoring ist gemein, dass sie längerfristig angelegt sind und der Forderungsverkauf revolving erfolgt. Zudem hat sich ihre Reputation in der Praxis in den vergangenen Jahren stark gewandelt. Haftete beiden Instrumenten zunächst das Image als letzter Rettungsanker für Unternehmen in Finanznot an, so stellen sie heute mehr denn je ein Gütesiegel dar, mit dem moderne Unternehmen auf die hohe Qualität ihrer Forderungsbestände aufmerksam machen.

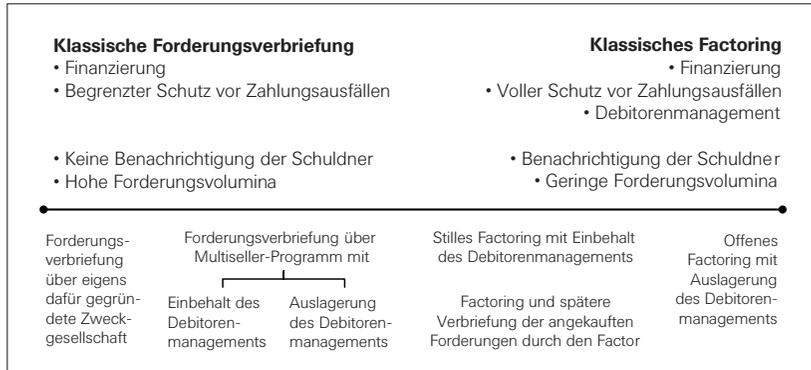
261 Vgl. Abschnitt 3.1.

262 Vgl. Hommel (2005), S. 74.

263 Man spricht daher auch davon, dass mit dem Standardfactoring die Finanzierungs-, Delkredere- und Dienstleistungsfunktion verbunden sind. Vgl. auch Bigus (2000), S. 466.

Die klassischen Ausprägungen der beiden Instrumente werden heute um **Zwischenformen** ergänzt, sodass die Übergänge fließend sind (vgl. Abbildung 28).

Abbildung 28: Forderungsverbriefung vs. Factoring – Eigenschaften und Zwischenformen



Auf der Verbriefungsseite haben sich wie erwähnt verschiedene ABS-Programme speziell für mittelständische Firmenkunden am Markt etabliert.²⁶⁴ Dabei werden Forderungen mehrerer Unternehmen gemeinsam über ein Conduit verbrieft, sodass eine Teilnahme schon ab einem einzubringenden Forderungsvolumen von 5 bis 25 Mio. Euro möglich ist. Auch dabei übernehmen die Forderungsverkäufer das Debitorenmanagement normalerweise selbst, allerdings konnte es bei einigen zwischenzeitlich angebotenen ABS-Programmen auf Wunsch auch ausgelagert werden.²⁶⁵

Auf der anderen Seite beobachtet man zunehmend das stille Factoring, bei dem das Debitorenmanagement beim Forderungsverkäufer verbleibt. Einige Anbieter werben sogar mit der Ähnlichkeit ihrer Factoringdienstleistung mit Asset-Backed Securities, ohne dass dabei jedoch tatsächlich verbrieft wird, etwa Siemens Financial Services (»ABS-Light«) oder die Eurofactor Gruppe (»Eurofactor ABS Kompakt«).²⁶⁶ Als Zwischenform wäre es auch zu bezeichnen, wenn sich ein

264 Vgl. Abschnitt 3.2.

265 Vgl. die Übersicht bei Dentz (2004), S. 60 f. Bei den heute noch am Markt angebotenen Programmen (vgl. Fn. 138 auf S. 63) ist eine Auslagerung des Debitorenmanagements allerdings nicht möglich.

266 Letztgenanntes Angebot ist nicht zu verwechseln mit dem Programm »ABS Kompakt« der Landesbank Baden-Württemberg (LBBW), bei dem es sich um ein echtes Verbriefungsprogramm für mittelständische Unternehmen handelt.

Factor durch die Verbriefung von zuvor angekauften Forderungen refinanziert, auch wenn dies hierzulande bisher nur in Einzelfällen geschehen ist.²⁶⁷

Mit der Verbreitung der Verbriefungstechnik in Deutschland wurden in den letzten Jahren auch die in diesem Abschnitt erläuterten Finanzierungsinstrumente entwickelt, die je nach Bedarf von den Unternehmen eingesetzt werden können. Zudem erweitern sich mit der Verbriefung von Krediten und Leasingforderungen wie ausgeführt auch die Refinanzierungs- und Risikosteuerungsmöglichkeiten von Banken und Leasingunternehmen, was deren Bereitschaft zum Abschluss traditioneller Bankkredite oder Leasingverträge tendenziell erhöht. Aufgrund der direkten und indirekten mit der Verbriefung einhergehenden Wirkungen besteht die begründete Hoffnung, dass sich die Finanzierungssituation deutscher Unternehmen – im Vergleich zu einer Entwicklung ohne dieses Finanzinstrument – verbessert.

5.2.2 Vor- und Nachteile der Forderungsverbriefung

Auch für die betriebliche Finanzwirtschaft stellt sich die Frage nach den Vorteilen, die die Verbriefung gegenüber herkömmlichen Finanzierungsformen bietet. Wichtig ist in diesem Zusammenhang, die in der Praxis anzutreffenden Argumente im Einzelfall sorgfältig zu prüfen, damit die Erwartungen an das Instrument auch wirklich erfüllt werden. Eine Hilfestellung dafür bieten die in diesem Abschnitt angeführten Aspekte.²⁶⁸ Einige der Motive beschränken sich dabei nicht auf die Forderungsverbriefung an sich, sondern gelten analog auch für die Teilnahme an den zuvor diskutierten Programmen.

Die Forderungsverbriefung ist in erster Linie ein alternatives Finanzierungsinstrument – das zentrale Motiv einer Forderungsverbriefung ist also die **Zuführung von Liquidität**. Auch wenn die Zahlungsziele der veräußerten Forderungen nur wenige Monate betragen, handelt es sich doch aufgrund der in der Regel mindestens fünfjährigen Laufzeit der Verbriefungsprogramme, während der regelmäßig die entstehenden Forderungen angekauft werden, um eine mittelfristige Finanzierungsform. Zu beachten ist jedoch, dass die Verträge kurzfristige Kündigungsoptionen der Zweckgesellschaft vorsehen, die häufig ein Jahr, manchmal jedoch auch nur wenige Wochen betragen.²⁶⁹ Für den Fall derartiger Kündigungen sollten die am Programm beteiligten Unternehmen entsprechende Vorsorge treffen.

267 Vgl. auch Hommel (2005), S. 73.

268 Vgl. umfassend zu den Motiven für die Verbriefung von Handelsforderungen die empirische Untersuchung von Schmittat (2007), S. 342 – 362.

269 Vgl. die Ausführungen in Abschnitt 3.1 sowie den Erfahrungsbericht der Magirus AG in Financial Gates et al. (2005), S. 36 f.

Für die ABS-Finanzierung spricht zudem, dass es sich um ein in **Bezug auf das Finanzierungsvolumen flexibles Instrument** handelt, das sich insbesondere für Unternehmen eignet, deren Geschäft starken saisonalen Schwankungen unterliegt. Ähnlich wie beim Factoring kann die Finanzierung »atmen«, d.h. in umsatzstarken Monaten oder Jahren werden entsprechend mehr Forderungen angekauft als in umsatzschwachen Perioden. Demzufolge eignet sich das Instrument auch für stark wachsende Unternehmen. Zu beachten ist allerdings, dass bei einigen Unternehmen der Finanzierungsbedarf nicht in umsatzstarken (Wachstums-)Phasen am höchsten ist, sondern in umsatzschwachen Zeiten. Für sie käme dieser Vorteil der (zyklischen) ABS-Finanzierung entsprechend weniger zum Tragen.

Entscheidende Frage für die Durchführung einer Verbriefung ist, ob es sich um eine **günstigere Finanzierungsform** als herkömmliche Alternativen handelt bzw. dass sie zumindest nicht viel teurer ist. Bei einer eigenständig durchgeführten Transaktion müssen alle einmaligen und laufenden Kosten vom verbriefenden Unternehmen selbst getragen werden, weshalb sich eine solche nur bei entsprechend hohen Forderungsvolumina rechnet. Bei ABCP-Programmen verteilen sich die Strukturierungs- und Beratungsgebühren auf die am Programm teilnehmenden Unternehmen. Die Finanzierungskosten hängen daher von der Art, der Qualität und dem Volumen der Forderungen sowie der Lage an den Kapitalmärkten ab und können – absolut gesehen sowie im Vergleich zu möglichen Alternativen (Bankkredit, Factoring etc.) – letztendlich nur im Einzelfall beurteilt werden.²⁷⁰ Einen Anhaltspunkt für die reinen Verbriefungskosten – die unabhängig von der Qualität der Forderungen und daraus resultierenden Kaufpreisabschlägen bzw. Sicherungstechniken anfallen²⁷¹ – stellen die in Abbildung 29 aufgeführten Komponenten dar.

270 Soll der Verschuldungsgrad konstant gehalten werden, so sind bei einem Vergleich auch hier kalkulatorische Eigenkapitalkosten zu berücksichtigen. Besonders von denjenigen mittelständischen Unternehmen, die bereits Erfahrung mit dem Instrument sammeln konnten, werden »günstige Refinanzierungskonditionen« als Eigenschaft der Verbriefung genannt. Vgl. Financial Gates et al. (2005), S. 17.

271 Die Höhe der Kaufpreisabschläge hängt von dem Zielrating der Transaktion, der Qualität der Forderungen in Bezug auf erwartete Ausfälle und Verwässerungen, dem Vorhandensein einer Warenkreditversicherung und der Güte der Datenhistorie ab.

