



universität
wien

MAGISTERARBEIT

Titel der Magisterarbeit

Asset Securitisation
Entstehung, Grundkonzept und zukünftige Entwicklungen

Verfasser

Roman Berger

angestrebter akademischer Grad

Magister der Sozial- und Wirtschaftswissenschaften
(Mag.rer.soc.oec.)

Wien, im Oktober 2008

Studienkennzahl lt. Studienblatt: A 066 915

Studienrichtung lt. Studienblatt: Betriebswirtschaft

Betreuer: Univ. Prof. DDr. Jürgen Huber

Eidesstattliche Erklärung

Ich erkläre hiermit Eides statt, dass ich die vorliegende Arbeit selbstständig und ohne Benutzung anderer als der angegebenen Hilfsmittel angefertigt habe. Die aus fremden Quellen direkt oder indirekt übernommenen Gedanken sind als solche kenntlich gemacht.

Die Arbeit wurde bisher in gleicher oder ähnlicher Form keiner anderen Prüfungsbehörde vorgelegt und auch noch nicht veröffentlicht.

Datum

Unterschrift

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	1
1. Einleitung	3
1.1 Definition von Verbriefung	3
1.2 Verschiedene Arten von Verbriefungen.....	4
1.2.1 True Sale Securitisation	4
1.2.2 Synthetic Securitisation.....	4
1.2.3 Whole Business Securitisation	5
1.3 Gründe für Verbriefungen	5
1.3.1 Vorteile für die Anbieter (Banken)	5
1.3.2 Vorteile für die Investoren	6
1.3.3 Vorteile für die Kreditnehmer	7
1.4 Die Anfänge und historische Entwicklung von Verbriefungen	7
1.4.1 Die Anfänge des Hypothekenmarktes in den USA	7
1.4.2 Die Herausbildung eines Sekundärmarktes.....	9
1.4.3 Die Schuldenkrise und erste Verbriefungstransaktionen	10
1.4.4 Entwicklung und Ausbreitung der Verbriefung in Europa	12
1.5 Die beteiligten Parteien.....	13
1.5.1 Der Originator	13
1.5.2 Die Zweckgesellschaft - Das Special Purpose Vehicle (SPV).....	14
1.5.2.1 Kriterien für die Standort- und Rechtsformwahl.....	14
1.5.2.2 Die Ausgestaltung des SPV als Trust.....	15
1.5.2.3 Die Ausgestaltung des SPV als Kapitalgesellschaft	16
1.5.3 Der Servicer.....	17
1.5.4 Der Treuhänder	17
1.5.5 Sonstige beteiligte Parteien	18
1.6 Strukturierung der Transaktion.....	18
1.6.1 Pass-Through Structure	19
1.6.2 Pay-Through Structure	19
1.6.3 Market Value Structure	20

2. Produkte der klassischen Kreditverbriefung.....	20
2.1 Asset Backed Securities (ABS)	21
2.1.1 Struktureller Unterschied bei ABS.....	21
2.1.2 Auto Loan and Leased Backed Securities.....	21
2.1.3 Credit Card Receivable Backed Securities.....	22
2.2 Mortgage Backed Securities (MBS).....	23
2.2.1 Mortgage Pass-Through Securities	24
2.2.2 Collateralized Mortgage Obligations (CMO)	24
2.2.3 Stripped Mortgage Backed Securities (SMBS).....	25
2.3 Collateralized Debt Obligations (CDO)	26
3. Risiken im Rahmen der Verbriefung.....	27
3.1 Collateral-Risiken.....	28
3.2 Struktural-Risiken	29
3.3 Rechtliche und Regulatorische Risiken.....	31
4. Risikomanagement durch Credit Enhancement	32
4.1 Internes Credit Enhancement	33
4.1.1.1 Coverage Tests	34
4.1.1.2 Overcollateralisation Test	35
4.1.1.3 Interest Coverage Test.....	35
4.1.2 Subordination	36
4.1.3 Spread Accounts.....	36
4.1.4 Originator Recourse	36
4.2 Externes Credit Enhancement	37
4.2.1 Financial Guaranty Insurance.....	37
4.2.2 Letters of Credit	38
4.2.3 Cash Collateral Accounts	38
5. Bedeutung des Ratings und Vorgehensweise im Rahmen einer ABS-Transaktion.....	39
5.1 Nutzen und Funktion des Ratings für die beteiligten Parteien.....	39
5.2 Rating der Emission versus Rating des Emittenten.....	41
5.3 Ratingsymbole und Definitionen.....	42
5.3.1 Differenzierung nach der Laufzeit	42
5.3.2 Andere Differenzierungsmöglichkeiten	44

5.4 Die Entstehung der bedeutendsten Ratingagenturen	45
5.4.1 Standard & Poor's Corporation.....	45
5.4.2 Moody's Investors Service.....	46
5.4.3 Fitch Investors Service, Inc.....	46
5.5 Ablauf des Ratings und Ansätze der Ratingagenturen.....	47
5.5.1 Vorphase.....	47
5.5.2 Quantitative Analyse	47
5.5.2.1 Die Vorgehensweise von Standard & Poor's.....	48
5.5.2.2 Die Vorgehensweise von Moody's	49
5.5.2.3 Die Vorgehensweise von Fitch	49
5.5.2.4 Zusammenfassung und Vergleich der Ratingagenturen.....	50
5.5.3 Qualitative Analyse	51
5.5.4 Festlegung des Ratings und Abschlussphase	51
6. Entwicklungen auf den europäischen und amerikanischen	
Märkten im Rahmen der Securitisation	51
6.1 Historische Entwicklung der Emissionsvolumen in Europa und den USA	53
6.2 Verteilung des Emissionsvolumens hinsichtlich der Einstufung im Rating	56
6.3 Entwicklung der Up- und Downgrades zwischen 2005 und 2008.....	57
6.4 Änderung der Credit Spreads in Europa und den USA.....	59
6.5 Ein Blick in die Zukunft	61
7. Zusammenfassung und Schlussfolgerung	62
Literaturverzeichnis	64
Anhang: Lebenslauf	69

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Übersicht über die wichtigsten Produkte im Rahmen der Asset Securitisation.	20
Abbildung 2: Überblick über die verschiedenen Typen von CDOs.....	27
Abbildung 3: Risiken im Rahmen der Verbriefung	28
Abbildung 4: Techniken des Credit Enhancement.....	33
Abbildung 5: US Issuance by Collateral 2007	54
Abbildung 6: US ABS Issuance	55
Abbildung 7: European Issuance.....	55
Abbildung 8: ABS UP- und Downgrades in den USA	57
Abbildung 9: ABS Up- und Downgrades in Europa.....	58
Abbildung 10: Entwicklung der Credit Spreads in Europa.....	60
Abbildung 11: Entwicklung der Credit Spreads in den USA.....	60

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Symbole und Definitionen für das langfristige Rating	43
Tabelle 2: Symbole und Definitionen für das kurzfristige Rating	44
Tabelle 3: European Historical Issuance	53
Tabelle 4: US Historical Issuance	54
Tabelle 5: Emissionsvolumen in Europa aufgeteilt nach der Einstufung im Rating	56
Tabelle 6: Emissionsvolumen in den USA aufgeteilt nach der Einstufung im Rating	56

Vorwort

Die Verbriefung von Forderungen ist ein noch sehr junges Phänomen. Zwar liegen die Ursprünge, wie man später lesen wird, schon weiter zurück, doch den enormen Aufschwung erfuhren diese erst ab dem Beginn der 80er Jahre. Den amerikanischen Hypothekarmarkt als Vorreiter und Vorbild, schlug die Welle der Securitisation in den 90ern auch auf Europa über. Vor allem Banken machten sich die vielen Vorteile der Handelbarkeit von Vermögenswerten zunutze. „Dieser Trend, in Form von Wertpapieren zusätzlich Fremdkapital zu beschaffen wird komplementiert durch die Notwendigkeit, die Eigenkapitalbasis zu verstärken, zu erweitern und zu verbreitern.“¹ Vor allem der Wettbewerb um die verbleibende Anzahl an kreditwürdigen Schuldnern, ausgelöst durch die Veränderung des rechtlichen und regulatorischen Umfelds, trug wesentlich zur Verbreitung der Verbriefung bei.

Ein weiterer Grund für die rasche Entwicklung liegt in der zur damaligen Zeit hohen Volatilität von Zinsen und Wechselkursen. Es wurde daher nach Alternativen und Möglichkeiten gesucht, sich gegen solche Risiken abzusichern und diese kontrollierbarer zu machen.² Begünstigt wurde die Entwicklung der Verbriefung in Europa auch noch durch die Einführung des Euro, wodurch ein großer und liquider Markt geschaffen wurde. Trotzdem sind aber gerade jetzt wieder hohe Volatilitäten an den Märkten zu beobachten die die Konstruktion strukturierter Finanzinstrumente begünstigen.

Ausgehend von diesen Entwicklungen soll mit dieser Arbeit in erster Linie versucht werden, ein allgemeines Verständnis der Asset Securitisation zu vermitteln. Was verbirgt sich hinter dem Begriff Verbriefung beziehungsweise Asset Securitisation und worin liegen die Besonderheiten dieser Finanzinnovation? Eine Antwort auf diese und andere Fragen geben die folgenden Kapitel.

Zu Beginn der Arbeit stehen allgemeine Grundlagen sowie Definitionen im Mittelpunkt. Ihnen folgt eine Aufzählung diverser Vorteile für Banken, Investoren und Kreditnehmern, die die Durchführung von Verbriefungstransaktionen mit sich bringt. Anschließend erfolgt im selben Kapitel eine ausführliche Abhandlung der geschichtlichen Hintergründe der Forderungsverbriefung. Die Betrachtung der beteiligten Parteien und die unterschiedlichen Strukturierungsmöglichkeiten einer solchen Transaktion runden das erste Kapitel ab.

¹ Bühler/Feuchtmüller/Vogel (1987), S.13

² Vgl. Bühler/Feuchtmüller/Vogel (1987), S.25

Das zweite Kapitel widmet sich den klassischen Produkten der Kreditverbriefung. Spricht man von Verbriefung, so assoziiert man damit meistens zu allererst Asset Backed Securities (ABS), Mortgage Backed Securities (MBS) und Collateralized Debt Obligations (CDO).

Dass jede Münze auch zwei Seiten hat, beweist das dritte Kapitel, in dem im Gegenzug zu den Vorteilen der Verbriefung auch deren Risiken beleuchtet werden. Dabei wird die gängige Unterscheidung zwischen Collateral-, Struktural- und rechtlichen Risiken herangezogen. Eng damit im Zusammenhang steht das nächste Kapitel, welches das Credit Enhancement, also die Kreditverbesserung, zum Inhalt hat. Es werden unterschiedliche Techniken und Methoden vorgestellt, mit denen es möglich ist, die erwähnten Risiken zu reduzieren.

Einen wohl entscheidenden Punkt im Rahmen der Asset Securitisation stellt das Rating dar. Die damit verbundene, unabhängige Beurteilung der Kreditwürdigkeit des Emittenten oder der Emission ist von grundlegender Bedeutung für die gesamte Transaktion. Nur dadurch ist es für außen stehende Personen möglich, eine Einschätzung der damit verbundenen Risiken zu erlangen. Das Kapitel fünf stellt daher einen zentralen Punkt im Rahmen dieser Arbeit dar. Es werden einerseits verschiedene Ratingagenturen und deren Ansätze und andererseits ein allgemeines Schema zum Ablauf eines Ratingprozesses vorgestellt.

Um einmal ein grundlegendes Bild und eine Vorstellung über die Ausmaße der Asset Securitisation zu bekommen, ergänzt das sechste und letzte Kapitel die theoretischen Ausführungen der vorangegangenen Abschnitte um Zahlen aus der Praxis. Zuerst wird ein Blick auf die historische Entwicklung von Emissionsvolumen geworfen. Es folgt eine Differenzierung des Volumens nach Ratingkategorien. Auf die Entwicklung der Up- und Downgrades der letzten Jahre soll dabei auch nicht vergessen werden. Die Entwicklung der Credit Spreads, vor allem seit dem Beginn der Finanzmarktkrise in den USA, liefert im Anschluss ebenfalls interessante Ergebnisse. Mit einem kurzen Blick in die Zukunft findet diese Arbeit ihr Ende.

1. Einleitung

1.1 Definition von Verbriefung

Gleich zu Beginn stellt sich die Frage, was man überhaupt unter einer Verbriefung versteht. Es gibt dabei mehrere Sichtweisen, die es umso schwerer machen, eine einheitliche Definition von Verbriefung zu geben.

Die Unterscheidung zwischen Verbriefung im weiteren und im engeren Sinn findet man sowohl bei Bär³ als auch Feeney⁴, wobei letzterer die Begriffe primäre und sekundäre Securitisation verwendet. Die Verbriefung im weiteren Sinn bezeichnet die „Entwicklung zur Umgehung des Bankensektors als Finanzintermediäre“.⁵ Es erfolgt also eine Verlagerung von der Kreditfinanzierung hin zur Wertpapierfinanzierung, bei der die Banken nur noch eine Vermittlerrolle spielen. Bei der Verbriefung im engeren Sinn werden bereits bestehende Kredite in Wertpapiere umgewandelt mit dem Nebeneffekt, dass diese aus der Bilanz des Originators verschwinden.