Abbildung 29: Einmalige und laufende Kosten der Teilnahme an einem ABCP-Programm²⁷²

Komponente	Ausprägung	Kosten
<i>Einmalige Kosten</i>		
Conduit-Nutzung	Fix	100.000–250.000 EUR
Rechtsberatung	Fix	100.000–150.000 EUR
Rating	Fix	25.000–75.000 EUR
Strukturierung	Fix	75.000–125.000 EUR
Wirtschaftsprüfung	Fix	20.000–60.000 EUR
<i>Laufende Kosten</i>		
Management-Gebühren	Fix	20.000–30.000 EUR
Wirtschaftsprüfung	Fix	15.000–25.000 EUR
Conduit-Nutzung	Variabel	0,15–0,30%
Liquiditätslinien	Variabel	0,18–0,25%
Sonstige Kosten	Variabel	0,02–0,03%

Verteilt man die einmaligen Kosten auf die Laufzeit des Programms, so lassen sich die Verbriefungskosten in Abhängigkeit des Transaktionsvolumens bestimmen. Nach Hommel (2005) liegen sie für Volumina zwischen 40 und 100 Mio. Euro in einem Korridor von 50 und 100 Basispunkten über dem EURIBOR-Zinssatz.²⁷³

Anhand vier exemplarischer Transaktionen großer mittelständischer Unternehmen vergleicht Schmittat (2007) die Verbriefungskosten mit denen einer herkömmlichen Kreditaufnahme. Dabei zeigt sich, dass nur Unternehmen mit geringer Bonität (BBB-Rating) einen Kostenvorteil realisieren konnten, diejenigen mit guter Bonität dagegen nicht.²⁷⁴

Zweifelloos führt die Forderungsverbriefung zu einer **Diversifikation der Finanzierungsquellen**.²⁷⁵ Gerade mittelständische Unternehmen, die keinen direkten Zugang zum Kapitalmarkt besitzen, stehen in einer starken Abhängigkeit zu ihrer Hausbank. Mit der Forderungsverbriefung lässt sich eine weitere Finanzierungsquelle anzapfen, ohne dass Mitspracherechte gewährt werden müssen bzw. die Kapitalgeber Einfluss auf das operative Geschäft nehmen können.²⁷⁶ Die Unternehmen erhalten außerdem auch ohne externes Rating einen indirekten

272 Quelle: Hommel (2005), S. 35.

273 Vgl. Hommel (2005), S. 36 f.

274 Vgl. Schmittat (2007), S. 279.

275 Vgl. auch Schmittat (2007), S. 287.

276 Zudem sind Forderungsverbriefungen mit geringeren Offenlegungsanforderungen verbunden als andere kapitalmarktorientierte Finanzierungsinstrumente. Vgl. Schmittat (2007), S. 316.

Zugang zum Kapitalmarkt. Kurzfristige Kreditlinien bei Banken können auf diese Weise geschont werden.

Ein häufig genanntes Motiv für die Forderungsverbriefung, das in Zukunft jedoch an Bedeutung verlieren wird, ist das **Bilanzstrukturmanagement**. Sind die Voraussetzungen für einen Bilanzabgang der Kredite nach den anzuwendenden Rechnungslegungsvorschriften erfüllt und werden die generierten Mittel zur Tilgung von Verbindlichkeiten eingesetzt, so hat die Verbriefung eine bilanzverkürzende Wirkung und erhöht die Eigenkapitalquote des Unternehmens.²⁷⁷ Je nach Verwendung der generierten Mittel können zudem die Liquiditätskennzahlen verbessert werden. Dies kann – so heißt es verschiedentlich – zu einem verbesserten Rating und damit auch indirekt zu einer Senkung der Kapitalkosten führen. Zwar belegt eine aktuelle Studie, dass ein Bilanzabgang der Forderungen ein rein auf Jahresabschlusskennzahlen basierendes Bilanzrating um einige Ratingstufen (notches) verbessern kann,²⁷⁸ externe Rating-Agenturen und zunehmend auch die von Banken zur Erstellung interner Ratings eingesetzten Verfahren rechnen den Bilanzabgang jedoch zur besseren Vergleichbarkeit der Unternehmen wieder zurück. Mit fortschreitender Verbreitung der IFRS wird es zudem immer seltener, dass Transaktionen bilanzwirksam strukturiert werden können.²⁷⁹ Da der Bilanzabgang ohnehin erst gegen Ende der Strukturierung endgültig beurteilt werden kann, sollte also nicht zuviel Wert auf diesen Aspekt gelegt werden.

Verbriefungstransaktionen haben heutzutage insofern eine **Signalwirkung**, als sich die beteiligten Unternehmen als modern und neuen Lösungen gegenüber aufgeschlossen präsentieren. Da lediglich bonitätsstarke Unternehmen für eine Verbriefung in Frage kommen, stellt allein die Teilnahme an einem Programm ein Gütesiegel dar. Indem die Unternehmen ihre Bücher für die an der Strukturierung beteiligten Parteien öffnen, zeigen sie eine Bereitschaft zur Transparenz. Um während der Laufzeit eine reibungslose Abwicklung zu gewährleisten, werden zudem häufig die bestehenden IT-Systeme vereinheitlicht und an aktuelle Standards angepasst sowie nicht zuletzt auch das Debitorenmanagement verbessert.²⁸⁰ Insgesamt kann die Verbriefung von Forderungen damit zu einem **Reputationsgewinn** führen und den Bekanntheitsgrad des Unternehmens am Kapitalmarkt erhöhen, was auch bei späteren Kreditverhandlungen Vorteile mit sich bringen kann.

277 Vgl. auch Schmittat (2007), S. 141.

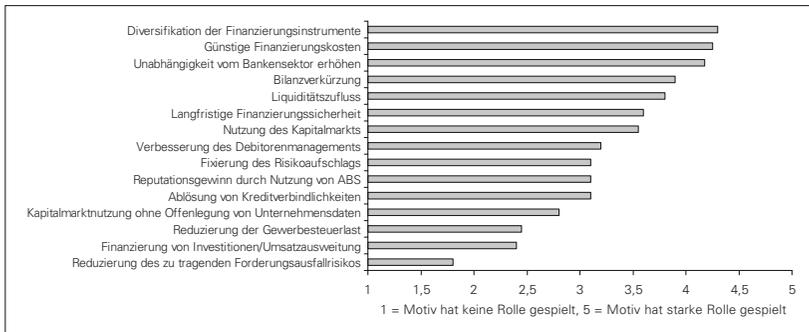
278 Vgl. Weiß (2007), S. 49.

279 Vgl. Abschnitt 4.2.2.

280 Vgl. auch Schmittat (2007), S. 98 f. und 304 – 306.

Aus Abbildung 30 geht hervor, welche Motive für deutsche Unternehmen in der Vergangenheit ausschlaggebend für die Durchführung von ABS-Transaktionen waren:

Abbildung 30: Motive für die Verbriefung von Handelsforderungen²⁸¹



Neben den möglicherweise hohen Kosten einer Transaktion erweist sich der mit deren Strukturierung verbundene **Arbeitsaufwand** für das Unternehmen als zentraler Nachteil dieser Finanzierungsform. Während die laufende Abwicklung weitgehend automatisiert abläuft, binden die bis dahin notwendigen Prozessschritte²⁸² über einen Zeitraum von mehreren Monaten Mitarbeiterkapazitäten, vor allem bei der Erstellung der Datenhistorie über Forderungsausfälle, der Anpassung der IT-Systeme und der Prüfung der abzuschließenden Verträge.²⁸³ Natürlich hängt der Aufwand dabei auch von der Qualität der im Unternehmen vorhandenen Systeme ab. Auch wenn aufgrund der bereits fortgeschrittenen Standardisierung der ABS-Programme für mittelständische Unternehmen die Verbriefung häufig als komplexer angesehen wird, als sie es tatsächlich ist, wird es auch in Zukunft dabei bleiben, dass eine solche nicht im Vorbeigehen erledigt werden kann.²⁸⁴

Zu prüfen ist im Einzelfall auch, inwieweit die Verbriefung der Forderungen trotz des Einhalts des Debitorenmanagements zu einem **Verlust an Flexibilität**

281 Quelle: Schmittat (2007), S. 342. Im Rahmen der Umfrage wurden 41 Groß- und mittelständische Unternehmen aus Deutschland befragt, die bereits Forderungen verbrieft haben. Die Rücklaufquote lag bei 51%. Vgl. Schmittat (2007), S. 271.

282 Vgl. Abschnitt 3.3.

283 Vgl. Schmittat (2007), S. 294 – 299.

284 Vgl. auch Dentz (2004), S. 59.

den Forderungsschuldnern gegenüber führt. Zwar sehen die Verträge in der Regel vor, dass das Unternehmen den Einzug der Forderungen genau so beibehalten soll, wie dies in der Vergangenheit der Fall war – dies bedeutet jedoch gleichzeitig, dass die dabei angewendeten Regeln während der Laufzeit des Programms nicht aufgeweicht werden dürfen.

Die Ausführungen haben gezeigt, dass die Forderungsverbriefung – wie jede andere Form der Finanzierung auch – spezifische Vor- und Nachteile besitzt. Mit Blick auf den Finanzierungsbedarf eines Unternehmens sowie die Art, Größe und Qualität von dessen Forderungsbestand ist daher im Einzelfall zu beurteilen, ob das Instrument einerseits überhaupt in Frage kommt und andererseits gegenüber alternativen Finanzierungsformen, etwa verbrieften Genuss- oder Schuldscheinen, Factoring oder auch der herkömmlichen Kreditfinanzierung, konkurrenzfähig ist.

5.3 Exkurs: Die Krise der IKB Deutsche Industriebank

Im Zusammenhang mit der Krise am US-amerikanischen Hypothekenmarkt sorgten im Sommer 2007 zwei deutsche Banken für Schlagzeilen, bei denen Außenstehende wohl kaum damit gerechnet hätten, dass ihr Beinahe-Zusammenbruch den Auftakt einer weitreichenden Bankenkrise darstellen könnte: die börsennotierte IKB Deutsche Industriebank und die öffentlich-rechtliche Landesbank SachsenLB. Nachdem bereits auf mögliche Risiken einer Bank als Originator aufmerksam gemacht wurde, zeigen die aktuellen Vorkommnisse, dass auch die **Funktion des Sponsors** eines ABCP-Programms mit erheblichen Risiken behaftet sein kann, für die eine Bank entsprechende Vorsorge treffen sollte. Am Beispiel der IKB wird im Folgenden – als erste Anwendung des in dieser Handlungshilfe vermittelten Wissens – diskutiert, wie es zu der Krise kam und welche Schlussfolgerungen daraus für den Umgang mit dem Finanzinstrument Verbriefung gezogen werden können. Illustriert werden die Ausführungen mit ausgewählten Passagen aus den letzten zwei **Geschäftsberichten** der Bank.

Die Düsseldorfer IKB besitzt eine über 80-jährige Erfahrung bei der mittel- und langfristigen Finanzierung mittelständischer Unternehmen und ist in diesem Segment Marktführer in Deutschland. Sinkende Erträge im klassischen Finanzierungsgeschäft, nicht zuletzt auch als Folge der Krise am Neuen Markt und des geringen Zinsniveaus der letzten Jahre, führten dazu, dass die Bank zunehmend in **alternative Geschäftsfelder** expandierte, darunter auch in die Segmente »Struktu-

rierte Finanzierung« (Akquisitions- und Projektfinanzierung) und »Verbriefung«. Der Wandel vom traditionellen Kreditinstitut zu einer fortschrittlichen Bank mit moderner Produktpalette ist der IKB dabei durchaus gelungen. Im Segment Verbriefung baute die Bank Expertise in unterschiedlichen Bereichen auf und stellte ihr Wissen auch ertragssteigernd ihren Kunden zur Verfügung. So platzierte sie regelmäßig eigene Kreditrisiken über synthetische Verbriefungstransaktionen in Zusammenarbeit mit der KfW (»Promise I«) aus und entlastete damit vor allem ihr ökonomisches und regulatorisches Eigenkapital. Als Sponsor des ABCP-Conduits »Rhineland Funding« war es der IKB aber auch möglich, ihre Kunden, d.h. Industrie- und Handelsunternehmen, bei der Forderungsverbriefung zu begleiten und die entsprechenden Transaktionen zu strukturieren. Ebenfalls auf mittelständische Unternehmen zielt das von der IKB gemeinsam mit der Deutschen Bank ins Leben gerufene Mezzanine-Programm »equiNotes« ab.²⁸⁵

Neben diesen Aktivitäten engagierte sich die Bank jedoch zunehmend auch auf dem **US-amerikanischen Hypothekenmarkt**, sowohl auf eigene Rechnung als auch über das Conduit Rhineland Funding. Im Geschäftsbericht 2005/06 findet sich dazu die folgende Erläuterung:²⁸⁶

Es ist Teil unserer gesamten Portfoliostrategie, nicht nur unser Kreditbuch durch Investments in Portfoliorisiken zu diversifizieren, sondern unsere Expertise auch bei externen Gesellschaften einzubringen. Dementsprechend beraten wir seit einigen Jahren die Anlagegesellschaft Rhineland Funding Capital Corporation LLC, Delaware und Jersey („RFCC“). Die Kriterien für diese Vorschläge entsprechen denen, die auch für unsere eigenen Bilanzinvestments gelten. Auf diese Weise stellen wir sicher, dass Dritte den gleichen Qualitätsstandard erhalten, den wir bei unseren Eigengeschäften ansetzen.

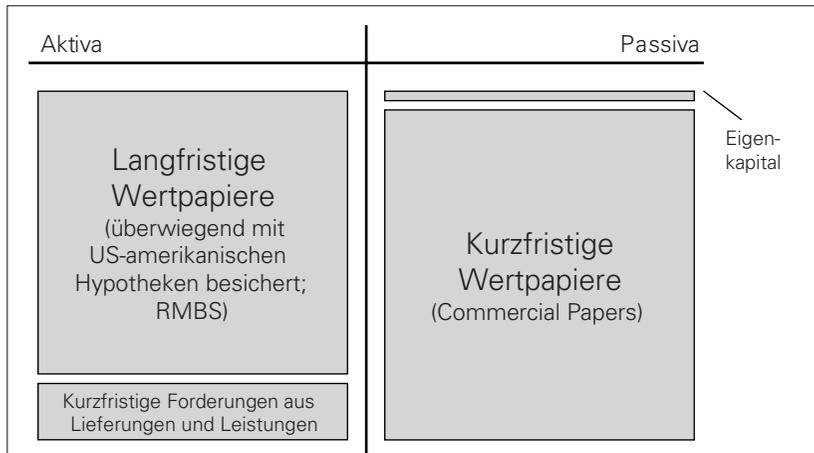
Konkret bedeutet dies, dass das Conduit Rhineland Funding nicht nur revolving in kurzfristige Forderungen aus Lieferungen und Leistungen, sondern auch in mit US-amerikanischen Hypotheken besicherte Wertpapiere (Residential Mortgage-Backed Securities, RMBS) investierte (vgl. Abbildung 31). Ziel dieser Strategie

285 Vgl. Abschnitt 5.2.1.

286 Quelle: IKB Deutsche Industriebank (2006), S. 119.

ist die Erzielung von Zinserträgen aus der **Fristentransformation**, indem vergleichsweise hochverzinsliche langfristige mit geringer verzinslichen kurzfristigen Wertpapieren finanziert werden.²⁸⁷

Abbildung 31: Schematische Darstellung der Bilanz des Conduits Rhineland Funding



Diese Strategie ging auch lange Zeit auf, die Erträge des Conduits, die ähnlich einer verdeckten Gewinnausschüttung als Beratungshonorare an die Bank zurückflossen, trugen in hohem Maße zu den positiven Jahresergebnissen der letzten Jahre bei.²⁸⁸

Eine erfreuliche Erhöhung um 19,2 % auf 108 Mio. € ergibt sich auch für den Provisionsüberschuss. Die eine Hälfte dieses Überschusses stammt aus Strukturierungsgebühren sowie Provisionen der Geschäftsfelder Firmenkunden, Immobilienkunden und strukturierte Finanzierung, die andere Hälfte resultiert im Segment Verbriefungen aus Beratungsgebühren des Conduits Rhineland Funding.

287 Vgl. dazu auch Abbildung 10 auf S. 40 sowie die zugehörigen Ausführungen.

288 Quelle: IKB Deutsche Industriebank (2007), S. 66.

Folgerichtig war geplant, das – bereits im Vergleich mit anderen deutschen Instituten außerordentlich hohe – Volumen dieses Engagements weiter auszubauen.²⁸⁹

Für das Conduit Rhineland Funding erwarten wir innerhalb von drei Jahren ein Investmentvolumen von 20 Mrd. € (derzeit 12,7 Mrd. €), für Rhinebridge ein Volumen von 10 Mrd. €.

Das **Risiko** eines solchen Fristentransaktionsgeschäfts besteht darin, dass regelmäßig Abnehmer für die kurzfristigen Wertpapiere gefunden werden müssen, um aus den Erlösen der neu emittierten Wertpapiere die auslaufenden Papiere zurückzuzahlen. Damit dies auch bei temporären Marktstörungen gewährleistet ist, sind die Conduits mit Liquiditätslinien bonitätsstarker Banken ausgestattet – so auch Rhineland Funding.²⁹⁰

Rhineland Funding finanziert seine Investments durch die Begebung von kurzfristigen Wertpapieren, so genannte Asset Backed Commercial Papers. In diesem Markt ist es üblich, dass Banken Sicherungslinien für den Fall zur Verfügung stellen, dass es kurzfristig zu Marktstörungen kommt. Diese Sicherung ist nicht kreditrisikoabhängig, sondern hat lediglich eine temporäre Marktausgleichsfunktion. Demgemäß stehen internationale Banken RFCC mit derartigen Linien ebenso zur Verfügung wie die IKB.

Die Liquiditätsgeber, und damit auch die IKB, sollen also nicht das Ausfallrisiko der Kredite, sondern nur das Liquiditätsrisiko kurzfristiger Marktengpässe tragen. Das Kreditrisiko dagegen obliegt den Investoren in die vom Conduit emittierten kurzfristigen Wertpapiere.²⁹¹

289 IKB Deutsche Industriebank (2007), S. 93. Vgl. dazu auch Abbildung 17 auf S. 60. »Rhinebridge« ist eine weitere Zweckgesellschaft der IKB, die im Jahr 2006 gegründet wurde. Im Gegensatz zum Conduit Rhineland Funding ist Rhinebridge als Structured Investment Vehicle ausgestaltet, d.h. Liquiditätslinien decken nur einen geringen Teil des ausstehenden Volumens ab. Vgl. auch Fn. 114 auf S. 55.

290 Quelle: IKB Deutsche Industriebank (2006), S. 119. Vgl. auch Abschnitt 3.1. Interessanterweise findet sich diese Aussage im Geschäftsbericht des Jahres 2007 nicht mehr wieder.

291 Quelle: IKB Deutsche Industriebank (2006), S. 119.

Wir übernehmen bei diesen Drittaktivitäten keine Kreditrisiken, sondern konzentrieren uns gegen eine entsprechende Beratungsgebühr, die in unser Provisionsergebnis eingeht, auf Anlagevorschläge. Die aus diesen Portfolioinvestments resultierenden Kreditrisiken werden, entsprechend den Anforderungen der Ratingagenturen, von einem oder mehreren Risikoinvestoren übernommen.

Festzuhalten ist also, dass die IKB anscheinend keine Kreditrisiken, sondern lediglich Liquiditätsrisiken übernommen hat. Deren Umfang geht auch aus dem Ausweis der Eventualverbindlichkeiten der Bank hervor, wie er im Anhang des Geschäftsberichts zu finden ist:²⁹²

Eventualverbindlichkeiten und andere Verpflichtungen der IKB setzen sich wie folgt zusammen:

	31.3.2007 in Mio. €	31.3.2006 in Mio. €	Veränderung in %
Eventualverbindlichkeiten	1 012,5	934,7	8,3
Bürgschaften, Garantien, Sonstige	842,9	714,7	17,9
Haftungsübernahmen	169,6	220,0	-22,9
Andere Verpflichtungen	16 703,1	14 103,0	18,4
Kreditzusagen bis zu einem Jahr	14 085,4	12 060,7	16,8
Kreditzusagen von mehr als einem Jahr	2 617,7	2 042,3	28,2
Gesamt	17 715,6	15 037,7	17,8

Den Eventualverbindlichkeiten stehen grundsätzlich Eventualforderungen in gleicher Höhe gegenüber.



In dem Posten Andere Verpflichtungen sind Kreditzusagen über insgesamt 11,9 Mrd. € (Vorjahr: 11,2 Mrd. €) Gegenwert an Spezialgesellschaften enthalten, die nur im Falle von kurzfristigen Liquiditätseingüssen bzw. vertraglich definierten Kreditausfallereignissen von diesen in Anspruch genommen werden können.

Aus der Höhe der »Kreditzusagen an Spezialgesellschaften« in Höhe von 11,9 Mrd. Euro ist abzuleiten, dass die IKB einen Großteil der Liquiditätsrisiken des Conduits mit einem Investitionsvolumen von 12,7 Mrd. Euro abdecken muss. Ein Vergleich offenbart dabei, dass der Umfang der kurzfristigen Kreditzusagen fast ein Viertel der Bilanzsumme ausmachte, die zum selben Zeitpunkt 52 Mrd. Euro betrug! Dass die Bank die vollständige Inanspruchnahme dieser Kreditlinien als nahezu ausgeschlossen ansah, verdeutlichen jedoch die relativierenden Worte des darauf folgenden Abschnitts:²⁹³

292 Quelle: IKB Deutsche Industriebank (2007), S. 198.

293 Quelle: IKB Deutsche Industriebank (2007), S. 199.

Die dargestellten Zahlen reflektieren die Beträge, die im Falle der vollständigen Ausnutzung der Fazilitäten durch den Kunden ausgezahlt werden müssten. Der weitaus größte Teil dieser Verpflichtungen verfällt möglicherweise, ohne in Anspruch genommen zu werden. Die Zahlen sind nicht repräsentativ für das tatsächliche künftige Kreditengagement oder aus diesen Verpflichtungen erwachsende Liquiditätserfordernisse.

Auch geht aus dem Risikobericht der Bank hervor, dass sie entsprechende Vorsorge getroffen habe und ihre Liquiditätsrisiken für vernachlässigbar halte:²⁹⁴

Um die jederzeitige Zahlungsfähigkeit im Rahmen eines professionellen Liquiditätsmanagements zu gewährleisten, werden regelmäßige Liquiditätsanalysen und Cashflow-Prognosen erstellt. Zur Sicherung ausreichender Liquidität halten wir zudem, über das für den Geschäftsbetrieb notwendige Maß hinaus, börsengängige zinsvariable Wertpapiere, die jederzeit veräußert oder beliehen werden können. Damit sind kurzfristige Liquiditätsrisiken ausgeschaltet. Diese Liquiditätssteuerung findet unter Einhaltung der externen Rahmenbedingungen (Grundsatz II) statt. Im Übrigen ist es unser Anliegen, durch eine weitgehend laufzeitkongruente Refinanzierung der Aktiva Liquiditätsrisiken bereits im Ansatz zu vermeiden.