Damit ist man auch schon beim Begriff der Asset Backed Securities (ABS) angelangt. Hier wird ein Kreditportfolio an eine eigens dafür gegründete Zweckgesellschaft verkauft. Dadurch kann sich die Bank vom Kreditrisiko abkoppeln. Entscheidend für die Einordnung unter dem Begriff Asset Backed Securities ist also die Übertragung der Aktiven vom Eigentümer an eine Zweckgesellschaft (Special Purpose Vehicle, SPV), die Emission von Wertpapieren durch die Zweckgesellschaft und die Abhängigkeit der Bedienung der Wertpapiere durch die übertragenen Aktiva.⁶ Der Investor selbst erwirbt keine Ansprüche gegenüber dem Verkäufer der Forderungen, sondern nur gegen das verbrieftes Kreditportfolio des SPV.⁷

Zusammenfassend kann das Grundkonzept der Verbriefung durch die Bündelung verschiedenster Aktiva eines Unternehmens und deren Refinanzierung durch die Ausgabe von Wertpapieren charakterisiert werden. Mit den Erträgen aus dem Forderungspool werden die Zinsen auf die Wertpapiere bezahlt.

³ Vgl. Bär (1997), S.21ff

⁴ Vgl. Feeney (1995), S.1f

⁵ Bär (1997), S.22

⁶ Vgl. Bertl (2004), S.5f

⁷ Vgl. Brenken/Papenfuß (2007), S.16

1.2 Verschiedene Arten von Verbriefungen

An dieser Stelle soll kurz zwischen den möglichen Formen der Verbriefung, nämlich der True Sale Securitisation, der Synthetic Securitisation und der Whole Business Securitisation, differenziert werden.⁸

1.2.1 True Sale Securitisation

Handelt es sich um eine True Sale Verbriefung, so werden die gesamten Vermögenswerte an das SPV verkauft und von diesem durch die Ausgabe von Wertpapieren refinanziert. Es kommt daher zu einem sofortigen Zahlungsstrom zwischen der Zweckgesellschaft und dem Originator und dem Verkäufer der Forderungen fließt bereits am Beginn der Transaktion Kapital zu. Bei dieser Art von Verbriefung wird die Zweckgesellschaft wirtschaftlicher und rechtlicher Eigentümer der Forderungen und „the SPV acquires the right both on future interest payments from the borrowers [...] and on the principal redemption payment at maturity.“⁹

1.2.2 Synthetic Securitisation

„Synthetic transactions are characterised by the acquisition of default protection on the capital market, whereas defaultable positions remain on the originators balance sheet. [...] A legal transfer of receivables is not required.“¹⁰ Es werden also nicht die gesamten Forderungen inklusive Ausfallsrisiko transferiert, sondern lediglich das Ausfallsrisiko und dieses wiederum mit Hilfe von Kreditderivaten.

Es gibt prinzipiell zwei Möglichkeiten zur Finanzierung der übernommenen Ausfallsrisiken. Eine davon wäre Anleihen zu emittieren und am Kapitalmarkt zu verkaufen. Sie wird daher auch als *fully funded structure* bezeichnet. Die andere Variante ist die synthetische Weitergabe des Risikos mittels eines Kreditderivats, zum Beispiel mit Hilfe eines Credit Default Swap (CDS). Da es hierbei zu keinem Kapitalfluss kommt, wird diese Form als *unfunded structure* bezeichnet. Und wie so oft gibt es auch eine Mischform dieser beiden Varianten, bei der ein Teil des Risikos synthetisch weitergegeben wird und der Rest in Form von Anleihen auf den Kapitalmarkt gebracht wird. Sie wird als *partially funded structure* bezeichnet.

⁸ Vgl. Pflügl/Jergitsch (2007), S.79; Pichler (2008), S.18ff u. S.9

⁹ Schirm (2004), S.16

¹⁰ Schirm (2004), S.23

Die durch die Emission geschaffenen Erträge fließen nicht dem Originator zu. Sie werden in kapitalmarktfähige Wertpapiere angelegt, in einem Depot verwahrt und an den Treuhänder verpfändet. Da der Schuldner der Zinszahlungen der Forderungsverkäufer ist, sind die Zinszahlungen an die Investoren unabhängig von den Zahlungen der Schuldner.

1.2.3 Whole Business Securitisation

Im Rahmen einer Whole Business Securitisation dienen sämtliche Vermögenswerte des Originators als Sicherheit für einen bestimmten Kredit. Damit ist gemeint, dass die zukünftigen Cashflows aus der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit verbrieft werden. Diese Form der Verbriefung ist nicht ganz ungefährlich, da einerseits erzielbare Überschüsse als Basis für die Berechnung des Verbriefungsbetrages dienen und andererseits diese Zahlungsüberschüsse auch vorhersehbar sein müssen. Da die Laufzeiten solcher Transaktionen oft mehrere Jahrzehnte betragen, muss es sich zusätzlich um nachhaltige Prognosen der Cashflows handeln, die in weiterer Folge auch realisierbar sind. Aus den genannten Gründen ist es offensichtlich, dass solche Transaktionen nur sehr schwer durchführbar sind und wenn überhaupt, dann nur in Branchen, die durch starke Eintrittsbarrieren entgegen der Mitbewerber gekennzeichnet sind.

1.3 Gründe für Verbriefungen

Gründe für die Durchführung einer Verbriefungstransaktion trotz ihrer Komplexität gibt es viele. Beispiele dafür sind niedrigere Finanzierungskosten, Steigerung der Liquidität eines Unternehmens, Off-Balance Sheet Finanzierung oder einfach die geringeren Veröffentlichungspflichten als bei anderen Finanzierungsmethoden.¹¹ Um den Überblick zu bewahren macht es Sinn, diverse Gründe nach der Sichtweise und den Vorteilen für die jeweiligen Parteien zu kategorisieren.

1.3.1 Vorteile für die Anbieter (Banken)

Die wesentlichen Vorteile für die Banken liegen in der

- Eigenkapitalentlastung durch effizienten Risikotransfer
- Steigerung der Eigenkapitalrentabilität
- günstigen und langfristigen Refinanzierung und

¹¹Vgl. Fabozzi, Lecture notes II, S.7ff

- der zunehmenden Standardisierung und Transparenz im Kreditwesen.¹²

Eine Bank muss Kredite mit einer bestimmten Menge an Eigenkapital unterlegen, um sich gegen Ausfallsrisiken abzusichern. Wird nun im Rahmen einer Verbriefung ein Teil des Kreditrisikos auf andere Parteien übertragen, so ist auf Grund des verringerten Risikos eine geringere Eigenkapitalunterlegung notwendig. Es steht also mehr Eigenkapital für die Vergabe von neuen Krediten zur Verfügung. Die Eigenkapitalrentabilität steigert sich noch zusätzlich durch die Möglichkeit alternativer Investitionen.

Abgesehen von den bereits genannten Vorteilen, stellt der unmittelbare Erlös aus dem Verkauf der Forderungen eine günstige Finanzierungsquelle dar. Außerdem werden die Refinanzierungskosten dadurch gesenkt, dass für das Pricing der einzelnen Tranchen lediglich das Kreditportfolio, nicht aber die finanzielle Situation der Bank entscheidend ist.

Die zunehmende Standardisierung von Krediten bringt insofern Vorteile mit sich, als dass es für Ratingagenturen einfacher und schneller möglich ist eine Risikoanalyse durchzuführen.

Asset Backed Securities stellen somit für die Anbieter ein ideales Instrument zur Refinanzierung, zur Bilanzsteuerung und zur Kreditrisikosteuerung dar.

1.3.2 Vorteile für die Investoren

Ein Vorteil für Investoren liegt ganz klar in der Möglichkeit, in neue Assetklassen zu investieren beziehungsweise diese in ihr Portfolio aufzunehmen. Eine breitere Diversifikation und die Reduktion des Risikogehalts im Portfolio machen ABS für Investoren attraktiv.¹³

Einen weiteren Vorteil bringt die Einteilung des zu Grunde liegenden Forderungspools in Tranchen mit unterschiedlichem Risikogehalt. Es kann also jeder Investor für sich selbst entscheiden, wie viel Risiko er auf sich nehmen will.

Weitere Vorteile sind die hohe Kreditqualität, höhere Zinserträge, vorhersehbare Cashflows und die Fälligkeit.¹⁴ Die hohe Kreditqualität ist dadurch gegeben, dass es sich bei Asset Backed Securities meist um Triple-A geratete Wertpapiere handelt. Die Liquidität ist daher

¹² Vgl. Brenken/Papenfuß (2007), S. 30ff

¹³ Vgl. Brenken/Papenfuß (2007), S.35

¹⁴ Vgl. Fabozzi (1995), S.583f

auch höher einzustufen als beispielsweise bei Unternehmensanleihen. Abgesehen davon versprechen diese, wie bereits zuvor erwähnt, höhere Zinserträge als Anleihen. Ein Grund dafür dürfte wohl in den vermehrten Downgrades bei Unternehmensanleihen liegen.

1.3.3 Vorteile für die Kreditnehmer

Für die Kreditnehmer ergeben sich die Vorteile aus den Kostenersparnissen des Originators. Dieser kann Kredite zu günstigeren Konditionen, das heißt mit niedrigerer Verzinsung anbieten und hat zusätzlich noch mehr Kapital zur Verfügung um weitere Kredite anbieten zu können. Das Nichtaufscheinen der Kredite in der Bilanz macht es möglich, maßgeschneiderte Kredite zu akzeptablen Zinssätzen anzubieten.¹⁵

1.4 Die Anfänge und historische Entwicklung von Verbriefungen¹⁶

Die Verbriefung und ihre Strukturen in der Art wie man sie heute kennt, ist nicht zuletzt auf die Schuldenkrise der achtziger Jahre des letzten Jahrhunderts zurückzuführen. Die Wurzeln der vermehrt zu beobachtenden Deregulierungs- und Liberalisierungsmaßnahmen reichen bis zum Beginn des 20. Jahrhunderts zurück. Das folgende Kapitel gibt einen historischen Rückblick, begonnen mit der Entwicklung des Hypothekenmarktes in den USA. Einerseits um zu sehen, wie und woraus sich die Securitisation entwickelt hat und andererseits um ihre heutigen Ausprägungsformen besser zu verstehen.

1.4.1 Die Anfänge des Hypothekenmarktes in den USA

Genau genommen war der amerikanische Traum, ein eigenes Haus zu besitzen, kein unwesentlicher, wenn es um die Entwicklung der Asset Securitisation geht. Doch war es nur sehr wenigen möglich die anfangs der 30er Jahre des 20. Jahrhunderts üblichen, kurzen Laufzeiten von fünf Jahren für hypothekarisch besicherte Kredite einzuhalten.

Abgesehen davon waren die amerikanischen Banken erheblichen regulatorischen Beschränkungen unterworfen. Eine der größten Beschränkungen brachte sicherlich der 1927 eingeführte McFadden Act, der die Tätigkeit der Banken auf den jeweiligen Markt im eigenen Staat limitierte. Rein ökonomisch betrachtet machte diese Regelung aber keinen Sinn, da der

¹⁵Vgl. Grünauer (2002), S.15f

¹⁶ Dieses Kapitel basiert zu einem großen Teil auf den Ausführungen von Bertl (2004), S.12ff. Er wird daher nicht immer gesondert zitiert. Ergänzungen, Ausführungen und Inhalte anderer Autoren werden jedoch wie gewohnt berücksichtigt.

Osten über ausreichend Geldmittel verfügte, der Westen aber einen Nachfrageüberschuss an Kapital vorweisen konnte und somit ein finanzielles Ungleichgewicht bestand.¹⁷

Besonders betroffen waren die neben den Thrift Institutions tätigen Commercial Banks. Die Depression der 30er Jahre reduzierte deren Anzahl um mehr als 40%. Die Reaktion darauf war die Einführung des Banking Act, auch als Class/Steagall Act bekannt, der die Trennung zwischen dem Einlagen- und Kreditgeschäft einerseits und dem Wertpapiergeschäft andererseits beinhaltete. Ersteres war nur Geschäftsbanken erlaubt, letzteres ausschließlich Investmentbanken.¹⁸ Mit einer zusätzlichen Bestimmung, bekannt durch den Begriff Regulation Q, wurden außerdem noch Zinsobergrenzen für Termineinlagen festgelegt.

Die Thrift Industry blieb anfangs von der Depression verschont und es wurden Rahmenbedingungen geschaffen, um der Thrift Industry bei Geldknappheit entsprechende Mittel zur Verfügung zu stellen. Maßnahmen wie zum Beispiel der Home Owners Act von 1933, der National Housing Act aus dem Jahr 1934 oder die im selben Jahr durch diesen gegründete Federal Housing Administration sollten auch finanzschwachen Hauseigentümern günstigere Konditionen bieten. Um den von der Depression zerüttelten Wohnungsmarkt zu stabilisieren, wurde im Jahr 1938 die Federal National Mortgage Association, auch „Fannie Mae“ genannt, geschaffen. Ihr Ziel sollte es sein, dafür zu sorgen, dass in einer Zeit schwer erhältlicher Kredite genügend Geldmittel für den Wohnungsbau zur Verfügung stehen.¹⁹

Zwei Besonderheiten des amerikanischen Hypothekenmarktes, die zu dieser Zeit entstanden, sind die Festzinsvereinbarung eines Kredites über die gesamte Laufzeit und die Möglichkeit der vorzeitigen Rückzahlung des Kreditbetrages. Die Bank hat jedoch nicht die Möglichkeit, ihr Kreditengagement zu kündigen.²⁰

Der Weiterentwicklung der Thrift Industry schien nichts mehr im Wege zu stehen, bis dann in den 60er Jahren fünfjährige Laufzeiten durch 30jährige Ausleihungen verdrängt wurden und Einfluss auf die Bindungsdauer der Aktiva der Thrifts ausübten. Die vorübergehende Lösung brachten Zinsobergrenzen, wie schon zuvor bei den Commercial Banks.