Wie angedeutet ging die Strategie der Bank, überwiegend mit US-Hypotheken besicherte Wertpapiere kurzfristig zu refinanzieren, über die vergangenen Jahre auf. Die USA verzeichneten eine lange Phase des **Aufschwungs am Immobilienmarkt**, die durch hohe Preissteigerungen gekennzeichnet war. Beflügelt durch diesen Boom sowie die ungewöhnlich niedrigen Zinsen nahmen zahlreiche US-Haushalte zinsgünstige Hypothekendarlehen in Anspruch und realisierten sich auf diese Weise den Traum von den eigenen vier Wänden. Die amerikanischen Banken unterstützten sie dabei mit einer laschen Prüfung der Kreditwürdigkeit – bereits in dem Wissen, dass sie die Ausfallrisiken der Kredite zumindest teilweise mittels Verbriefung an den Kapitalmarkt weiterreichen würden. Auf diese Weise entwickelte sich ein eigenes Segment am US-Kreditmarkt, nämlich das der Hypotheken nichterstklassiger Qualität (subprime mortgages).

294 Quelle: IKB Deutsche Industriebank (2007), S. 83.

Diese Entwicklung konnte nicht auf Dauer gut gehen, und tatsächlich setzte nach der Überhitzung des Immobilienmarkts in den Jahren 2005 und 2006 die überfällige **Korrektur** ein. Sie äußerte sich erstens durch steigende Zahlungsrückstände vor allem bonitätsschwacher Schuldner, die eine Folge der steigenden Marktzinsen waren, und zweitens in Zweifeln an der Werthaltigkeit der den Krediten zugrunde liegenden Sicherheiten, weil die Immobilienpreise stagnierten oder sogar sanken.

Die bereits seit Beginn des Jahres 2007 schwelende Krise verstärkte sich durch die Schieflage einzelner Marktteilnehmer (US-Hypothekenbanken, Hedgefonds) zu einer Art **Panik**. In diesem von einer hohen Risikoaversion geprägten Marktumfeld fanden sich für die von Rhineland Funding emittierten Commercial Papers keine Investoren mehr. Auch wenn es sich bei den von Rhineland Funding gehaltenen Vermögenswerten überwiegend um bonitätsstarke Wertpapiere handeln soll,²⁹⁵ d.h. vorrangige Tranchen die erst bei Ausfall entsprechend vieler Kreditnehmer Verluste erleiden, übten sich die Investoren angesichts der allgemeinen Unsicherheit in Zurückhaltung, sodass das Conduit die bereitgestellten Liquiditätslinien in Anspruch nehmen musste. Damit hatte seitens der IKB offensichtlich niemand gerechnet, was der Bank zum Verhängnis wurde. Die Insolvenz konnte nur durch eine kurzfristige Garantiezusage über 8,1 Mrd. Euro der KfW-Bankengruppe verhindert werden.

Die mangelnde Liquidität allein hätte jedoch nur einen vergleichsweise geringen Schaden für die Bank zur Folge. Schwerwiegender sind dagegen die drohenden Ausfälle der den Wertpapieren zugrunde liegenden Hypothekenkredite, die noch auf die IKB zukommen können. Dabei wird die Bestimmung des endgültigen Verlusts noch Jahre in Anspruch nehmen – nämlich solange, bis die dem Portfolio von Rhineland Funding zugrunde liegenden Kredite amerikanischer Hausbesitzer vollständig zurückgezahlt bzw. abgewickelt sind.

Das Beispiel zeigt aber bereits heute, dass die **Trennung von Liquiditäts- und Kreditrisiko** im Rahmen einer ABCP-Struktur künstlich ist. Sie mag berechtigt sein für »normale Marktlagen«, in denen kurzfristig nicht alle Wertpapiere abgesetzt werden können. Bei gravierenden Marktstörungen wie der vorliegenden, bei denen sich dauerhaft keine Käufer mehr für die Wertpapiere finden lassen, trägt der Liquiditätsgeber aber unabwendbar auch die Kreditverluste.

295 »Entsprechend unserer generellen Strategie ist auch hier der Anteil der Investmentgrade-Anlagen mit 94% sehr hoch.« IKB Deutsche Industriebank (2006), S. 119.

Zwangsläufig stellt sich die Frage, welche Rolle das **Management** der betroffenen Bank gespielt hat. Ganz offensichtlich wurden die eingegangenen Risiken fehlerhaft eingeschätzt. Abgesehen davon wurden jedoch auch in den gültigen Rechnungslegungs- und Regulierungsvorschriften vorhandene Spielräume offensiv ausgenutzt.

So wurde trotz IFRS-Bilanzierung die Zweckgesellschaft bislang außerhalb der Bilanz geführt, da nach dem Ermessen der Bank und dem der Wirtschaftsprüfer offensichtlich die Mehrheit der Chancen und Risiken an Rhineland Funding nicht bei der IKB lagen.²⁹⁶ Zudem mussten die von der IKB gewährten Liquiditätslinien aufgrund ihres kurzfristigen Charakters unter Basel I noch nicht mit Eigenkapital unterlegt werden.²⁹⁷ Dahingestellt sei auch, ob das Management die aufsichtführenden Organe rechtzeitig und in vollem Umfang über bestehende Risiken informiert hat – zwischenzeitliche Dementis der drohenden Krise lassen daran zumindest Zweifel aufkommen.

Es ist jedoch nur menschlich, vom Erfolg der Geschäfte geblendet, die damit eingegangenen Risiken großzügig zu beurteilen. Hier ist es die Aufgabe der **Kontrollorgane** – und mit Blick auf die Zielrichtung dieser Handlungshilfe auch die des Aufsichtsrats – eine unabhängige Einschätzung zu geben. Im vorliegenden Fall haben jedoch alle Aufsichtsgremien – das interne Risikomanagement, die interne Revision, der Aufsichtsrat, die Wirtschaftsprüfer, die Rating-Agenturen sowie die Prüfer des Einlagensicherungsfonds, der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und der Bundesbank – dem Treiben scheinbar tatenlos zugesehen und die Krise nicht verhindern können. Anhand der obigen Ausschnitte aus den Geschäftsberichten ist zu erkennen, dass – wenn auch verklausuliert – über die Art und das Risiko der Geschäfte berichtet wurde, sodass aufmerksame und fachkundige Kontrolleure an diesen Stellen hätten einhaken können. Daher wäre es zu einfach, die Verantwortung allein dem Management zuzuweisen, dessen Aktivitäten über Jahre von verschiedenen Seiten gebilligt oder sogar gutgeheißen wurden.

Ursächlich für die Krise war also nicht das Finanzinstrument Verbriefung – schließlich wurde es selbst in anderen Bereichen der IKB verantwortungsvoll eingesetzt. Ausschlaggebend waren stattdessen sein **spekulativer Einsatz** im speziellen Fall und der vermeintlich **sorglose Umgang** mit den damit verbundenen

296 Vgl. Abschnitt 4.2.1.

297 Dies ändert sich jedoch mit den seit 2007 in Deutschland geltenden neuen Eigenkapitalvorschriften nach Basel II.

Risiken. Das Beispiel IKB – und analog auch das der SachsenLB – rechtfertigt also nicht, die Kredit- und Forderungsverbriefung in all ihren Facetten zu misskreditieren. Stattdessen sollte man sie zum Anlass nehmen, sich sachlich und eingehend mit den spezifischen Chancen und Risiken des Finanzinstruments zu beschäftigen und seine Vorteilhaftigkeit im Einzelfall kritisch zu prüfen. Den auf jede Krise folgenden Rufen nach **stärkerer Regulierung** ist zudem entgegenzuhalten, dass unter den bereits verabschiedeten – aber erst im Jahr 2007 in Kraft getretenen – neuen Eigenkapitalregeln nach Basel II²⁹⁸ die Liquiditätslinie der IKB an Rhineland Funding mit Eigenkapital hätte unterlegt werden müssen. Die skizzierte Ausweitung des riskanten Geschäftsvolumens wäre damit gar nicht erst möglich gewesen.

5.4 Volkswirtschaftliche Aspekte

Bisher wurde die Verbriefung aus betriebswirtschaftlicher Perspektive erläutert, d.h. aus Sicht der daran beteiligten Banken und Unternehmen. Die zunehmende Verbreitung des Finanzinstruments hat jedoch auch Auswirkungen auf das Finanzsystem als Ganzes. Zuletzt werden daher in diesem Abschnitt stichpunktartig mögliche Folgen dieser Entwicklung aus makroökonomischer Perspektive diskutiert.²⁹⁹

- Zu begrüßen ist, dass der Kreditrisikotransfer eine bessere **Diversifikation der Kreditrisiken** innerhalb des Bankensektors ermöglicht, wenn einzelne Institute damit ihre Klumpenrisiken reduzieren. Ganz allgemein lassen sich die Kreditrisiken heutzutage flexibler steuern und damit besser an die individuelle Tragfähigkeit der Banken anpassen.
- Zudem können Ausfallrisiken auch auf Institutionen außerhalb des **Bankensektors** verlagert werden, was ebenfalls zu einer gleichmäßigeren Verteilung führen kann.
- Der Handel mit Kreditrisiken verbessert ferner die Transparenz und die Qualität der **Preisbildung**. Die Marktteilnehmer bringen ihre Einschätzung in die

298 Vgl. auch Gliederungspunkt (1) in Abschnitt 5.1.1.

299 Zu Publikationen, die sich mit dem Einfluss der Verbriefung bzw. des Kreditrisikotransfers allgemein auf die Stabilität des Finanzsystems auseinandersetzen, vgl. exemplarisch Deutsche Bundesbank (2004) und Rudolph et al. (2007), S. 177 – 185 m.w.N.

Preisbildung ein, und diese Vielfalt an Meinungen wird durch den Marktmechanismus zu einem transparenten Signal zusammengeführt.³⁰⁰

Fasst man die genannten Aspekte zusammen, so besteht die Chance, dass die Fähigkeit des Bankensystems gestärkt wird, außergewöhnliche **exogene Ereignisse (Schocks)** zu absorbieren. Das würde zu einer erhöhten Finanzmarktstabilität führen.³⁰¹

Bereits im Jahr 2004 wies die Deutsche Bundesbank jedoch darauf hin, dass dies nicht automatisch der Fall sein muss: »Die Ausschöpfung des stabilitätsfördernden Potenzials knüpft allerdings an Voraussetzungen. Insbesondere sind eine ausreichende Eigenkapitalunterlegung der übernommenen Risiken sowie ein professionelles Risikomanagement der Akteure erforderlich. Die Qualität der Risikomanagementsysteme muss Schritt halten mit dem Umfang und mit der Komplexität der Engagements.«³⁰²

Die Richtigkeit und Bedeutung dieser Aussage hätte nicht besser unterstrichen werden können, als durch die Schieflagen der IKB und der SachsenLB. Es liegt somit auf der Hand, dass die zunehmende Verbreitung der Verbriefung auch Risiken für das Finanzsystem birgt:

- Die Bündelung von Kreditrisiken zu Portfolios und deren Einkleidung in Wertpapiere, verbunden mit der durch die Tranchierung bewirkten Umverteilung der Ausfallrisiken, ist an sich bereits mit einem hohen Grad an **Komplexität** verbunden. Dieser lässt sich durch die wiederholte Verbriefung von bereits verbrieften Tranchen um ein Vielfaches steigern, sodass es selbst für Experten teilweise unmöglich wird, die Risiken bestimmter Wertpapiere sachgerecht einzuschätzen.
- **Mangelnde Transparenz** über die bestimmten Wertpapieren zugrunde liegenden Vermögenswerte führt zudem dazu, dass sich Investoren allein auf die Urteile der Rating-Agenturen verlassen müssen. Komplexität und Intransparenz begünstigen Fehleinschätzungen, die den Fortbestand einzelner Institute und – aufgrund der engen Verflechtungen der Banken untereinander – auch das Finanzsystem als Ganzes gefährden.
- Gefahren entstehen auch aus der Tatsache heraus, dass sich bestimmte Transaktionsformen, etwa die Risikoübernahme durch Credit Default Swaps bei

300 Vgl. Deutsche Bundesbank (2004), S. 37.

301 Vgl. auch Brenken/Papenfuß (2007), S. 72; Hofmann (2007), S. 904.

302 Deutsche Bundesbank (2004), S. 44.

synthetischen Verbriefungen, auf eine **kleine Gruppe global tätiger Kontraktpartner** konzentrieren.³⁰³

- Die Tatsache, dass durch die Verbriefung Kreditrisiken auch von Institutionen **außerhalb des Bankensektors** getragen werden können, ermöglicht zwar einerseits eine gleichmäßigere Verteilung der Risiken, induziert aber auch die Gefahr, dass sich die Risiken dort ansammeln, wo sie am wenigsten Kosten verursachen – und damit möglicherweise nicht im regulierten Bankensektor, sondern bei weniger regulierten Investoren, wie Versicherungen und Hedgefonds.³⁰⁴
- Und schließlich spricht auch die Tendenz, dass Banken den Risikotransfer dazu nutzen, um zur Erzielung einer höheren Rendite anschließend **neue Kreditrisiken** einzugehen, eher dafür, dass der Risikotransfer einer einzelnen Bank das Systemrisiko im Bankensektor vergrößert.³⁰⁵

Angesichts der unterschiedlichen Effekte ist es aus heutiger Sicht also noch nicht möglich, eine eindeutige Aussage über die Auswirkungen der Verbriefung auf die Finanzmarktstabilität zu treffen. Wie angedeutet wären jedoch die Schief lagen der genannten Banken möglicherweise verhindert worden, wenn die Institute schon in den letzten Jahren die neuen Eigenkapitalvorschriften sowie streng die Bilanzierungsregeln der IFRS angewendet hätten. Das lässt zumindest für die Zukunft hoffen, dass sich derartige Fehlentwicklungen in absehbarer Zeit nicht wiederholen.

303 Vgl. auch Rudolph et al. (2007), S. 184 m.w.N. Eine ähnliche Konzentration ist bei auf die Absicherung von Kreditverbriefungen spezialisierten Anleiheversicherern (monoliner) zu beobachten.

304 Vgl. auch Hofmann (2007), S. 905.

305 Vgl. Abschnitt 5.1.2 sowie die Nachweise in Fn. 243 auf S. 95.

6 Zusammenfassung

Die Verbreitung des Finanzinstruments Verbriefung ist mittlerweile auch in Deutschland so weit fortgeschritten, dass insbesondere Banken, zunehmend aber auch Industrie- und Handelsunternehmen sowie teilweise auch Privatpersonen kaum noch daran vorbeikommen. Ziel dieser Handlungshilfe ist es, an der Verbriefung in ihren unterschiedlichen Facetten interessierten Personen einen ersten, aber gleichwohl fundierten Einblick in die Thematik zu ermöglichen.

Mit dem neuen Finanzinstrument haben Kreditinstitute die Möglichkeit,

- eigene Kreditrisiken auf traditionelle oder synthetische Weise zu verbiefen,
- als Risikohändler aufzutreten und zunächst Kredite- und Kreditrisiken von Dritten anzukaufen, um diese dann gebündelt zu verbiefen sowie
- als Sponsor von ABCP-Programmen Forderungsverbriefungen für Industrie- und Handelsunternehmen zu strukturieren.

Bei der traditionellen (True-Sale-)Verbiefung werden die Kredite selbst, bei der synthetischen Verbiefung dagegen nur die Kreditrisiken an eine Zweckgesellschaft übertragen. Die Zweckgesellschaft emittiert gleichzeitig Wertpapiere, die mit den übertragenen Krediten besichert sind (asset-backed securities, ABS).

Die Grundlage einer jeden Verbiefung ist die zugehörige Transaktionsstruktur, in der die beteiligten Parteien und deren Beziehungen zueinander abgebildet sind. Besondere Beachtung kommt dabei der Verteilung der im Rahmen einer Transaktion auftretenden Risiken zu. Sie lassen sich in Ausfallrisiken, strukturelle und rechtliche Risiken gruppieren. Für die wichtigste Risikokategorie, die Ausfallrisiken der verbiefen Kredite, haben sich verschiedene Sicherungstechniken etabliert, die in der einen oder anderen Form bei jeder Transaktion zum Einsatz kommen.

Die von der Zweckgesellschaft emittierten ABS unterscheiden sich nach der Art der ihnen zugrunde liegenden Vermögenswerte, wobei sich heutzutage fast alle Formen von Krediten für die Verbiefung eignen. Hinsichtlich der Laufzeit unterscheidet man zwischen Term-Transaktionen, bei denen einmalig langfristige ABS emittiert werden und ABCP-Programmen, bei denen regelmäßig kurzfristige Wertpapiere, sog. Commercial Papers, am Kapitalmarkt platziert werden. Bei der synthetischen Verbiefung hat sich die teilfinanzierte gegenüber der vollfinanzierten Variante durchgesetzt, bei der nur ein geringvolumiger nachrangiger Teil

des Kreditportfolios über die Emission von Wertpapieren, der verbleibende Rest dagegen mittels eines vorrangigen Credit Default Swaps abgesichert wird.

Deutsche Banken bedienen sich seit etwa zehn Jahren der Verbriefungstechnik. Aufgrund steuerlicher und rechtlicher Probleme bei der Übertragung der Kredite wurden nach der Jahrtausendwende zunächst jedoch fast ausschließlich synthetische Transaktionen durchgeführt, gefördert auch durch das Engagement der KfW Bankengruppe in diesem Bereich. Erst mit der Gründung der sog. True-Sale-Initiative zur Stärkung des deutschen Verbriefungsmarkts sowie verbesserten rechtlichen Rahmenbedingungen stieg die Zahl traditioneller Transaktionen seit 2005 spürbar an. Heutzutage stehen daher auch deutschen Banken beide Instrumente gleichermaßen zur Steuerung ihrer Kreditportfolios zur Verfügung.

Doch nicht nur Banken können ihre Kredite in verbrieft Form an den Kapitalmarkt bringen, sondern auch Industrie- und Handelsunternehmen ihre Forderungen aus Lieferungen und Leistungen. Das geschieht in der Praxis fast ausschließlich über ABCP-Programme, die entweder von den Unternehmen selber oder von Banken aufgesetzt werden. Dabei verkaufen die Unternehmen laufend Forderungen an eine auf Dauer angelegte Zweckgesellschaft, das sog. Conduit, das sich durch die regelmäßige Emission von Commercial Papers refinanziert.

Das starke Wachstum deutscher ABCP-Conduits in den letzten Jahren ist jedoch nicht auf die Verbriefung von Handelsforderungen zurückzuführen. Stattdessen refinanzierten auf diese Art immer mehr Banken, darunter auch die IKB und die SachsenLB, höherverzinsliche langfristige mit geringer verzinslichen kurzfristigen Wertpapieren zur Erzielung von Erträgen aus der Fristentransformation. Dennoch unterhalten mehrere deutsche Großunternehmen eigene ABCP-Programme. Auch mittelständische Unternehmen haben bereits über spezifische Mittelstandsprogramme eigene Forderungen verbrieft, wenn auch bisher nur in geringem Umfang.

Der typische Ablauf einer erstmaligen Transaktion kann in drei Phasen eingeteilt werden. Zunächst ist zu prüfen, ob eine Verbriefung für das Unternehmen überhaupt in Frage kommt. Ist dies der Fall, so beginnt mit der Strukturierungsphase die Detailplanung, die mit dem erstmaligen Verkauf der Forderungen endet. Während der Durchführung des Programms, das in der Regel eine fünf- bis siebenjährige Laufzeit besitzt, werden weitgehend automatisiert Forderungen an das Conduit übertragen und – da das Debitorenmanagement beim Unternehmen verbleibt – eingehende Zahlungen entsprechend weitergeleitet.

Ein wichtiger Aspekt im Rahmen einer Verbriefungstransaktion ist ihre bilanzielle Behandlung beim Originator bzw. Forderungsverkäufer. Nach deutschem Handelsrecht (HGB) wird bei den heute üblichen Strukturen ein Bilanzabgang der Vermögenswerte erreicht; zudem braucht die Zweckgesellschaft nicht in den Konzernabschluss einbezogen zu werden. Anders sieht es dagegen bei der Anwendung der International Financial Reporting Standards (IFRS) aus. Hier sind beide Sachverhalte an deutlich restriktivere Bedingungen geknüpft, sodass die Transaktionen in der Regel als besicherte Finanzierung zu bilanzieren sind und die Zweckgesellschaften konsolidiert werden müssen.

Betrachtet man die Chancen und Risiken des Finanzinstruments, so stellt man fest, dass Kreditinstitute aus sehr unterschiedlichen Motiven heraus Kredite bzw. Kreditrisiken verbrieften. Hauptmotiv ist die Entlastung des ökonomischen und regulatorischen Eigenkapitals. Die Verbriefung kann eine Bank jedoch auch darin unterstützen, sich auf ihre Kernkompetenzen zu konzentrieren, sowohl innerhalb der Wertschöpfungskette des Kreditgeschäfts als auch innerhalb des Kreditportfolios. Das Kreditportfolio lässt sich gleichzeitig besser diversifizieren. Mit traditionellen Verbriefungen können darüber hinaus das Liquiditätsmanagement verbessert und ggf. auch die Finanzierungskosten gesenkt werden.

Inwieweit sich Kreditverbiefungen auf das Geschäftsrisiko der Bank auswirken, hängt insbesondere von der Verwendung der bei der Transaktion generierten Mittel ab. Übernimmt eine Bank bei einer Verbriefung die Erstverlustposition und trägt damit weiterhin das überwiegende Ausfallrisiko des verbrieften Portfolios, so führt die Investition der Verkaufserlöse in Neugeschäft zu einem Anstieg des Gesamtbankrisikos, dessen sich besonders die Kapitalgeber der Bank bewusst sein müssen.