¹⁷ Vgl. Feeney (1995), S.93

¹⁸ Vgl. auch Simone (2001), S.19f

¹⁹ Vgl. Laternser (1997), S.43

²⁰ Vgl. Simone (2001), S.20

1.4.2 Die Herausbildung eines Sekundärmarktes

Den Grund, warum man über die Schaffung eines staatlich gestützten Sekundärmarktes nachdachte, fand man in den zyklischen Schwankungen des Hypothekengeschäfts. Diese sollten durch einen entsprechenden Markt reduziert werden.²¹ Als so ein Markt fungierte ab 1938 Fannie Mae. Fannie Mae kaufte staatlich besicherte Hypotheken, das heißt garantierte Hypotheken der Federal Housing Administration (FHA) oder der Veterans Administration (VA), die sie über den Kapitalmarkt refinanzierte. Durch den Kauf der Hypotheken flossen dem Kreditgeber unmittelbar liquide Mittel zu.

Im Jahr 1968 wurde die Federal National Mortgage Association in zwei eigenständige Gesellschaften aufgeteilt.²² Fannie Mae blieb weiterhin bestehen. Dazu kam aber die Gründung der Government National Mortgage Association (Ginnie Mae). Während Ginnie Mae für den Kauf von Hypotheken auf Ein- und Mehrfamilienhäuser der FHA oder der VA zuständig war, sollte Fannie Mae als private Gesellschaft agieren, allerdings mit expliziter staatlicher Garantie.²³ Zweck war also die Schaffung eines Marktes für Hypotheken, die nicht von der FHA oder der VA stammen.

Zwei Jahre später kam es dann zur Gründung einer dritten Gesellschaft, der Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac). Sie sollte ebenfalls für einen Sekundärmarkt für Ein- und Mehrfamilienhäuser sorgen. Im Unterschied zu den beiden anderen Gesellschaften garantierte Freddie Mac bis zum Jahr 1990 nur die rechtzeitige Zahlung von Zinsen, nicht aber die Zahlung des Kapitals.²⁴ Mit der Garantie von Fannie Mae, Zinsen und Kapitalstamm termingerecht zu bezahlen, kann das Jahr 1970 als der Beginn der Verbriefung festgehalten werden.

Ein Sekundärmarkt existierte nun, jedoch nur für staatlich versicherte Hypotheken. Mit der Einführung eines Participation Certificate Programms von Freddie Mac wurde der Weg frei, für die Verbriefung der ersten nicht staatlich besicherten Hypothek.

Ab diesem Zeitpunkt zeichnete sich ein sehr rasches Wachstum vor allem im MBS-Bereich ab. Einer der Hauptgründe für das rapide Wachstum war das enorm hohe Zinsniveau am Ende

²¹ Vgl. zur Entstehung des Sekundärmarktes Bartlett (1989), S.45ff

²² Vgl. Feeney (1995), S.95f

²³ Vgl. Laternser (1997), S.43f

²⁴ Vgl. Laternser (1997), S.45

der 70er Jahre und der ersten 80er Jahre, das auch in den Folgejahren weit über den festgesetzten Zinsobergrenzen lag. Auf den resultierenden Einlagenabfluss bei den Thrifts wollte man erst mit der Einführung diverser Kontoarten reagieren. Als man aber sehr bald merkte, dass diese Maßnahme nur wenig Wirkung zeigte, wurde im Jahr 1982 mit dem Garn-St Germain Act das Ende der Zinsobergrenzen angestrebt. Neue Kontoformen, die an keine dieser Obergrenzen gebunden waren, waren Teil dieses Gesetzes.

1.4.3 Die Schuldenkrise und erste Verbriefungstransaktionen

Der Anfang der internationalen Schuldenkrise wird mit dem Jahr 1982 datiert. Auslöser für diese Krise waren aber mehrere Punkte. Einer davon ist, dass in den Entwicklungsländern für den Aufbau ihrer Industrie und der Infrastruktur enormer Geldbedarf bestand. Abgesehen davon vergrößerten sich deren Defizite noch zusätzlich durch militärische Aufrüstung, höhere Sozialausgaben oder den Bau von Prestigeobjekten. Bis zu diesem Zeitpunkt waren gerade diese Länder bei den Banken heiß begehrte Kunden und man kann sagen, dass Kredite fast schon leichtfertig vergeben wurden.

Es dauerte nicht lange und die ersten Zahlungsschwierigkeiten machten sich bemerkbar. Unrentabel investierte Gelder, verschlechterte Terms-of-Trade oder Zinseffekte führten zu Tilgungsproblemen und schlussendlich zum gänzlichen Wegfall dieser Kundengruppe für die Banken. In Folge „mussten zahlreiche Banken eine Verschlechterung ihres Kreditratings und eine damit einhergehende Erhöhung ihrer Finanzierungskosten hinnehmen“.²⁵ Während beispielsweise 1980 noch dreizehn Banken von S&P's ein Triple-A Rating erhielten, so konnte 1987 nur noch eine dieser Banken diesen Standard halten.²⁶

Ein erster Schritt, um dieser Liquiditätskrise zu entfliehen, wurde mit dem 1985 vorgelegtem Baker Plan getan. Der Baker Plan sah vor, fünfzehn Entwicklungsländern neue Kredite anzubieten. Doch war der Erfolg nur von kurzer Dauer, da die eigentlichen Probleme der Verschuldung damit nicht gelöst waren.

Parallel dazu entwickelte sich ein Markt, an dem die Forderungen gegen die Entwicklungsstaaten gehandelt wurden. Durch die Verbriefung der Kredite wurde die

²⁵ Bär (1997), S.71

²⁶ Vgl. Feeney (1995), S.21

Handelbarkeit noch mehr gefördert und „the 1982 LDC debt crisis may be seen as the turning point for the return to a predominantly securitized international financial system“.²⁷

Ein weiterer Auslöser für die Anfänge der Securitisation und den allgemein vorherrschenden Trend zum Wertpapier waren die am Anfang der 80er Jahre stark gestiegenen Ölpreise. Überschüsse wurden zu einem großen Teil auf internationalen Bankdepósitos gehalten. Das ermöglichte den Banken ein „Recycling der Petrodollars in Form von Krediten“.²⁸ Die Verbriefung erlebte einen weiteren Entwicklungsschub, als an die Stelle der Überschüsse der erdölexportierenden Staaten jene der Industrieländer traten. Es handelte sich dabei um große, institutionelle Investoren, die verbriefte Finanzierungsformen bevorzugten, um leichter ihre aktive Portfoliostrategie verfolgen zu können.²⁹

Nachdem der erwünschte Erfolg des Baker Plan ausblieb, versuchte man die Schuldenkrise durch Forderungsverzicht der Gläubiger zu bewältigen. Den Ausgangspunkt bildete der Brady Plan, der vorsah, Forderungen gegen neu auszugebende Anleihen zu swappen. Dabei sollten die Anleihen entweder niedrigere Nennwerte bei marktgerechtem Zins oder eine niedrigere Verzinsung bei gleichem Nennwert haben. Daraus entstanden dann in weiterer Folge die wohl bekannten Par Bonds und Discount Bonds.

Im Nachhinein betrachtet war der Brady Plan ein großer Erfolg und in den darauf folgenden Jahren ging dann alles Schlag auf Schlag. Die erste öffentlich angebotene Non-Mortgage-Backed-Transaktion fand im Jahr 1985 statt und basierte auf verbrieften Leasingverträgen für Computer. Noch im gleichen Jahr erfolgte die Verbriefung erster Automobilkredite und bereits 1986 wurden erste Kreditkartenforderungen verbrieft. Die rasche Entwicklung machte es möglich, Transaktionen um weitere Assetklassen zu erweitern. Zunächst folgten Forderungen aus Leasing- oder Kaufverträgen für jegliche Transportmittel, also Flugzeuge, Boote, Eisenbahnwaggons und viele andere. Es dauerte nicht lange und die Verbriefung konnte sich auf Handelsforderungen, Konsumentenkredite, Versicherungsprämien, ja sogar fällige Steuern ausbreiten.

²⁷ Feeney (1995), S.21

²⁸ Bär (1997), S.76

²⁹ Vgl. Bär (1997), S.76f

1.4.4 Entwicklung und Ausbreitung der Verbriefung in Europa

Der erste Schritt der Verbriefung nach Europa erfolgte über Großbritannien.³⁰ Dominiert wurde der britische Markt bis in die 70er Jahre von den so genannten Building Societies. Auf Grund des rechtlichen und regulatorischen Umfelds konnten die Building Societies nach ihren eigenen Vorstellungen handeln und nutzten dieses, um Hypothekenzinssätze festzulegen. Nächste Konsequenz war ein Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage. Es dauerte nicht lange und der Druck den die Banken ausübten wurde so groß, dass im Jahr 1980 die hinderlichen Beschränkungen hinsichtlich der Bilanzierung von der neu gewählten, konservativen Regierung abgeschafft wurden. Somit kamen die Banken erstmals in den Genuss eines freien Wettbewerbs und die Building Societies verloren sehr rasch Marktanteile (dieser fiel von über 80% auf unter 50% zwischen den frühen 70ern und frühen 80ern), da es für sie nicht mehr möglich war Hypothekenzinssätze über den Marktzinssätzen zu positionieren.

Mitte der 80er Jahre trat eine neue Form von Mitbewerbern, die so genannten Centralized Lenders, auf. Auch sie wollten von den neuen Wettbewerbsbedingungen profitieren. Sie sahen ihren großen Vorteil in der fast gänzlichen Finanzierung durch Verbriefungen. Und genau diese wurde zum zentralen Punkt ihrer Strategie. Genauso wie viele amerikanische Mortgage Lenders sind auch die Centralized Lenders nicht auf ihre eigene Kreditwürdigkeit angewiesen, sondern auf die Kreditqualität der Assets. „They remove the mortgages from their balance sheets by transferring them to note issuing vehicles (NIVs) which fund then by selling mortgage backed securities (MBS).“³¹ Anders als in den USA waren es in Großbritannien eben diese Centralized Lenders, die den Anstoß zur Verbriefung gaben.

Der Markt für Mortgage Backed Securities wuchs sehr rasch. Die erste Transaktion fand 1985 statt und allein in den Jahren von 1987 bis 1989 vervierfachte sich das Transaktionsvolumen. Die letzten regulatorischen Hürden wurden dann 1989 durch den zweiten Aufsichtsbescheid der Bank of England beseitigt, klare Restriktionen hinsichtlich der Verbriefung und des loan packagings jedoch beibehalten.

Anders als vielleicht erwartet entwickelte sich die Asset Securitisation in den restlichen Ländern Europas. Es bestehen zwar viele Gemeinsamkeiten zwischen dem europäischen und dem amerikanischen Markt wie zum Beispiel ziemlich freie Finanzmärkte, eine diversifizierte

³⁰ Vgl. Feeney (1995), S.115ff

³¹ Feeney (1995), S.119

Investorenbasis und vielfältige Kreditmärkte, aber man hatte die Tatsache unterschätzt, dass Europa aus voneinander unabhängigen Staaten mit unabhängigen Rechtsordnungen und unterschiedlichen Steuersystemen besteht. In Kontinentaleuropa erlebte die Verbriefung also einen trägen Start, der vor allem auf folgende Gründe zurückzuführen ist:

- Unterschiedliche Level von Kapitalknappheit bei den Originatoren
- Unterschiedliche kulturelle Zugänge in Bezug auf die Abtretung von Forderungen
- Unterschiedliche Größen der Asset Pools und
- Unterschiede in den regulatorischen und rechtlichen Restriktionen³²

Vor allem die unterschiedlichen Rechtsformen machten es sehr schwierig, einheitliche Standards für die Verbriefung zu gestalten. Daraus resultiert auch die verspätete Entwicklung der Asset Securitisation, in erster Linie in Kontinentaleuropa. In Frankreich war man für europäische Verhältnisse schon sehr fortschrittlich. Hier wurden schon im Jahr 1988 die rechtlichen Rahmenbedingungen für die Verbriefung geschaffen. Deutschland führte seine erste ABS-Transaktion 1990 durch und vier Jahre später folgte Italien mit der ersten Verbriefung von Handelsforderungen. Erste Kreditkartenforderungen wurden in England 1996 verbrieft. Im selben Jahr begann sich dann die Verbriefung auch auf Länder wie Belgien, Finnland oder die Niederlande auszubreiten. Aus diesen Entwicklungen lässt sich also das Jahr 1995 und die damit beginnende Phase des stärkeren Wachstums³³ als Ausgangspunkt für die Entwicklung der Asset Securitisation in und die Ausbreitung auf ganz Europa ableiten.