Für Industrie- und Handelsunternehmen erweitert die Verbriefung das Finanzierungsspektrum auf verschiedene Weise. Ein Unternehmen kann wie erwähnt direkt einen Teil seiner Forderungsbestände verbrieften und besitzt damit eine Alternative zum klassischen Factoring. Es kann aber auch die von den Banken angebotenen neuen Kreditprodukte, wie standardisierte Schuldscheine oder Genussrechte, in Anspruch nehmen, die anschließend von der Bank in verbrieft Form am Kapitalmarkt platziert werden.

Hauptmotiv für die Forderungsverbriefung ist die Zuführung von Liquidität. Zudem handelt es sich um ein flexibles Instrument, mit dem teilweise auch die Kapitalkosten gesenkt werden können. Die Forderungsverbriefung stellt eine zusätzliche Finanzierungsquelle dar und kann mit einem Reputationsgewinn verbunden

sein. Nachteilig sind der mit einer Transaktion verbundene Arbeitsaufwand sowie ggf. der Verlust an Flexibilität gegenüber den Forderungsschuldnern.

In die Schlagzeilen geraten ist das Finanzinstrument zuletzt anlässlich der US-Hypothekenkrise, die auch zwei deutschen Banken zum Verhängnis wurde. Am Beispiel der IKB lässt sich jedoch verdeutlichen, dass weniger das Finanzinstrument an sich ursächlich für die Schieflage gewesen ist, als vielmehr sein spekulativer Einsatz im speziellen Fall. Daraus ist abzuleiten, dass sich sowohl das Management als auch die Aufsichtsgremien einer Bank sorgfältiger mit den Einsatzbereichen der Verbriefung befassen müssen als bei der IKB. Ist das der Fall, so besteht die begründete Hoffnung, dass die Verbriefung nicht nur auf einzelwirtschaftlicher Ebene für Banken und Unternehmen vorteilhaft ist, sondern auch gesamtwirtschaftlich zur Stabilität des Finanzsystems beiträgt.

Literaturverzeichnis

- Auerbach, Dirk/Fischer, Götz-Eric (2005):** Bilanzierung von Kreditderivaten nach HGB, in: Kreditderivate. Handbuch für die Bank- und Anlagepraxis, hrsg. von Burghof, Hans-Peter/Henke, Sabine/Rudolph, Bernd/Schönbacher, Philipp J./Sommer, Daniel, 2. Auflage, Stuttgart, S. 237 – 259.
- Auerbach, Dirk/Klotzbach, Daniela (2005):** Bilanzierung von Kreditderivaten nach IFRS, in: Kreditderivate. Handbuch für die Bank- und Anlagepraxis, hrsg. von Burghof, Hans-Peter/Henke, Sabine/Rudolph, Bernd/Schönbacher, Philipp J./Sommer, Daniel, 2. Auflage, Stuttgart, S. 261 – 276.
- Bär, Hans Peter (2000):** Asset Securitisation – Die Verbriefung von Finanzaktiven als innovative Finanzierungstechnik und neue Herausforderung für Banken, 3. Auflage, Bern u. a.
- Bechtold, Hartmut/Glüder, Dieter (2006a):** Der ABS-Markt gewinnt in Deutschland an Schwung, in: Börsen-Zeitung vom 16.09.2006, Nr. 179, S. B1.
- Bechtold, Hartmut/Glüder, Dieter (2006b):** True-Sale-Verbriefungen – Erwartungen an die neue Bundesregierung, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 59. Jg., Heft 1, S. 35 – 39.
- Bigus, Jochen (2000):** Finanzierung über Factoring und Finanzierung über Asset-Backed-Securities im Vergleich, in: Wirtschaftswissenschaftliches Studium, 29. Jg., Heft 8, S. 465 – 467.
- Bosak, Jan Michael/Weller, Michael (2006):** Aktuelle Rechtsfragen der Verbriefung, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 59. Jg., Heft 19, S. 1026 – 1028.
- Brenken, Anke/Papenfuß, Holger (2007):** Unternehmensfinanzierung mit ABS, Frankfurt a.M.
- Brütting, Christian/Weber, Nicolas (2004):** Kreditderivate, in: Die Betriebswirtschaft, 64. Jg., Heft 3, S. 379 – 383.
- Bund, Stefan (2000):** Asset Securitisation – Anwendbarkeit und Einsatzmöglichkeiten in deutschen Universalkreditinstituten, Frankfurt a.M.
- Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen (1997):** Rundschreiben 4/97. Veräußerung von Kundenforderungen im Rahmen von Asset-Backed Securities-Transaktionen durch deutsche Kreditinstitute (I3 – 21 – 3/95), Berlin.
- Bundesministerium der Finanzen (2003):** Eckpunktepapier: Der Finanzmarktförderplan 2006, Veröffentlichung vom 05.03.2003, Berlin.
- Czerosky, Joachim/Lotz, Ulrich (2005):** Überblick über die Bilanzierung von ABS-Transaktionen nach US Generally Accepted Accounting Principles (US GAAP), in: Asset

Securitisation in Deutschland, hrsg. von Deloitte & Touche, 2. Auflage, Düsseldorf, S. 38 – 39.

- Demica (2004):** The New Voice of the Invoice, Demica Report Series, No. 1, Mai 2004, London.
- Dentz, Markus (2004):** A Question of Time. Vergleich: ABS-Programme für den Mittelstand, in: Finance, o.Jg., Heft 4, S. 58 – 64.
- Deutsche Bundesbank (2004):** Instrumente zum Kreditrisikotransfer: Einsatz bei deutschen Banken und Aspekte der Finanzmarktstabilität, in: Deutsche Bundesbank Monatsberichte, 56. Jg., Heft 4, S. 27 – 45.
- Dittrich, Kurt/Uhl, Laurenz (2005):** Rechtliche Aspekte der Einführung von Refinanzierungsregistern, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 58. Jg., Heft 18, S. 994 – 996.
- Emse, Cordula (2005):** Verbriefungstransaktionen deutscher Kreditinstitute. Eine Analyse alternativer Strukturvarianten und deren regulatorischer Erfassung nach Grundsatz I und Basel II, Wiesbaden.
- Financial Gates/Allgemeine Kreditversicherung Coface/IKB Deutsche Industriebank (2005):** Asset-Backed Securitisation. Finanzierungsalternative für den Mittelstand, Frankfurt a.M. u. a.
- FitchRatings (2004):** Asset-Backed Commercial Paper Explained, Asset-Backed Criteria Report, New York, NY.
- Franke, Günter/Krahen, Jan Pieter (2006):** Default Risk Sharing Between Banks and Markets: The Contribution of Collateralized Debt Obligations, in: The Risks of Financial Institutions, hrsg. von Carey, Mark/Stulz, René M., Chicago, IL/London, S. 603 – 631.
- Frese, Michael (2005):** Rechtliche Rahmenbedingungen der True-Sale-Verbriefung – Was ist geschafft? Was bleibt zu tun? in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 58. Jg., Heft 18, S. 965 – 968.
- Gann, Philipp/Hofmann, Bernd (2005):** Die Bedeutung des Kreditrisikohandels für spezialisierte Kreditinstitute, in: Bankarchiv, 53. Jg., Heft 7, S. 473 – 482.
- Gerke, Wolfgang/Mager, Ferdinand/Herbst, Gabriele (2002):** Asset-Backed Securities – Eine Simulation der bilanziellen Ertragswirkung bei Kreditinstituten, in: Die Betriebswirtschaft, 62. Jg., Heft 1, S. 77 – 93.
- Glüder, Dieter/Bechtold, Hartmut (2004):** ABS Made in Germany, in: Die Bank, o.Jg., Heft 12, S. 18 – 21.
- Hänsel, Dennis/Krahen, Jan Pieter (2006):** Does Securitization Reduce Bank Risk? Evidence from the European CDO Market, Working Paper, 20.05.2006, Frankfurt a.M.

- Hofmann, Gerhard (2007):** Auswirkungen von Verbriefungen auf die Finanzmarktstabilität, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 60. Jg., Heft 17, S. 904 – 905.
- Hommel, Ulrich (2005):** Verbriefung von Unternehmens-, Factoring- und Leasingforderungen in Deutschland, Oestrich-Winkel.
- IKB Deutsche Industriebank (2006):** Geschäftsbericht 2005/2006, Düsseldorf.
- IKB Deutsche Industriebank (2007):** Geschäftsbericht 2006/2007, Düsseldorf.
- Institut der Wirtschaftsprüfer (2002):** Stellungnahme zur Rechnungslegung: Zweifelsfragen der Bilanzierung von asset-backed-securities-Gestaltungen und ähnlichen Transaktionen (IDW RS HFA 8), in: Die Wirtschaftsprüfung, 55. Jg., Heft 21, S. 1151 – 1157.
- Institut der Wirtschaftsprüfer (2005):** Stellungnahme zur Rechnungslegung: Einzelfragen zur Anwendung von IFRS (IDW RS HFA 2), in: Die Wirtschaftsprüfung, 58. Jg., Heft 24, S. 1402 – 1415.
- Institut der Wirtschaftsprüfer (2007):** Stellungnahme zur Rechnungslegung: Einzelfragen zur Bilanzierung von Finanzinstrumenten nach IFRS (IDW RS HFA 9), in: IDW Fachnachrichten, Stand: 12.04.2007, Nr. 6/2007, S. 326 – 400.
- Kemmer, Michael (2005):** »Buy and Hold« war gestern: Portfoliooptimierung durch Kreditrisikohandel, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 58. Jg., Heft 12, S. 609 – 612.
- Knoch, Andreas (2007):** Renaissance des Schuldscheins. Kapitalmarktkonditionen für den Mittelstand, in: Finance, o.Jg., Heft 4, S. 36 – 37.
- Kothari, Vinod (2006):** Securitization. The Financial Instrument of the Future, Singapur.
- Krahen, Jan Pieter/Wilde, Christian (2006):** Risk Transfer with CDOs and Systemic Risk in Banking, Working Paper, 01.03.2006, Frankfurt a.M.
- Lenhard, Martin/Lindner, Jens (2005):** True-Sale-Verbriefung: Erfahrungen und Perspektiven für deutsche NPL-Transaktionen, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 58. Jg., Heft 18, S. 973 – 976.
- Lorenz, Michaela (2006):** Pfandbriefe versus MBS – Rivalen oder komplementäre Instrumente? in: Der Pfandbrief 2006, hrsg. von Verband deutscher Pfandbriefbanken, Berlin, S. 47 – 57.
- Lotz, Ulrich (2005a):** Die Bilanzierung von ABS-Transaktionen nach HGB, in: Asset Securitisation in Deutschland, hrsg. von Deloitte & Touche, 2. Auflage, Düsseldorf, S. 20 – 28.
- Lotz, Ulrich (2005b):** Die Bilanzierung von ABS-Transaktionen nach IFRS, in: Asset Securitisation in Deutschland, hrsg. von Deloitte & Touche, 2. Auflage, Düsseldorf, S. 29 – 37.

- Moody's Investors Service (1995):** Can Asset Securitization Squeeze Any Juice Out of Your Capital Structure? Special Comment, November, New York, NY.
- Moody's Investors Service (2007):** 2006 Review & 2007 Outlook: German/Austrian/Swiss Structured Finance, Special Report, 10.01.2007, London.
- Nöth, Thomas F. (2005):** Ablauf einer Mittelstands-ABS-Transaktion, in: Asset-Backed Securitisation. Finanzierungsalternative für den Mittelstand, hrsg. von Financial Gates/Allgemeine Kreditversicherung Coface/IKB Deutsche Industriebank, Frankfurt a.M. u. a., S. 51 – 54.
- Oesterreichische Nationalbank (2004):** Best Practice im Risikomanagement von Verbriefungen, Leitfadensreihe zum Kreditrisiko, Wien.
- Paul, Stephan (1994):** Bankenintermediation und Verbriefung, Wiesbaden.
- Paul, Stephan (2007):** Finanzierung, in: Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, hrsg. von Köhler, Richard/Küpper, Hans-Ulrich/Pfingsten, Andreas, 6. Auflage, Stuttgart, Sp. 464 – 475.
- Pellens, Bernhard/Fühlbier, Rolf Uwe/Gassen, Joachim (2006):** Internationale Rechnungslegung. IFRS 1 bis 7, IAS 1 bis 41, IFRIC-Interpretationen, Standardentwürfe, 6. Auflage, Stuttgart.
- Perridon, Louis/Steiner, Manfred (2007):** Finanzwirtschaft der Unternehmung, 14. Auflage, München.
- Pfaue, Michael (2003):** Verbriefung von Forderungsportfolien – Asset-Backed-Securities, in: Strukturierte Finanzierungen. Projektfinanzierung Buy-out-Finanzierung Asset-Backed-Strukturen, hrsg. von Wolf, Birgit/Hill, Mark/Pfaue, Michael, Stuttgart, S. 167 – 197.
- Ricken, Stephan (2007):** Kreditrisikotransfer europäischer Banken. Theoretische Begründungsansätze und ihre kapitalmarktempirische Überprüfung anhand von Verbriefungstransaktionen, Frankfurt a.M.
- Riegler, Johannes-Jörg (2005):** Kreditportfolio-Management als strategische Ressource, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 58. Jg., Heft 22, S. 1246 – 1250.
- Röchling, Arndt (2002):** Loan-Backed Securities. Verbriefung von Firmenkundenkrediten in einem Verbund von Kreditinstituten am Beispiel der deutschen Sparkassen, Lohmar/Köln.
- Rosenblatt, Marty/Johnson, Jim/Mountain, Jim (2005):** Securitization Accounting. The Ins and Outs (And Some Do's and Don'ts) of FASB 140, FIN 46R, IAS 39 and More, Deloitte & Touche, 7. Auflage, New York, NY.
- Rudolph, Bernd/Hofmann, Bernd/Schaber, Albert/Schäfer, Klaus (2007):** Kreditrisikotransfer. Moderne Instrumente und Methoden, Heidelberg.

- Schäfer, Henry/Kuhnle, Oliver (2006):** Die bilanzielle Behandlung von Zweckgesellschaften und ihre Bedeutung im Rahmen der Corporate Governance, edition der Hans-Böckler-Stiftung 177, Düsseldorf.
- Schiessl, Martin (2006):** Offene steuerrechtliche Fragen bei der Verbriefung von Mittelstandsrisiken, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 59. Jg., Heft 19, S. 1065 – 1067.
- Schmittat, Johannes (2007):** Asset Backed Securities. Die Verbriefung von Handelsforderungen als Finanzierungsalternative für den großen Mittelstand, Wiesbaden.
- Tebroke, Hermann-Josef (2004):** Asset Backed Securitization als Finanzierungsalternative mittelständischer Unternehmen in Deutschland, in: Mittelstand im Fokus. 25 Jahre BF/M-Bayreuth, hrsg. von Schlüchtermann, Jörg/Tebroke, Hermann-Josef, Wiesbaden, S. 125 – 152.
- The Boston Consulting Group (2004):** Optimale staatliche Rahmenbedingungen für einen Kreditrisikomarkt/Verbriefungsmarkt für Kreditforderungen und -risiken in Deutschland. Gutachten im Auftrag des Bundesministeriums der Finanzen, Frankfurt.
- Weiß, Werner (2007):** Der Vorher-Nachher-Effekt. Wie Asset-based Lending das Bilanzrating verbessert, in: Finance, o.Jg., Heft 7, S. 48 – 50.
- Wöhe, Günter/Bilstein, Jürgen (2002):** Grundzüge der Unternehmensfinanzierung, 9. Auflage, München.

Stichwortverzeichnis

ABCP-Programme	36, 40, 41, 53–57, 79, 100, 104, 108, 119, 120
der Bayer AG	62
Kosten der Teilnahme	104
Arbitrage-CDO	41, 81
Arranger	21
Asset-Backed-Commercial-Paper	<i>Siehe ABCP-Programme</i>
Balance-Sheet-CDO	41, 81, 82
Bankgeheimnis	38, 44
Bilanzabgang	18, 34, 37, 43, 69, 70, 76–79, 91, 106, 121
nach HGB	70–72
nach IFRS	76–79
Cash Collateral	<i>Siehe Reservekonto</i>
Collateralised Debt Obligation	39
Conduit	54, 55, 57, 61, 67, 101, 102, 109, 111, 114, 120
Credit Default Swap	27, 29, 42, 49, 117, 120
Credit Enhancements	<i>Siehe Sicherungstechniken</i>
Credit Linked Note	27, 29, 30, 43
Datenschutz	38
Diversifikation	65, 82, 86, 87, 89, 92, 99, 105, 116
der Finanzierungsquellen	87, 105
des Kreditportfolios	86
Entwicklung der Forderungsverbriefung	57–64
Entwicklung der Kreditverbriefung	44
synthetische Transaktionen	49–52
traditionelle Transaktionen	44–48
Equity Piece	<i>Siehe Erstverlustposition</i>
Erstverlustposition	33, 49, 75, 91, 92, 93, 94, 95, 121
Factoring	46, 69, 97, 100–102, 104, 108, 121
Finanzmarktförderplan 2006	45
First Loss Piece	<i>Siehe Erstverlustposition</i>
Genussscheine	97
Gewerbsteuer	23, 46, 63
Investoren in ABS	23
KfW-Programme	49, 50, 52
Kleinunternehmerförderungsgesetz	46

Konsolidierung von Zweckgesellschaften	72, 74
nach HGB	72
nach IFRS	74
Kosten einer Verbriefungstransaktion.....	25, 104 – 105
Kredit-/Ausfallrisiken	<i>Siehe Risiken</i>
Kreditderivat	26
Liquiditätsgeber	24, 55, 111, 114
Liquiditätsrisiken	<i>Siehe Risiken</i>
Monoliner.....	34, 117
Mortgage-Backed Securities.....	39, 109
Motive	81, 82, 92, 103, 107
für die Forderungsverbriefung	103 – 107
für die Kreditverbriefung.....	81–92
Multi-Seller-Transaktion.....	41
Nachordnung.....	32, 33, 34, 89
Notleidende Kredite	48, 85
Originator.....	21–24, 26, 29, 30, 31, 33, 34, 36, 37, 42, 43, 46, 47, 49, 52,69, 70, 71, 73, 75, 78, 81 – 83, 85, 87, 90 – 92, 108, 121
Overcollateralisation	<i>Siehe Übersicherung</i>
Pfandbrief.....	41, 45
Platzierung von ABS.....	23
Promise-Plattform	49
Provide-Plattform.....	49
Rating-Agentur	17, 24, 25, 30, 46, 56, 57, 71, 91, 92, 106, 115, 117
Refinanzierungsregister.....	46
Reservekonto.....	33
Risiken für die Bank als Originator.....	92–95
Kredit-/Ausfallrisiken	31, 55
Liquiditätsrisiken	35, 54, 88
Marktrisiken.....	34
operationelle	36
rechtliche.....	36
strukturelle	34 – 36
Rundschreiben 4/97	44
Schuldscheindarlehen	48, 97, 98, 99, 100
Seniorität	32
Servicer	23

SIC-12	74, 75
Sicherungsgeber	24, 27, 30, 31, 34, 42, 55
bei ABCP-Programmen	55, 101
bei Kreditderivaten	27
Sicherungstechniken	31, 33, 34, 55, 66, 70, 71, 75, 78, 89, 94, 95, 104, 119
Single-Seller-Transaktion	41
Special Purpose Vehicle	<i>Siehe Zweckgesellschaft</i>
Spread Account	<i>Siehe Überlaufkonto</i>
Stop Issuance Trigger	56
Structured Investment Vehicle	55, 111
Subordination	<i>Siehe Nachordnung</i>
Super Senior Swap	42, 51
Swap-Partner	24, 30
Synthetische Kreditverbriefung	26
Entwicklung	49–52
Grundstruktur	26
Varianten	28, 42
Term-Transaktion	39, 40, 56, 70, 79, 119
Traditionelle Kreditverbriefung	21
Entwicklung	44 – 48
Grundstruktur	21 – 26
Rechtlicher vs. bilanzieller „true sale“	79
Tranchierung	32, 51, 89, 92, 117
Treuhänder	24, 30, 36
True Sale International	45, 48
True-Sale-Initiative	45, 47, 120
Überlaufkonto	33, 70
Übersicherung	33, 55, 70
Verwässerung	66
Wasserfallprinzip	32
Wind Down Trigger	56
Zweckgesellschaft	18, 21 – 25, 28 – 30, 33 – 39, 41, 43, 46, 48, 51 – 55, 57, 66 – 67,
.....	69 – 75, 78 – 79, 88, 90, 94, 103, 111, 114, 119 – 121
bei ABCP-Programmen	53 – 54
bei synthetischer Verbriefung	28 – 29, 43
Konsolidierung	72, 74
mit Sitz in Deutschland	45, 63

edition der Hans-Böckler-Stiftung
Bisher erschienene Reihentitel ab Band 140

	Bestellnr.	ISBN	Preis / €
Volker Eichener • Rolf G. Heinze Beschäftigungspotenziale im Dienstleistungssektor	13140	3-86593-017-4	29,00
Peter Kalkowski • Otfried Mickler Projektorganisation in der IT- und Medienbranche	13141	3-86593-018-2	28,00
Riza Gürel Betriebsverfassungsgesetz in türkischer Sprache	13142	3-86593-019-9	15,00
Henry Schäfer • Philipp Lindenmayer Externe Rechnungslegung und Bewertung von Humankapital	13143	3-86593-020-4	10,00
Ulrike C. Kannengießler Arbeitsschutz für Frauen	13144	3-86593-021-2	15,00
Carsten Würmann Was heißt hier eigentlich gewerkschaftlich?	13145	3-86593-022-2	12,00
Dorothee Beck (Hrsg.) Zeitarbeit als Betriebsratsaufgabe	13146	3-86593-023-9	15,00
Martin Führ • Andrea Baukowitz (Hrsg.) Evaluierung regionalwirtschaftlicher Wirkungsanalysen	13147	3-86593-024-7	19,00
Birgit K. Mielke Grundlagen des handelsrechtlichen Jahresabschlusses und Jahresabschlussanalyse	13148	3-86593-025-5	10,00
Thomas Ebert Generationengerechtigkeit in der gesetzlichen Rentenver- sicherung – Delegitimation des Sozialstaates?	13149	3-86593-026-3	18,00
Marcus Kahmann Mit vereinten Kräften. Ursachen, Verlauf und Konsequenzen der Gewerkschaftszusammenschlüsse von IG BCE und ver.di	13150	3-86593-027-1	10,00
Sibel Vurgun (Hrsg.) Gender und Raum	13152	3-86593-029-8	28,00
Achim Sollanek Bankbilanzen nach deutschem Handelsrecht. Betriebswirtschaftliche Handlungshilfen	13153	3-86593-030-1	12,00
Siegfried Leittretter (Hrsg.) Energieeffizientes Krankenhaus – für Klimaschutz und Kostensenkung	13154	3-86593-031-X	18,00
Klaus Maack • Jesco Kreft • Eckhard Voss Zukunft der Milchwirtschaft	13155	3-86593-032-8	18,00