1.5 Die beteiligten Parteien

An einer Verbriefungstransaktion sind immer mehrere Parteien beteiligt, wobei sicherlich der Originator, die Zweckgesellschaft und die Investoren die zentrale Rolle spielen. Je nach Größe und Umfang der Transaktion wird sich die Anzahl der beteiligten Parteien entsprechend ändern.

1.5.1 Der Originator

Den Anstoß zur Transaktion gibt der Originator selbst. Im Regelfall ist der Originator eine Bank, die Kredite verbrieft, welche sie an den Schuldner vergibt. Das Forderungspool wird

³² Vgl. Henderson/Barings (1997), S.78

³³ Vgl. Bär (1997), S.400f

also zumeist aus der eigenen Geschäftstätigkeit generiert. Diese Forderungen werden dann an die Zweckgesellschaft, auch Special Purpose Vehicle genannt, verkauft, „um Aktiva zu monetarisieren und dadurch die Handlungsflexibilität zu erhöhen.“³⁴ Aber nicht nur Banken, sondern auch Industrie- und Handelsunternehmen sowie Gemeinden und sogar Mitgliedstaaten können Originatoren sein. Ihr Forderungsbestand sollte allerdings zumindest 25 Millionen Euro betragen und grundsätzliche Kriterien hinsichtlich Homogenität der Forderungen, Mindestlaufzeit und Ausfallraten erfüllen.³⁵

1.5.2 Die Zweckgesellschaft - Das Special Purpose Vehicle (SPV)

Die Zweckgesellschaft wird eigens für den Forderungserwerb vom Originator gegründet. Dies kann durch eine in den Prozess involvierte Partei oder aber durch einen außen stehenden Dritten geschehen.³⁶ Der Forderungserwerb wird durch die Ausgabe von Wertpapieren refinanziert. Dies hat ausschließlich konkurs- und unternehmensrechtliche Hintergründe. Erstens ist „die Risikosituation der vom SPV angekauften Forderungen unabhängig von der wirtschaftlichen Entwicklung des Originators“ und zweitens resultiert daraus die Vermeidung der Konsolidierungspflicht des SPV beim Originator und der damit verbundenen Aufhebung der Eigenkapitalentlastung.³⁷ Wird die Bank insolvent, so haben die Gläubiger der Bank keinen Zugriff auf die im SPV verbrieften Kredite. Der Kreditpool steht somit weiterhin ganz den Investoren, die so vor der Insolvenz der Bank geschützt sind, zur Verfügung.³⁸ Eben aus diesen Gründen und um das Geschäftsrisiko des SPV zu minimieren, darf die Gesellschaft auch keinen anderen Zweck verfolgen.

1.5.2.1 Kriterien für die Standort- und Rechtsformwahl

Je nachdem, welche Ziele mit der Transaktion angestrebt werden, sollte man einige Kriterien bezüglich der Standortwahl und der Rechtsform des SPV berücksichtigen.³⁹

Bezüglich der Rechtsform muss zuerst einmal, wie bereits zuvor erwähnt, das Konkursrisiko des SPV vollständig von jenem des Originators getrennt sein. Ein weiterer Punkt, den es zu berücksichtigen gilt, ist die mögliche Handelbarkeit von Ansprüchen der Investoren gegen das

³⁴ Bund (2000), S.15

³⁵ Vgl. Pichler (2008), S.25

³⁶ Vgl. Bund (2000), S.17f; Auf Grund einer möglichen Konsolidierungs- oder Steuerpflicht oder der vielfach nicht möglichen Zuordenbarkeit des SPV als Tochtergesellschaft einer der beteiligten Parteien, wird diese auch als Waisengesellschaft bezeichnet.

³⁷ Vgl. Riegler (2004), S.159

³⁸ Vgl. Brenken/Papenfuß (2007), S.16

³⁹ Vgl. Gögler (1996), S.51; Lutz (2003), S.38f

SPV. Einerseits um die Kosten des Originators niedrig zu halten und andererseits um die Rendite der die Investoren nicht zu belasten, sollte eine niedrige Steuerbelastung hohe Priorität haben. Dass rechtliche sowie finanzielle Aufwendungen auf ein Minimum reduziert werden versteht sich von selbst.

Für die Wahl des Standortes ist es wichtig, dass im entsprechenden Land rechtliche als auch politische Stabilität herrscht. Auch darf die Transaktion nicht durch etwaige staatliche Reglementierungen beeinflusst beziehungsweise gefährdet werden.

Von den oben genannten Kriterien hat natürlich jedes einzelne seine Berechtigung, doch in der Praxis wird die Entscheidungsfindung doch hauptsächlich von steuerlichen Aspekten beeinflusst. Nicht verwunderlich ist es daher, wenn sich Standorte wie zum Beispiel die Cayman Islands, die Bermudas, Jersey oder die Bahamas bewährt haben.⁴⁰

1.5.2.2 Die Ausgestaltung des SPV als Trust

Die erste Möglichkeit, die sich für die Konstruktion des SPV anbietet ist jene in Form eines Trusts. Beim Trust, auch als gemeinnützige Stiftung bekannt, stellen alle verbrieften Vermögenswerte ein rechtlich selbständiges Sondervermögen dar. Dieses Sondervermögen wird treuhändisch vom so genannten Trustee verwaltet.⁴¹ Der Trust stellt eine Anteilskonstruktion dar und jeder der Anteilsinhaber ist gleichberechtigt. Es gibt zwei Varianten zur Ausgestaltung eines Trusts, entweder als Grantor Trust⁴² oder als Owner Trust.⁴³

Zur Gründung eines Grantor Trust bedarf es einer Trust-Vereinbarung, auch Trust and Pooling Agreement genannt, zwischen dem Originator und dem Treuhänder. Der Originator überträgt das Eigentum an den Forderungen auf den Treuhänder. Dieser hat im Gegenzug den Kaufpreis zu bezahlen. Die Zertifikate, die der Originator aus dem Grantor Trust erhält, werden an die Investoren verkauft und verbriefen einen Anteil am Forderungspool und an den ebenfalls zugesagten Sicherheiten. Der Sinn dieser Konstruktion liegt in der steuerbefreienden Wirkung zugunsten des Trusts. Besteuert werden hingegen die Eigentümer der Vermögenswerte und das sind in diesem Fall die Investoren. Ein Nachteil ist allerdings, dass

⁴⁰ Vgl. Bär (1997), S.105; Riegler (2004), S.160; Lutz (2003), S.39

⁴¹ Vgl. Simone (2001), S.53

⁴² Vgl. Simone (2001), S.53f

⁴³ Vgl. Lutz (2003), S.40f

der Trust hier ausschließlich zur Durchleitung dient, man spricht auch vom Konzept der Leitungsröhre (Conduit)⁴⁴, und folglich Assets weder ausgetauscht noch neu hinzugefügt werden dürfen. Eine Aufteilung in verschiedene Tranchen ist ebenfalls nicht zulässig. Auf Grund des Verbots eines aktiven Zahlungsmanagements findet diese Form meist nur bei Pass-Through-Strukturen⁴⁵ Anwendung.

Der wesentliche Unterschied bei der Ausgestaltung des Trusts als Owner Trust liegt bei den Wertpapieren. Sie verbriefen keine Eigentumsrechte mehr sondern werden nur mehr als Schuldtitel behandelt. Diese Form wird eher bei Pay-Through-Strukturen⁴⁶ Anwendung finden. Von der steuerlichen Seite her wird der Owners Trust wie eine Kapitalgesellschaft oder eine Personengesellschaft behandelt. Eine Besteuerung lässt sich aber trotzdem umgehen. Die Steuerpflicht trifft nur die Eigentümer des Trusts. Die Einkünfte können aber mit den abzugsfähigen Schuldzinsen gegen gerechnet werden. Ohne dass dieses zuvor durch das SPV besteuert wurde, bekommen die Eigentümer ihr Residualeinkommen.

1.5.2.3 Die Ausgestaltung des SPV als Kapitalgesellschaft

Die zweite Alternative zur Ausgestaltung des SPV ist die als Kapitalgesellschaft⁴⁷, wobei hier die gängigen Gesellschaftsformen der Aktiengesellschaft und der Gesellschaft mit beschränkter Haftung möglich sind, als auch die Gründung einer Genossenschaft.

Wählt man die Aktiengesellschaft oder die Gesellschaft mit beschränkter Haftung, so handelt es sich dabei um juristische Personen. Das heißt, die Gesellschaften erfüllen keine Durchleitungsfunktion mehr, sondern genießen eigene Rechtspersönlichkeit und unterliegen daher auch voll der Einkommenssteuer. Zur Minimierung der Steuerlast werden Schuldtitel, beispielsweise Commercial Papers, Medium Term Notes oder Eurobonds ausgegeben, deren Zinsaufwendungen steuerlich absetzbar sind. Die Investoren werden keine Anteilsinhaber sondern haben lediglich einen schuldrechtlichen Anspruch gegen das SPV. Das bedeutet, dass die verbrieften Forderungen Fremdkapital des SPV darstellen. Für die Investoren liegt der Vorteil darin, dass bei der Konstruktion des SPV als Kapitalgesellschaft eine Tranchenbildung zulässig ist. Es ist also möglich, das Forderungspool hinsichtlich Risiko oder Laufzeit aufzuteilen und so mehrere Investorengruppen anzusprechen.

⁴⁴ Vgl. Bär (1997), S.107

⁴⁵ Vgl. dazu Kap. 1.5.1

⁴⁶ Vgl. dazu Kap. 1.5.2

⁴⁷ Vgl. Simone (2001), S.54f; Lutz (2003), S.41

Die Genossenschaft wird durch mehrere Originatoren gegründet. Als Förderauftrag wird die kostengünstige Beschaffung von Kapital angegeben. Die Verkäufer der Forderungen stellen auch gleichzeitig die Genossenschafter dar. Eine Vermeidung der Steuer kann dadurch erreicht werden, dass Einkommensüberschüsse des SPV an die Genossen durch Gewinnausschüttungen durchgeleitet werden.

Dass gerade die Besteuerung des SPV die zentrale Rolle bei dessen Ausgestaltung spielt, wird noch dadurch verdeutlicht, dass in der angloamerikanischen Rechtsordnung eine spezielle Gesetzgebung zur Asset Securitisation entworfen wurde.⁴⁸ Unabhängig davon, welche Rechtsform für das SPV gewählt wurde, erfolgt die Besteuerung nach diesen, eigens dafür festgelegten Grundsätzen.

1.5.3 Der Servicer

Für die Verwaltung der Forderungen und das Inkasso wird ein eigener Service Agent bestimmt.⁴⁹ Im Regelfall wird der Originator diese Aufgabe selber übernehmen, da nur er über den entsprechenden Informationsvorsprung auf Grund seiner Kundenbeziehungen verfügt. Würde man einem Dritten diese Aufgabe übertragen, so könnte dieser dem Kreditnehmer in anderen Bereichen Leistungen anbieten, was dann im Endeffekt eine Konkurrenz für den Originator darstellen würde. Der Wettbewerbsvorteil des Originator oder der Bank liegt also in der ständigen Überwachung und Beurteilung des Kreditnehmers. Ein weiterer Grund, die Aufgabe des Servicer selbst zu übernehmen, ist die stille Abtretung der Forderungen an das SPV. Dadurch wird vermieden, dass der Kunde von der Abtretung erfährt.

1.5.4 Der Treuhänder

Aus den vorangegangenen Ausführungen zur Ausgestaltung des SPV ist deutlich herauszulesen, dass der Treuhänder „das Bindeglied zwischen der Zweckgesellschaft, dem Serviceagent und den Investoren“⁵⁰ darstellt. Der Schutz der Investoren durch die Abtretung der Forderungen an den Treuhänder ist nur ein Grund für die Einschaltung einer Treuhandvereinbarung (damit wird sichergestellt, dass im Falle eines Konkurses des SPV Vermögenswerte vor dem Zugriff anderer Konkursgläubiger geschützt sind), vielmehr obliegt ihm außerdem noch die Überwachung der Gesamtkonstruktion, der Cashflows und die

⁴⁸ Vgl. Bär (1997), S.108

⁴⁹ Vgl. Riegler (2004), S.161f

⁵⁰ Bund (2000), S.32; zit. nach Riegler (2004), S.163

Bedienung von Zins- und Tilgungsansprüchen. Werden im Vorhinein bestimmte Ereignisse zum Beispiel in Bezug auf Zahlungsausfälle festgelegt, so darf dieser auch Kredite samt den damit verbundenen Sicherheiten verwerten und die gesamte Transaktion vorzeitig tilgen.⁵¹

Da die Einschätzung des Treuhänders durch die Ratingagentur auch Einfluss auf die Bewertung der Transaktion hat, ist dessen Bonität von großer Bedeutung. Im Regelfall wird diese Aufgabe daher eine große Wirtschafts- oder Treuhandgesellschaft übernehmen.

1.5.5 Sonstige beteiligte Parteien

Neben den drei Hauptbeteiligten, Originator, SPV und Treuhänder, darf natürlich nicht auf die Investoren vergessen werden. Sie sind es, die die Asset Backed Securities kaufen und damit das Risiko übernehmen. Meist handelt es sich um Banken, Versicherungsunternehmen und Pensionsfonds.

Zur besseren Vermarktung der Wertpapiere werden oft auch so genannte Professional Advisers hinzugezogen. Dabei wird es sich im Regelfall um Investmentbanken handeln. Facility Providers, für gewöhnlich auch Banken oder Versicherungsunternehmen, sollen zusätzliche Unterstützung im Umgang mit Risiken bieten.⁵²

Zu guter Letzt soll aber nicht auf die Wichtigkeit der Ratingagenturen vergessen werden. Nicht nur für die Originatoren haben diese eine große Bedeutung, sondern auch für die Investoren, da sie professionelle Unterstützung und ein unabhängiges Rating im Hinblick auf die gesamte Transaktion bekommen. Sie stellen quasi eine Intermediärfunktion zwischen Anbieter und Investor dar.⁵³ Die drei wichtigsten Ratingagenturen sind Standard and Poor's, Moody's und Fitch.⁵⁴

1.6 Strukturierung der Transaktion⁵⁵

Es wurde bereits angesprochen, dass die Wahl der auszugebenden Wertpapiere sehr eng mit der Art der Ausgestaltung des SPV in Verbindung steht. Damit gehen unterschiedliche Assetklassen einher, die ein unterschiedliches Management der Zahlungsströme bedingen. Im Wesentlichen kann zwischen zwei Strukturvarianten zur Weiterleitung der Zahlungen an die

⁵¹ Vgl. Bund (2000), S.32

⁵² Vgl. Grünauer (2002), S.21

⁵³ Vgl. Landsiedl (2002), S.27

⁵⁴ Vgl. dazu Kap. 5.4 und 5.5.2.1 bis 5.5.2.3

⁵⁵ Die Strukturen des Cashflow Managements werden in sämtlicher hier verwendeten Literatur weitestgehend gleich beschrieben. Es werden daher zwecks Übersicht und Einfachheit nur wörtlich übernommene Textstellen zitiert.

Investoren differenziert werden, der Pass-Through Structure und der Pay-Through Structure. Beide werden auch unter dem Überbegriff Cashflow Structure zusammengefasst. Das bedeutet, dass die Cashflows des underlying zur Bedienung der Zinszahlungen an die Investoren dienen.

1.6.1 Pass-Through Structure

Bei diesem Verfahren „werden die auf die veräußerten Assets eingehenden Zahlungen [...] direkt und unverändert an die Halter der Wertpapiere weitergeleitet.“⁵⁶ Schon zuvor wurde gesagt, dass auf Grund des Verbots eines aktiven Zahlungsmanagements, diese Variante in erster Linie für das SPV als Grantor Trust in Frage kommt. Das Problem, das sich dabei ergibt, ist das Prepayment Risk, also das Risiko vorzeitiger Rückzahlungen der Forderungsschuldner. „This type of structure makes it impossible to define the exact duration of pass-through papers ex ante.“⁵⁷ Im Falle sinkender Marktzinsen würde das ein schnelleres Rückzahlungsverhalten der Kreditnehmer bedeuten und für die Investoren wiederum einen geringeren Zinsertrag. Das Gegenteil gilt natürlich für steigende Zinsen. Um dem Prepayment Risk entgegenzusteuern, werden Prepayment Rates festgelegt, mit denen versucht wird, Zusammenhänge zwischen Rückzahlungsverhalten und Marktzinssätzen herzustellen.

1.6.2 Pay-Through Structure

Im Gegensatz zur Pass-Through Structure, bei der die Zahlungen direkt weitergeleitet werden, werden diese bei der Pay-Through Structure beispielsweise im SPV gesammelt und zu fixen Zeitpunkten an die Investoren ausgezahlt. Die zwischen den einzelnen Auszahlungen liegende Zeit kann dazu verwendet werden, Forderungszahlungen zu investieren. Da die Zahlungen bei dieser Variante vorab festgelegt sind, eignet sich die Pay-Through Structure hervorragend für ein aktives Portfoliomanagement. Voraussetzung dafür ist die Gründung des SPV als Owners Trust.

Die Vorteile einer solchen Konstruktion, in erster Linie zu Gunsten der Investoren, liegen klar auf der Hand. Da Zahlungen nicht mehr sofort weitergeleitet werden, kann das SPV diese umstrukturieren und Wertpapiere verschiedener Tranchen entsprechend den Kundenwünschen kreieren. Auch bleibt das Reinvestment Risk beim SPV. Liegen die Forderungsrückzahlungen über den berechneten Prepayment Rates, können Überschüsse nicht an die Investoren weitergeleitet werden und es hat eine Weiterverzinsung dieser Beträge zu erfolgen.

⁵⁶ Simone (2001), S.56

⁵⁷ Heitzenberger (2005), S.13

1.6.3 Market Value Structure

Bei der Market Value Structure wird das Wertpapier durch den Liquidationserlös des underlying gestützt. Wird der Originator nun insolvent oder tritt ein anderer so genannter Trigger Event auf, so werden die verbrieften Forderungen im Sekundärmarkt verkauft und die Erlöse zur Rückzahlung an die Investoren verwendet. Die Trigger Events lösen sozusagen die Tilgung in Pass-Through Form aus.⁵⁸

2. Produkte der klassischen Kreditverbriefung

Während der Zweck des ersten Kapitels darin lag, einen allgemeinen Überblick über das umfangreiche und komplexe Thema der Verbriefung zu geben, werden im zweiten Kapitel die drei großen Hauptproduktgruppen der Asset Securitisation behandelt. Dazu gehören die Asset Backed Securities (ABS), die Mortgage Backed Securities (MBS) und die Collateralized Debt Obligations (CDO).

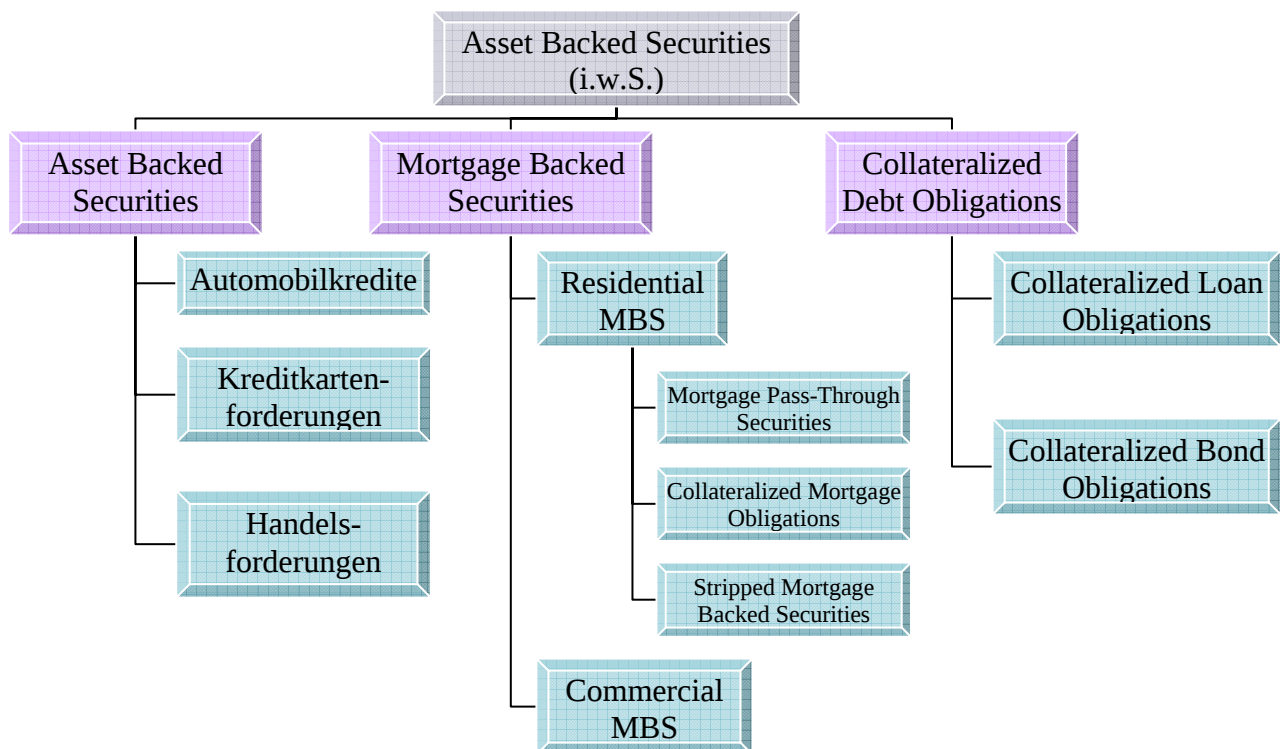


Abbildung 1: Übersicht über die wichtigsten Produkte im Rahmen der Asset Securitisation⁵⁹

⁵⁸ Fabozzi/Choudhry (2004), S.43f

⁵⁹ Quelle: Eigene Darstellung

2.1 Asset Backed Securities (ABS)

Im Gegensatz zur Verwendung der Asset Backed Securities als Überbegriff für alle Ausgestaltungsformen der Verbriefung, basieren die meisten ABS-Transaktionen auf der Verbriefung von Automobilkrediten und Kreditkartenforderungen. Aber auch die Verbriefung von Handelsforderungen oder Vermögenswerten in der Luftfahrt oder dem Gesundheitswesen⁶⁰ sind in dieser Kategorie anzutreffen und dienen als Beispiel für die Vielfalt von Möglichkeiten, die den Beteiligten zur Verfügung stehen. Auf Grund der genannten Tatsache, dass Automobil- und Kreditkartenforderungen den Ursprung von Asset Backed Securities darstellen, wird das Hauptaugenmerk auf diesen liegen.

2.1.1 Struktureller Unterschied bei ABS

Bevor konkret auf die einzelnen Varianten eingegangen werden kann, muss noch zwischen der Strukturierung als *Installment Contracts* und *Revolving Lines of Credit* differenziert werden.⁶¹

Installment Contracts haben vorab definierte Tilgungspläne, und einen fixen Fälligkeitszeitpunkt. Deshalb ist diese Form meist bei Automobilkrediten zu finden. Da die zu Grunde liegenden Kredite relativ stabile Cashflows bieten, spiegeln sie die Entwicklung der Sicherheit ziemlich genau wider. *Revolvierende Kredite* hingegen besitzen keinen festgelegten Rückzahlungsplan und sind daher eher bei Kreditkartenforderungen anzutreffen. Für eine bestimmte Zeit erfolgt auch keine Tilgung des Grundkapitals. Vom Treuhänder zurückbehaltenes Kapital aus Forderungen wird in neue Forderungen investiert.

2.1.2 Auto Loan and Leased Backed Securities⁶²

Der Markt für Automobilkredite wird basierend auf der Kreditqualität der Kreditnehmer beziehungsweise des Kreditrisikos in mehrere Kategorien eingestuft. Der *prime market* umfasst Anbieter, die im Schnitt weniger als drei Prozent Verlust über die gesamte Dauer der Transaktion haben. Typische Originatoren solcher Darlehen sind Banken oder konzerneigene Finanzierungsgesellschaften. Im *near-prime market* liegen die Verluste ungefähr zwischen drei und sieben Prozent. Und mehr als sieben Prozent sind es im *sub-prime market*. Hohe Schulden im Vergleich zum Einkommen, Bankrott, mangelnde Bonität oder generelle

⁶⁰ Vgl. Fabozzi (1995), S.584

⁶¹ Vgl. Fabozzi (1995), S.585ff; Vgl. dazu auch Fabozzi (2007), S.307f. Hier führt die Art der Sicherheit auch zu der Unterscheidung zwischen Amortizing und Non-Amortizing Assets.

⁶² Vgl. Fabozzi (2007), S.320ff

Instabilität des Unternehmens sind Gründe, warum Kreditnehmer der letzten beiden Gruppen nicht für die prime pools qualifiziert werden.⁶³

Die zur Bestimmung der Verluste relevanten Faktoren sind:⁶⁴

- Der Mix aus prime, non-prime und sub-prime Krediten
- Das Verhältnis von neuen zu gebrauchten Wagen
- Advance Rates
- Weighted Average Maturity
- Weighted Average Coupon
- Die geographische Diversität
- Die Alterung des Forderungspools
- Die Erfahrungen des Anbieters aus der Vergangenheit

Die Kreditqualität von Autokrediten kann generell als sehr hoch eingestuft werden, da es sich um gesicherte Kredite handelt, die sofort durch Rückzahlung getilgt werden und folglich kurze Laufzeiten haben. Der Cashflow von Auto Loan Backed Securities ergibt sich aus den monatlichen Rückzahlungen plus Zinsen und etwaigen Vorauszahlungen. Vorauszahlungen können mehrere Ursachen haben. Klassische Beispiele sind die vollständige Rückzahlung, bedingt durch Verkäufe und Trade-ins, der Rückkauf und Wiederverkauf des Autos oder die unfallbedingte Zerstörung. Zur Messung der Vorauszahlungen wird die *absolute prepayment speed* herangezogen. Das ist die monatliche Vorauszahlung als Prozentsatz der ursprünglichen Sicherheit.