	Bestellnr.	ISBN	Preis / €
Susanne König • Mette Rehling Mitarbeitergespräche	13156	3-86593-033-6	12,00
Herbert Klemisch • Philip Potter (Hrsg.) Instrumente nachhaltigen Wirtschaftens in der Unternehmenspraxis	13157	3-86593-034-4	19,00
Peter Martin Mobile Büroarbeit	13158	3-86593-035-2	12,00
Björn Rohde-Liebenau Whistleblowing	13159	3-86593-036-0	10,00
Jürgen Enders Promovieren als Prozess – Die Förderung von Promovierenden durch die Hans-Böckler-Stiftung	13160	3-86593-037-9	12,00
Thomas Blanke Vorrats-SE ohne Arbeitnehmerbeteiligung	13161	3-86593-038-7	12,00
Oliver Schöller Mobilität im Wettbewerb	13162	3-86593-039-5	12,00
Gertrud Hovestadt • Nicole Keßler • Otto Pompe Peter Stegelmann Internationale Bildungsanbieter auf dem deutschen Markt	13163	3-86593-040-9	12,00
Marita Körner Flexicurity in atypischen Arbeitsverhältnissen	13164	3-86593-041-7	10,00
Birgit Soete Biotechnologie in Vergleich – Wo steht Deutschland?	13165	3-86593-044-1	19,00
Heinz Putzhammer (Hrsg.) Wege zu nachhaltigem Wachstum, Beschäftigung und Stabilität	13166	3-86593-045-X	10,00
Frank Havighorst Personalkennzahlen	13167	3-86593-046-8	10,00
Thomas Fritz • Kai Mosebach • Werner Raza Christoph Scherrer GATS-Dienstleistungsliberalisierung	13168	3-86593-047-6	15,00
Wolfgang Irrek • Stefan Thomas Der EnergieSparFonds für Deutschland	13169	3-86593-048-4	16,00
Thomas Blanke Erweiterung der Beteiligungsrechte SE-Betriebsrats durch Vereinbarung	13170	3-86593-049-2	10,00
Reiner Tramp Der Jahresabschluss der Holding. Betriebswirtschaftliche Handlungshilfen	13171	3-86593-050-6	12,00

	Bestellnr.	ISBN	Preis / €
Wolfram Bremerer • Hans Brinckmann • Werner Killian Public Governance kommunaler Unternehmen	13173	978-3-86593-052-1	24,00
Ingo Kübler Stabsmitarbeiter und Referenten betrieblicher Interessenvertretungen	13174	3-86593-053-0	10,00
Gertrud Kuhnlein Einstiegsqualifizierung für Jugendliche (EQJ)	13175	3-86593-054-9	10,00
Peter Liepmann • Oliver Bonkamp • Britta Martina Gohs Kooperation und Netzwerke in ausgewählten Branchen der Region Ostwestfalen-Lippe	13176	978-3-86593-055-2	29,00
Henry Schäfer • Oliver Kuhnle Die bilanzielle Behandlung von Zweckgesellschaften u. ihre Bedeutung im Rahmen der Corporate Governance	13177	978-3-86593-056-9	15,00
Daniel Tech Flexicurity und beschäftigtenorientierte Unternehmensstrategien im Betrieb	13178	978-3-86593-057-6	15,00
Juri Hälker • Claudius Vellay (Hg.) Union Renewal – Gewerkschaften in Veränderung 2. erweiterte Auflage	13179	978-3-86593-058-3	19,00
Jürgen Kühling Gewerkschaftsvertreter im Aufsichtsrat	13181	978-3-86593-060-6	10,00
Ronald Schettkat Lohnspreizung:Mythen und Fakten	13183	978-3-86593-062-0	10,00
Judith Beile • Max Klein • Klaus Maack Zukunft der Fleischwirtschaft	13186	978-3-86593-066-8	15,00
Andreas Ebert • Ernst Kistler • Falko Trischler Ausrangiert - Arbeitsmarktprobleme Älterer in den Regionen	13189	978-3-86593-069-9	25,00
Lionel Fulton (Hg.) The forgotten Resource: Corporate Governance an Employee Board-Level Representation. The Situation in France, the Netherlands, Sweden and the UK.	13190	978-3-86593-070-5	18,00
Elke Ahlers • Fikret Öz • Astrid Ziegler Standortverlagerungen in Deutschland – einige empirische und politische Befunde	13194	978-3-86593-074-3	12,00
Otto Jacobi • Maria Jepsen • Berndt Keller Manfred Weiss (Hg.) Social Embedding and the Integration of Markets. An Opportunity for Transnational Trade Union Action or an Impossible Task?	13195	978-3-86593-075-0	20,00

	Bestellnr.	ISBN	Preis / €
Michael Nusser • Birgit Soete • Sven Wydra (Hg.) Wettbewerbsfähigkeit und Beschäftigungspotenziale der Biotechnologie in Deutschland	13197	978-3-86593-077-4	30,00
Thorsten Sellhorn Pensionsverpflichtungen in der Rechnungslegung Betriebswirtschaftliche Handlungshilfen	13198	978-3-86593-078-1	15,00
Henry Schäfer • Oliver Kuhnle Die Bilanzierung originärer Finanzinstrumente im Jahresabschluss nach HGB und IFRS	13199	978-3-86593-079-8	15,00
Karin Schulze Buschoff unter Mitarbeit von Claudia Schmidt Neue Selbstständige im europäischen Vergleich	13201	978-3-86593-081-1	20,00
Hans-Joachim Voth Transparenz und Fairness auf einem einheitlichen europäischen Kapitalmarkt	13203	978-3-86593-083-5	12,00
Stefan Stracke • Erko Martins • Birgit K. Peters Friedemann W. Nerdinger Mitarbeiterbeteiligung und Investivlohn	13205	978-3-86593-085-9	18,00
Bettina Graue Aufgaben, Grenzen und Perspektiven des Gender- Gedankens im Betriebsverfassungsgesetz	13207	978-3-86593-087-3	12,00
Hermann Groß Betriebs- und Arbeitszeitmanagement in tarif- gebundenen und nicht tarifgebundenen Betrieben	13210	978-3-86593-091-0	10,00

Ihre Bestellungen senden Sie bitte unter Angabe der Bestellnummern an den Setzkasten oder unter Angabe der ISBN an Ihre Buchhandlung. Ausführliche Informationen zu den einzelnen Bänden können Sie dem aktuellen Gesamtverzeichnis der Buchreihe **edition** entnehmen.

Setzkasten GmbH
Kreuzbergstraße 56
40489 Düsseldorf
Telefax 0211-408 00 90 40
E-Mail mail@setzkasten.de

Hans-Böckler-Stiftung

Die Hans-Böckler-Stiftung ist das Mitbestimmungs-, Forschungs- und Studienförderungswerk des Deutschen Gewerkschaftsbundes. Gegründet wurde sie 1977 aus der Stiftung Mitbestimmung und der Hans-Böckler-Gesellschaft. Die Stiftung wirbt für Mitbestimmung als Gestaltungsprinzip einer demokratischen Gesellschaft und setzt sich dafür ein, die Möglichkeiten der Mitbestimmung zu erweitern.

Mitbestimmungsförderung und -beratung

Die Stiftung informiert und berät Mitglieder von Betriebs- und Personalräten sowie Vertreterinnen und Vertreter von Beschäftigten in Aufsichtsräten. Diese können sich mit Fragen zu Wirtschaft und Recht, Personal- und Sozialwesen oder Aus- und Weiterbildung an die Stiftung wenden. Die Expertinnen und Experten beraten auch, wenn es um neue Techniken oder den betrieblichen Arbeits- und Umweltschutz geht.

Wirtschafts- und Sozialwissenschaftliches Institut (WSI)

Das Wirtschafts- und Sozialwissenschaftliche Institut (WSI) in der Hans-Böckler-Stiftung forscht zu Themen, die für Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer von Bedeutung sind. Globalisierung, Beschäftigung und institutioneller Wandel, Arbeit, Verteilung und soziale Sicherung sowie Arbeitsbeziehungen und Tarifpolitik sind die Schwerpunkte. Das WSI-Tarifarchiv bietet umfangreiche Dokumentationen und fundierte Auswertungen zu allen Aspekten der Tarifpolitik.

Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK)

Das Ziel des Instituts für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK) in der Hans-Böckler-Stiftung ist es, gesamtwirtschaftliche Zusammenhänge zu erforschen und für die wirtschaftspolitische Beratung einzusetzen. Daneben stellt das IMK auf der Basis seiner Forschungs- und Beratungsarbeiten regelmäßig Konjunkturprognosen vor.

Forschungsförderung

Die Stiftung vergibt Forschungsaufträge zu Mitbestimmung, Strukturpolitik, Arbeitsgesellschaft, Öffentlicher Sektor und Sozialstaat. Im Mittelpunkt stehen Themen, die für Beschäftigte von Interesse sind.

Studienförderung

Als zweitgrößtes Studienförderungswerk der Bundesrepublik trägt die Stiftung dazu bei, soziale Ungleichheit im Bildungswesen zu überwinden. Sie fördert gewerkschaftlich und gesellschaftspolitisch engagierte Studierende und Promovierende mit Stipendien, Bildungsangeboten und der Vermittlung von Praktika. Insbesondere unterstützt sie Absolventinnen und Absolventen des zweiten Bildungsweges.

Öffentlichkeitsarbeit

Mit dem 14tägig erscheinenden Infodienst »Böckler Impuls« begleitet die Stiftung die aktuellen politischen Debatten in den Themenfeldern Arbeit, Wirtschaft und Soziales. Das Magazin »Mitbestimmung« und die »WSI-Mitteilungen« informieren monatlich über Themen aus Arbeitswelt und Wissenschaft. Mit der Homepage www.boeckler.de bietet die Stiftung einen schnellen Zugang zu ihren Veranstaltungen, Publikationen, Beratungsangeboten und Forschungsergebnissen.

Hans-Böckler-Stiftung
Hans-Böckler-Straße 39
40476 Düsseldorf
Telefax: 02 11/77 78-225
www.boeckler.de

**Hans Böckler
Stiftung** 

Fakten für eine faire Arbeitswelt.