2.1.3 Credit Card Receivable Backed Securities⁶⁵

Kreditkartenforderungen zählen zur Gruppe der *non-amortizing assets*. Während der so genannten *lockout period* oder auch *revolving period* werden die Zahlungen von einem Treuhänder einbehalten und in andere Forderungen investiert. In diesem Zeitraum hängt also der Geldfluss, den die Eigentümer der Wertpapiere erhalten, von den verdienten Spesen und Gebühren ab. Erst danach erfolgen Zahlungen an die Investoren.

⁶³ Vgl. Fabozzi, Lecture notes VI, S.3

⁶⁴ Vgl. Fabozzi, Lecture notes VI, S.7-10

⁶⁵ Vgl. Fabozzi (2007), S.325f

Es haben sich drei verschiedene Zahlungsstrukturen für Kreditkarten ABS entwickelt. Es sind dies die *Pass-Through Structure* (Unscheduled Amortization), die *Controlled Amortization Structure* und die *Bullet-Payment Structure* (Soft Bullet).⁶⁶

Bei der *Pass-Through Structure* werden die Cashflows anteilig an die Wertpapierinhaber ausgezahlt. Im Rahmen einer *Controlled Amortization Structure* wird ein geplanter Kapitalbetrag festgelegt. Die Höhe ist ausreichend, um in bestimmten Situationen, zum Beispiel verlangsamte Rückzahlung der Kreditnehmer, woraus ein geringerer Cashflow resultieren würde, Verpflichtungen befriedigen zu können. Dieser wird in gleichen, monatlichen Zahlungen verteilt. Das heißt, für eine 12-monatige Periode müsste die Payment Rate 8,33% (100/12) betragen. Liegt sie über den 8,33% so werden Überschüsse in neue Forderungen investiert. Liegt sie darunter, kommt es zu einem Aufschub und der Fehlbetrag wird in den Folgeperioden ausgeglichen. Die dritte Form nennt sich *Bullet-Payment Structure*, bei der der Inhaber des Wertpapiers den Gesamtbetrag auf einmal erhält (single-bullet principal payment). Zur Vorbereitung auf diese Einmalzahlung werden monatlich gleich große Teilbeträge gesammelt und im principal funding account deponiert. Einlagen auf diesem Konto werden in kurzfristige Wertpapiere höchsten Ratings investiert.

2.2 Mortgage Backed Securities (MBS)

Die zweite große Gruppe im Rahmen der klassischen Verbriefung bilden die Mortgage Backed Securities. Diese kann in die Residential Mortgage Backed Securities (RMBS) und die Commercial Mortgage Backed Securities (CMBS) aufgeteilt werden. Erstere umfasst die drei nachfolgend behandelten Gruppen. CMBS hingegen sind „securities that are backed by a pool of commercial mortgage loans on income-producing property“.⁶⁷ Darlehen, die die Richtlinien beziehungsweise die underwriting standards der staatlichen Agenturen (Fannie Mae, Ginnie Mae, Freddie Mac) erfüllen (conforming mortgages), werden als Agency MBS, jene die diese nicht erfüllen (nonconforming mortgages) als Nonagency MBS bezeichnet. Ihre Verbriefung erfolgt im Rahmen einer private label transaction.⁶⁸

⁶⁶ Vgl. dazu auch Fabozzi (1995), S. 589f. Von daher stammen auch die in Klammer gesetzten Bezeichnungen Unscheduled Amortization und Soft Bullet.

⁶⁷ Fabozzi, Lecture notes VI, S.32

⁶⁸ Vgl. Fabozzi/Bhattacharya/Berliner (2007), S.22

2.2.1 Mortgage Pass-Through Securities

“A Mortgage Pass-Through Security is a security created when one or more holders of mortgages form a collection (pool) of mortgages and sell shares or participation certificates in the pool”.⁶⁹ Die Investoren erhalten monatliche Zahlungen, die aber nicht identisch sind hinsichtlich der Höhe und des Timings mit jenen des Pools. Der durchgereichte Cashflow ist geringer als der des zu Grunde liegenden Kreditpools, da noch Spesen und Gebühren abzuziehen sind. Außerdem entsteht durch das Durchreichen eine zeitliche Verzögerung der Zahlung. Da nicht alle Darlehen des Pools dieselbe Fälligkeit und dieselbe Verzinsung haben, muss eine *weighted average coupon rate* (WAC) und eine *weighted average maturity* (WAM) festgelegt werden. Die WAC „is calculated as a weighted average of the gross interest rates of the mortgages underlying the pool as of the pool issue date, with the balance of each mortgage used as the weighting factor.”⁷⁰ Die WAM “is calculated as a weighted average of the remaining term of the underlying mortgages as of the issue date and the WARM as of a subsequent date of recalculation, using the balance of each mortgage as the weighting factor.”⁷¹

Auch bei den Mortgage Pass-Through Securities gibt es das *Contraction Risk* und das *Extension Risk*.⁷² Bereits im Kapitel 2.1.3 wurden die Konsequenzen einer steigenden oder sinkenden Payment Rate angesprochen. Liegt zum Beispiel die Mortgage Rate bei acht Prozent und sinkt dann auf fünf Prozent, ist das für den Investor ein Anreiz, den Kredit vorzeitig zurückzuzahlen und einen neuen zu günstigeren Konditionen zu bekommen. Durch solche Vorauszahlungen verringert sich die durchschnittliche Laufzeit. Gegensätzlich verhält es sich bei steigenden Zinsen. Aus genau diesem Grund stellen Pass-Through Securities möglicherweise keine geeigneten Instrumente im Risikomanagement von Kredit- und Finanzinstituten dar.

2.2.2 Collateralized Mortgage Obligations (CMO)

Das Hauptproblem, das bei den Mortgage Backed Securities besteht ist das schon öfters angesprochene Prepayment Risk. Diesem Problem versucht man nun mit der Bildung von verschiedenen Tranchen entgegenzuwirken. Dafür wurden die Collateralized Mortgage Obligations entwickelt. Sie können zwar das Risiko von Prepayments nicht völlig

⁶⁹ Fabozzi (2007), S.260

⁷⁰ Bartlett (1989), S.108

⁷¹ Bartlett (1989), S.110; Vgl. zur weighted average remaining maturity S.129

⁷² Vgl. Fabozzi (2007), S.272f

untergraben, aber es erfolgt eine Verteilung des Risikos auf unterschiedliche Investorenklassen. Es gibt eine ganze Menge verschiedenster Ausgestaltungsformen solcher CMO's. An dieser Stelle sollen aber nur einige beispielhaft genannt, aber nicht ausführlich beschrieben werden.⁷³ Gebräuchliche Strukturen sind:

- Sequential-Pay Tranches (Time Tranching)
- Accrual Tranches
- Floating-Rate Tranches
- Structured Interest-Only Tranches
- Planned Amortization Class Tranches (PACs)

2.2.3 Stripped Mortgage Backed Securities (SMBS)⁷⁴

Bereits vom vorangegangenen Kapitel ist bekannt, dass bei CMO's die Aufteilung der underlying mortgages in mehrere Tranchen erfolgt. Im Unterschied dazu gibt es bei den SMBS genau zwei Klassen. Eine davon bekommt den gesamten Zinsbetrag und die andere das gesamte Grundkapital. Die erste wird daher auch als *interest-only class* (IO class) bezeichnet und die zweite als *principal-only class* (PO class). Basierend auf dieser Klassifizierung wird zwischen Principal-Only Strips (POs) und Interest-Only Strips (IOs) unterschieden.

Bei einem Principal-Only Strip ergibt sich der Ertrag aus der Differenz zwischen dem Nominalwert und dem Marktwert. Der Ertrag des Investors ist dabei abhängig von der Geschwindigkeit, mit der die Prepayments eintreffen. Zahlen die Schuldner ihre Kredite schneller zurück, so kann der Gewinn auch schneller realisiert werden. Zieht man die Zinssätze noch in die Bewertung hinzu, so bedeuten fallende Zinsen (unter den vertraglich vereinbarten Zinssatz) wiederum eine Zunahme der Prepayments und folglich raschere Gewinne für den Investor. Die Konsequenz steigender Zinssätze (über den vertraglich vereinbarten Zinssatz) ist also eine Verschlechterung der Erträge für den Investor, da Prepayments nun nicht mehr so rasch eintreffen.

Im Gegensatz zu den Principal-Only Strips haben die Interest-Only Strips keinen Nominalwert. Ziel des Investors ist es, Vorauszahlungen möglichst zu vermeiden, da er

⁷³ Zur ausführlichen Beschreibung der einzelnen CMO-Strukturen vgl. Fabozzi (2007), S.273-292; Fabozzi/Bhattacharya/Berliner (2007), S.108-132 und Bartlett (1989), S.327-340

⁷⁴ Vgl. Fabozzi (2007), S.294ff

Zinsen nur auf den ausständigen Geldbetrag erhält. Wirft man wieder einen Blick auf die Zinssätze, stellt man einen wesentlichen Unterschied im Vergleich zu den POs fest. Liegen die Zinsen unter den Vereinbarten, mehren sich die Prepayments und der Cashflow des IO sinkt. Liegen sie aber darüber wird zwar der Cashflow höher aber gleichzeitig mit einem höheren Zinssatz diskontiert. Die Preise der IOs wandern tendenziell in dieselbe Richtung wie die Mortgage Rates.

2.3 Collateralized Debt Obligations (CDO)

Die dritte und letzte große Gruppe im Rahmen der Asset Securitisation wird von den Collateralized Debt Obligations, kurz CDOs, gebildet. „A Collateralized Debt Obligation (CDO) is a structured product aimed at providing credit protection on an underlying portfolio of assets.“⁷⁵ Das Pool der underlying assets beinhaltet entweder so genannte bond-type instruments, zum Beispiel high-yield corporate bonds oder structured financial products, oder bank loans. Je nachdem, welcher Typ von Pool zu Grunde liegt, unterscheidet man zwischen Collateralized Bond Obligations (CBO) im ersten Fall und Collateralized Loan Obligations (CLO) im letzteren Fall.

Das wesentliche Merkmal von CDOs ist die Tranchenbildung.⁷⁶ Durch sie wird festgelegt, ab wann Verluste gedeckt werden (attachment point) und bis zu welcher Höhe (exhaustion point). Es wird unterschieden zwischen der Equity Tranche, der Mezzanine Tranche und der Senior Tranche. Die Zahlungen erfolgen nach dem Prinzip des Wasserfalls. Das heißt, die Equity Tranche trägt die ersten Verluste, so lange bis diese Tranche völlig ausgeschöpft ist. Erst danach erfolgen Verlustausgleiche durch die Mezzanine Tranche. Sie steht erst an zweiter Stelle und ist daher auch weniger volatil als die Equity Tranche. Die am wenigsten riskante Tranche nennt man Senior Tranche. Sie genießen üblicherweise Triple-A Rating und müssen Verluste erst tragen, wenn Equity- und Mezzanine Tranche erschöpft sind. Einen Überblick über die verschiedenen Typen von CDOs gibt die nachstehende Abbildung.⁷⁷

⁷⁵ Redondo (2007), S.12

⁷⁶ Vgl. Redondo (2007), S.12f

⁷⁷ Vgl. zur Klassifizierung von CDOs auch Landsiedl (2002). Er definiert drei Gruppen anhand des Collateral Exposure, der Issuer Motivation und der Transaction Structure. Erstere beinhaltet Cash- und Synthetic CDOs, die zweite Balance Sheet- und Arbitrage CDOs und letztere Cash Flow- und Market Value CDOs.

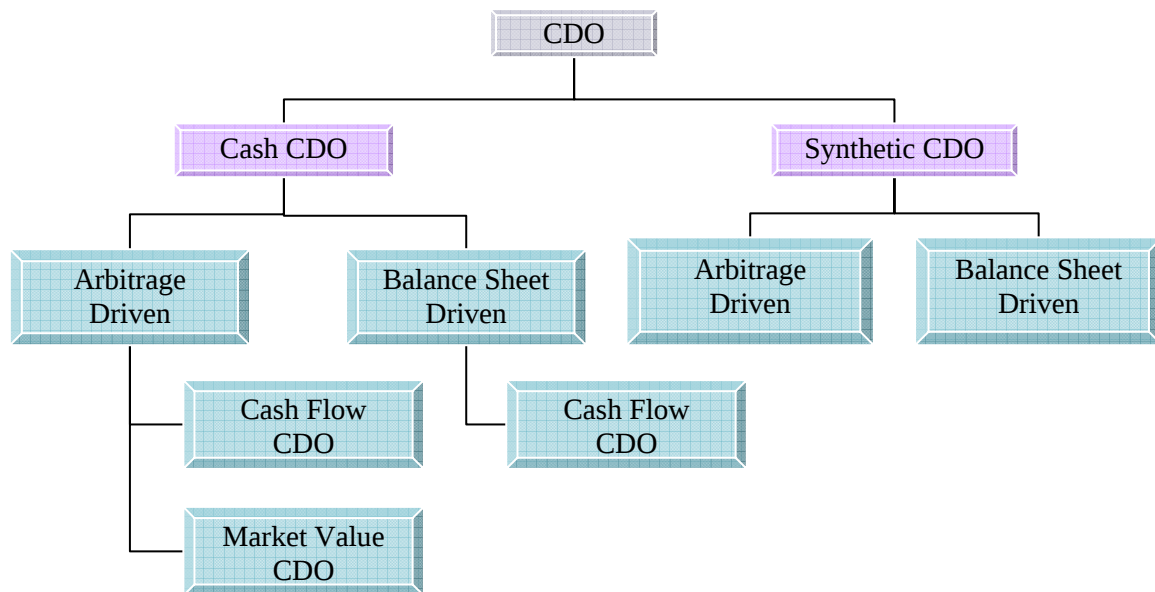


Abbildung 2: Überblick über die verschiedenen Typen von CDOs⁷⁸

Die Hauptunterscheidung findet dabei zwischen den Cash CDOs und den Synthetic CDOs statt. Cash CDOs basieren auf Instrumenten des Geldmarktes, also bonds oder loans. Synthetic CDOs hingegen basieren auf Kreditderivaten, zum Beispiel Credit Default Swaps oder Total Return Swaps. Innerhalb dieser beiden Kategorien findet wieder eine Trennung zwischen Arbitrage Driven CDOs und Balance Sheet Driven CDOs statt. Der Zweck von Balance Sheet Driven CDOs liegt ganz einfach darin, Assets aus der Bilanz des Originators zu entfernen. Arbitrage Driven CDOs dienen, wie der Name schon erahnen lässt, zur Ausnutzung von Zins- und Ertragsdifferenzen. Schließlich gibt es noch die Unterteilung in Cash Flow CDOs und Market Value CDOs. Der große Unterschied liegt dabei in der Flexibilität des Asset Managers. Während bei beiden Cash Flow CDOs die Kapitalstruktur vorgegeben ist, steht dem Manager diesbezüglich mehr Freiraum zur Verfügung.

3. Risiken im Rahmen der Verbriefung

Bereits die bisherigen Ausführungen lassen die Vermutung zu, dass mit der Verbriefung von Forderungen eine Menge Risiken einhergehen. Tatsächlich sind solche Transaktionen nicht ungefährlich und eine besondere Berücksichtigung soll daher auch ihnen zukommen. Mit dem folgenden Kapitel werden die wichtigsten Risiken, die in diesem Zusammenhang auftreten beziehungsweise auftreten können, etwas näher beleuchtet. Mit dem damit einhergehenden Thema der Kreditverbesserung, auch Credit Enhancement genannt, befasst sich anschließend das Kapitel vier.

⁷⁸ Quelle: Eigene Darstellung, in Anlehnung an Fabozzi (2007), S.328

Die Klassifizierung der Risiken kann auf unterschiedliche Art und Weise erfolgen.⁷⁹ Eine gängige Form ist, zwischen Collateral-, Struktural- und Regulatorischen Risiken zu unterscheiden. *Bär* verwendet für die Letzten beiden den Überbegriff Securitisationsrisiken. *Shaw* teilt diese auf in das Asset Risk und das Securitisation Risk. *Pichler* definiert die Counterpart-Risiken überhaupt als eine eigene vierte Gruppe. Und *Turwitt* geht von einer ABS-Finanzierung aus und differenziert zwischen Forderungs-, Finanzierungs- und Struktur-Risiken. Es existiert also keine einheitliche Risikoklassifizierung. Sicherlich auch aus dem Grund, dass jedes Unternehmen in einem anderen Umfeld tätig ist und die zu Grunde liegenden Forderungen verschieden sind. Für diese Arbeit soll die erstgenannte Unterteilung ausreichen und ein erster Überblick wird mit der folgenden Abbildung vorweggenommen.

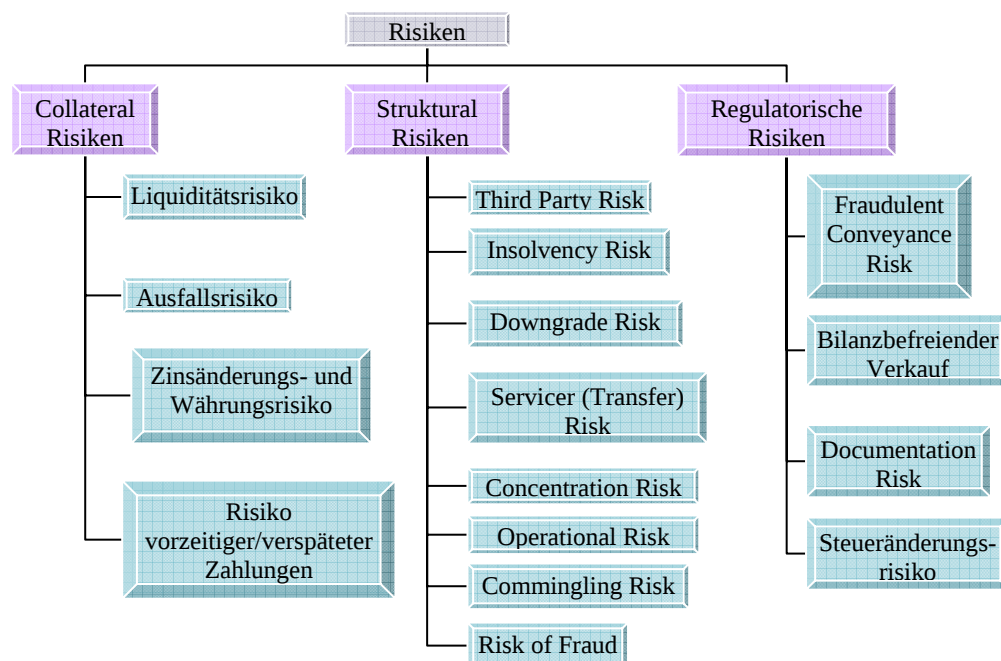


Abbildung 3: Risiken im Rahmen der Verbriefung⁸⁰

3.1 Collateral-Risiken

In die Gruppe der Collateral-Risiken fallen das Liquiditätsrisiko, das Ausfallsrisiko, das Risiko vorzeitiger oder verspäteter Zahlungen und das Zinsänderungs- und Währungsrisiko.

Liquiditätsrisiko tritt auf, wenn Forderungen oder Zahlungen nicht zum geplanten Zeitpunkt eintreffen. Als mögliche Konsequenz wäre die Insolvenz des SPV in Betracht zu ziehen. In der Praxis ist es allerdings noch nie zu einem Konkurs des SPV gekommen. Würde es zu

⁷⁹ Vgl. dazu Stone/Zissu/Lederman (1991), S.26ff; Shaw (1991), S.15ff; Bär (1997), S.196; Pichler (2008), S.38; Turwitt (1999), S.31

⁸⁰ Quelle: Eigene Darstellung, zusammengestellt aus den Klassifizierungsmöglichkeiten der genannten Literatur

einer Insolvenz des SPV kommen, so hätte das Auswirkungen auf die bilanzbefreiende Wirkung des Forderungsverkaufs, falls verbriefte Forderungen nicht von anderen Vermögensgegenständen getrennt werden.⁸¹

Das Ausfallsrisiko bedeutet, dass die Schuldner von Forderungen diese nicht zahlen können oder wollen. Bei einer Pay-Through Structure wird dadurch das SPV selbst mit Zahlungsausfällen belastet, bei einer Pass-Through Structure die Investoren.⁸² „Die Festlegung eines Ausfallereignisses wird durch die Rechtsordnung vorgeprägt.“⁸³ Als Beispiele für Ausfallereignisse sind Insolvenz, Zahlungsverzug oder die Sanierung des Kreditnehmers zu nennen.

Bei vorzeitigen oder verspäteten Zahlungen spricht man auch vom Prepayment-beziehungsweise dem Delinquency Risk. Beim ersten können Rückzahlungen möglicherweise nur mehr zu einem geringeren Zinssatz als der der Transaktion angelegt werden. Das Delinquency Risk führt dazu, dass benötigte Cashflows aus dem Asset Pool nicht mehr generiert werden können.

Zu guter Letzt besteht noch das Zinsänderungs- und Währungsrisiko. Haben die Wertpapiere eine fixe Verzinsung die Aktiva jedoch eine variable Verzinsung, können die Zinsen der Aktiven unter jene der Wertpapiere fallen. Währungsrisiko besteht, wenn ABS und Aktiva in unterschiedlichen Währungen vorkommen.⁸⁴

3.2 Struktural-Risiken

Zu den Struktural-Risiken gehören das Third Party Risk, das Insolvency Risk, das Downgrade Risk, das Servicer (Transfer) Risk, das Concentration Risk, das Operational Risk, das Commingling Risk und das Risk of Fraud.

Das Third Party Risk umfasst unter anderen auch das Sovereign Risk, das GIC Provider Risk, das Swap Counterparty Risk oder Lessee Risk. Generell geht es dabei um die Folgen eines Ausfalls einer beteiligten Drittpartei, da essentielle Services von diesen Parteien angeboten werden.⁸⁵

⁸¹ Vgl. Wöbken (2002), S.65

⁸² Vgl. Bär (1997), S.197

⁸³ Pichler (2008), S.39

⁸⁴ Vgl. Bär (1997), S.198

⁸⁵ Vgl. Shaw (1991), S.25ff

Das Insolvency Risk geht einher mit dem Liquiditätsrisiko und dieses wiederum mit dem Risiko vorzeitiger oder verspäteter Zahlungen. Als Folge bleibt nur mehr der Konkurs des Originators oder des SPV.

Kommt es zu einer Verschlechterung der Kreditqualität bei einer an der Transaktion beteiligten Partei, so kann daraus die Rückstufung im Rating resultieren. Die Folgen daraus werden einem erst klar, wenn man sich die Bedeutung des Ratings bewusst macht. Die Rückstufung hat zwar keine direkten Auswirkungen auf die ABS-Transaktion selbst, jedoch eine Signalwirkung für den Investor.

„The servicer is the investor’s chief defence against a deterioration of the asset pool.”⁸⁶ Die Struktur der Transaktion hängt also sehr von der Qualität des Servicers ab. Kommt er seinen Aufgaben und Verpflichtungen nicht vereinbarungsgemäß nach, kann das erhebliche Auswirkungen auf das Rating haben. Aber nicht nur die Aufgaben des Servicers, auch die Verantwortung des SPV-Managements und des Treuhänders beeinflussen die Höhe dieses Risikos. Das Servicer Transfer Risk umfasst Risiken im Zusammenhang mit der Übertragung der Servicing Funktion auf den Backup Servicer.

Unter Concentration Risk versteht man die Bildung von Klumpenrisiken im Forderungspool als Folge einer falschen Diversifikation. Hier spielt die Portfolioanalyse eine große Rolle. Da es für den Investor nahezu unmöglich ist, ausreichende Informationen bezüglich der Forderungen zu bekommen, wird diese Aufgabe ein Arrangeur im Rahmen des Strukturierungsprozesses übernehmen. Dabei sollten die Forderungen gewisse Eignungskriterien, wie zum Beispiel maximales Volumen pro Einzelforderung, demographische oder geographische Diversifikation, erfüllen. Um eine ausreichende Diversifikation zu erhalten, wird anschließend aus dem resultierenden Forderungspool per Zufallsprinzip ausgewählt.⁸⁷

Das Operational Risk ergibt sich aus der unsachgemäßen Ausführung bestimmter Pflichten (Mahnwesen, Inkasso) einerseits und dem Unwillen oder Unvermögen einer beteiligten Partei andererseits. Besonders wichtig sind dabei Aufgaben betreffend die Servicing-, Treuhand- oder Cash-Management Funktionen. Ein weiteres Problem birgt die asymmetrische Informationsverteilung zu Gunsten der Originatoren, wodurch erhebliche Agency Kosten

⁸⁶ Shaw (1991), S.26

⁸⁷ Vgl. Wöbken (2002), S.65

entstehen können. Der unvollkommene Markt könnte zu moral hazard Problemen führen, und zwar vor und nach der Transaktion. Anbieter könnten Assets von guter Qualität zurückbehalten und durch schlechtere ersetzen (ex ante moral hazard) oder die kostspielige Einhaltung von vertraglichen Einschränkungen vernachlässigen (ex post moral hazard). Weiters spielt hier auch das market for lemons Problem mit hinein. Anbieter haben mehr Information bezüglich des wahren Wertes der verbrieften Forderungen zur Verfügung als Investoren. Die Investoren könnten daher von schlechterer Qualität ausgehen, einen niedrigeren Preis und einen Ausgleich für das Investmentrisiko verlangen.⁸⁸

Wenn es zu einer Vermischung der verbrieften Vermögenswerte mit den restlichen Vermögenswerten des Unternehmens kommt, dann spricht man vom Commingling Risk. Problematisch wird es dann im Falle eines Konkurses, wenn es um die Aussonderung der entsprechenden Forderungen von den übrigen Vermögenswerten geht. Wie bereits zuvor erwähnt, besteht dann die Gefahr, dass diese in die Konkursmasse fallen.

Zuletzt soll noch auf das Risk of Fraud oder auch Betrugsrisiko hingewiesen werden. Dieses Risiko besteht natürlich bei jeder Form von Finanztransaktion und ist daher nicht nur bei ABS-Transaktionen anzutreffen. „No company [...] is immune from the possibility that fraudulent financial reporting will occur.“⁸⁹ Die Erstellung von gefälschten Berichten und der Verkauf nicht existierender Forderungen gelten als klassische Beispiele für betrügerische Handlungen.

3.3 Rechtliche und Regulatorische Risiken

Zu den wesentlichen rechtlichen und regulatorischen Risiken zählen das Fraudulent Conveyance Risk, die bereits angesprochene Anerkennung als bilanzbefreiender Verkauf, das Documentation Risk und das Steueränderungsrisiko.

Fraudulent Conveyance schreibt vor, dass im Falle der Übertragung von Assets mit betrügerischem Hintergrund diese zurückgefordert werden können. Dasselbe gilt für die Übertragung von ungleichwertigen Aktiven zwischen den Parteien. Steht die Übertragung der Sicherheiten vor einem betrügerischen Hintergrund, könnte das Gericht im Namen der

⁸⁸ Vgl. Jobst (2005), S.13f

⁸⁹ Exposure Draft, The National Commission on Fraudulent Financial Reporting, April 1987, S.5; zit. nach Shaw (1991), S.25

Gläubiger diese Übertragung außer Acht lassen und die betroffenen Assets würden nicht mehr als Sicherheit zur Verfügung stehen.⁹⁰

Der bilanzbefreiende Verkauf der Forderungen wurde ja bereits im Rahmen des Insolvenzrisikos des SPV angesprochen. Als Bilanzbefreiung wird „der Übergang von Forderungen in das Vermögen der Poolgesellschaft verstanden, bei dem in der Bilanz des Forderungsverkäufers die übertragenen Forderungen aus- und andere Vermögensgegenstände [...] eingebucht werden.“⁹¹ Besondere Bedeutung hat dieser Forderungsübergang im Rahmen des Ratings, denn nur wenn die Vermögenswerte vollständig vom Verkäufer getrennt sind, ist es für das SPV möglich ein besseres Rating als dieser zu erhalten.

Das Documentation Risk erklärt sich eigentlich von selbst und muss daher nicht ausführlich diskutiert werden. Im Allgemeinen versteht man darunter alle Risiken, die im Zusammenhang mit der rechtlichen Ausarbeitung von Verträgen, unklaren Definitionen oder Formulierungen oder kostspieligen Rechtsstreitigkeiten entstehen.

Um dieses Kapitel abzuschließen soll noch kurz auf das Steueränderungsrisiko aufmerksam gemacht werden. Dabei ist es wichtig zu wissen, dass man sich gegen dieses Risiko eigentlich nicht absichern kann. Grundsätzlich verfolgt man einen sehr pessimistischen Zugang zu diesem Thema. Es wird gleich vorab von einer Verschlechterung, das heißt einer Verschärfung der Steuergesetze, ausgegangen. Auswirkungen hätte dies auf beide Parteien, die Investoren und die Verkäufer. Handelt es sich zusätzlich noch um eine Pay-Through Struktur, so hätte eine Besteuerung der Gewinne, der zwischenzeitlich investierten Beträge, gravierende Folgen.⁹²

4. Risikomanagement durch Credit Enhancement

Im letzten Kapitel erfolgte eine ausführliche Betrachtung der Risiken, die während der Durchführung einer ABS-Transaktion auftreten können. Es wurde auch schon der Begriff des Credit Enhancements kurz angesprochen. Ganz allgemein versteht man darunter die Bereitstellung von zusätzlichen Sicherheiten um Ausfallsrisiken zu reduzieren. Dadurch erhöht sich die Kreditqualität und somit der Wert des verbrieften Forderungspools. Außerdem

⁹⁰ Vgl. Stone/Zissu/Lederman (1991), S.30

⁹¹ Turwitt (1999), S.40

⁹² Vgl. Wöbken (2002), S.69

erhält man auf Grund der gestiegenen Kreditqualität ein besseres Rating. Das bringt natürlich eine Menge Vorteile, in erster Linie für die Anbieter, aber auch für die Investoren mit sich.⁹³

Will sich der Emittent wie beispielsweise im Rahmen einer ABS-Transaktion über den Kapitalmarkt finanzieren, so möchte er das zu den niedrigst möglichen Zinsen. In diesem Fall hilft das Credit Enhancement störende Faktoren wie zum Beispiel ein schlechtes Rating und die damit sinkende Liquidität zu eliminieren. Mit dem verbesserten Rating wird folglich die Absetzbarkeit und Handelbarkeit der Wertpapiere gefördert. Durch den Verkauf der Vermögenswerte an das SPV wird auch die Anonymität des Verkäufers gewahrt. Das bringt Vorteile, wenn ein Rating einmal nicht so gut ausfällt.

Mittlerweile hat man eine Menge verschiedener Techniken entwickelt. Ursprünglich zur Verwendung im Rahmen der Verbriefung von Hypotheken auf Einfamilienhäusern gedacht, werden sämtliche Techniken heutzutage in allen Sektoren des ABS-Marktes angewandt.⁹⁴ Im Folgenden sollen die Credit Enhancement Techniken, die in interne und externe Techniken eingeteilt werden, etwas näher erläutert werden. Zur besseren Übersicht soll die folgende Abbildung dienen.

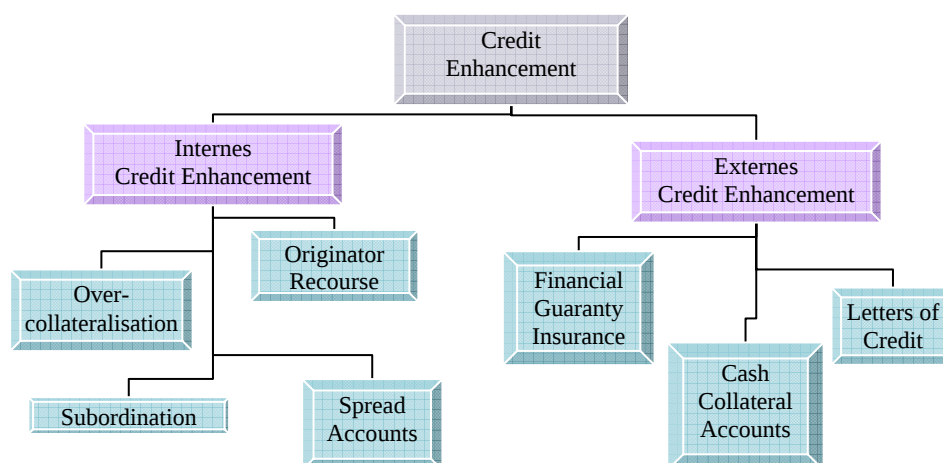


Abbildung 4: Techniken des Credit Enhancement⁹⁵

4.1 Internes Credit Enhancement

Die internen Credit Enhancement Techniken resultieren aus Maßnahmen, die durch den Originator selber getroffen werden oder aus dem Cashflow der Vermögenswerte. Es erfolgt

⁹³ Vgl. Shaw (1991), S.164f

⁹⁴ Vgl. Laternser (1997), S.132

⁹⁵ Quelle: Eigene Darstellung

eine „Prioritisierung von Klassen zur Optimierung des Kreditrisikos“ und eine „entsprechende Cashflow-Zuteilung zur Optimierung des Rückzahlungsschutzes.“⁹⁶ Das erlaubt in gewisser Weise die Steuerung der Qualität und des Ratings der einzelnen Tranchen. Im Unterschied zu den externen Techniken, wird hier die Qualität der Tranchen einzig und allein durch die Qualität des Forderungspools bestimmt. Von daher kommen auch die Begriffe self-enhancement oder self-guarantee.

4.1.1 Overcollateralisation

Bei der Overcollateralization übersteigt das an das SPV abgetretene Forderungsvolumen den Wert der von ihr emittierten Wertpapiere. Sie stellt somit eine Form der Übersicherung dar, mit deren Cashflows Zahlungsausfälle gedeckt werden können. Bei einer anderen Form der Overcollateralisation werden die Forderungen vom SPV nicht zum Nominalwert erstanden, sondern mit einem Discount. Probleme birgt diese Technik, wenn es um eine allgemeine Verschlechterung der Kreditqualität geht. Sinkt nämlich die Qualität des Forderungspools so ist damit gleichzeitig eine Verschlechterung der Übersicherung verbunden.⁹⁷

4.1.1.1 Coverage Tests

Um Investoren im Fall von nicht ausreichenden Zahlungsströmen frühzeitig zu warnen, wurden die so genannten Coverage Tests entwickelt. Die gebräuchlichsten sind der Overcollateralisation-Test (O/C-Test) und der Interest Coverage-Test (I/C-Test).⁹⁸

Bei den Coverage Tests geht es prinzipiell darum, wie sich das Volumen der Senior Tranche zum aggregierten Volumen aller nachgeordneten Tranchen verhält. Um den Zahlungsverpflichtungen der Senior Tranche im Falle von Zahlungsausfällen nachkommen zu können, wird diese durch ein Portfolio, dessen Größe zumindest um die Höhe der Nominalbeträge der Mezzanine und der Equity Tranchen höher ist als der Nominalbetrag der Senior Tranche, gedeckt. Als Übersicherung versteht man dann das Verhältnis zwischen der Größe einer Tranche und der Größe des sie deckenden Portfolios. Die Übersicherung ist umso höher, je mehr Gewicht auf die nachrangigen Tranchen fällt. Und je höher die Übersicherung, desto unwahrscheinlicher ist es, dass die Verluste im Collateral Pool so groß werden, dass die Zahlungen an die Senior Tranche davon betroffen sind.

⁹⁶ Laternser (1997), S.132f

⁹⁷ Vgl. Bär (1997), S.211f

⁹⁸ Vgl. Behring/Zügel (1999), S.8ff

Von Bedeutung sind diese Tests vor allem für die Ratingagenturen, da sie ihre Bonitätsbewertungen zum Teil vom Grad der Übersicherung abhängig machen. Um ein konstantes Rating zu erlangen, muss der Grad der Übersicherung auch konstant beziehungsweise über einem bestimmten Grenzwert gehalten werden.

4.1.1.2 Overcollateralisation Test

Bei diesem Test erfolgt eine Gegenüberstellung des deckenden Kapitals des Forderungspools zum zu deckenden Kapital einer Tranche. Damit wird der Grad der Übersicherung festgestellt.

$$O/C - \text{Ratio} = \frac{\text{Nominal nondefaulted securities} + \text{MW defaulted securities des Collateral Pools}}{\text{Ausstehender Nominalwert Senior Tranche}} \geq \text{Grenzwert}$$

Führt man den Test für eine nachfolgende Tranche aus, so wird einfach das Kapital zur Summe aus der vorgelagerten und der nachgeordneten Tranche ins Verhältnis gestellt. Um den Test zu bestehen, muss der Wert oder das Verhältnis über einem bestimmten, von der Ratingagentur festgelegten Grenzwert liegen. Wird dieser Grenzwert nicht eingehalten, so können, um das Verhältnis wieder herzustellen, Assets verkauft werden. Damit soll versichert werden, dass Senior Note Halter ihr investiertes Kapital zurückerhalten.

4.1.1.3 Interest Coverage Test

Der Zweck von Interest Coverage Tests liegt darin, sicherzustellen, dass der Zahlungsstrom des Forderungspools groß genug ist, um bei auftretenden Zahlungsausfällen weiterhin ausreichend Zinszahlungen an die übergeordneten Tranchen leisten zu können. Dazu setzt man die aggregierten Zinszahlungen des Pools ins Verhältnis zu den Zahlungsverpflichtungen an die einzelnen Tranchen.

$$I/C - \text{Ratio} = \frac{\text{Aggregierte Zinszahlungen Collateral Pool}}{\text{Zu zahlende Zinsen Senior Tranche}} \geq \text{Grenzwert}$$

Wiederum sollte das Ergebnis einen bestimmten Grenzwert nicht unterschreiten. Sollte dieser Fall doch eintreffen, sind die Folgen gleich wie beim O/C-Test. Es wird versucht, durch den Verkauf von Assets die durchschnittlichen Zinszahlungen zu erhöhen und das nötige Verhältnis wieder herzustellen.

4.1.2 Subordination

Bei der Subordination erfolgt eine Aufteilung der Emission in verschiedene Tranchen. Es müssen mindestens zwei Tranchen, meist als A/B- oder Senior/Junior-Tranchen bezeichnet, sein. In der Praxis findet man jedoch eine viel feinere Aufgliederung, manchmal sogar mit mehr als zehn Tranchen. Kommt es nun zu Zahlungsausfällen, so werden die Investoren der Senior Class zuerst bedient, und zwar mit den Cashflows der den Junior Class Investoren zustehenden Zahlungen. Erst wenn die Senior Class Investoren vollkommen befriedigt sind, bekommen die untergeordneten Tranchen ihre Cashflows ausbezahlt. Aus diesem Grund haben Senior Tranchen in den meisten Fällen Triple-A Ratings und werden vorrangig institutionellen Investoren angeboten. Nachrangige Tranchen haben einerseits zwar ein schlechteres Rating, da sie einem höheren Risiko ausgesetzt sind, aber andererseits resultieren daraus höhere Zinszahlungen an die Investoren.⁹⁹

4.1.3 Spread Accounts

Bei den Spread Accounts, oder auch Reserve Accounts genannt, handelt es sich entweder um Konten die zu Beginn der Transaktion angelegt werden oder aus dem Spread zwischen Cash Inflows und Cash Outflows während der Transaktion entstehen. Die Besicherung erfolgt hier also mit Hilfe von Barmitteln. Diese Konten stellen ein Sondervermögen dar, das treuhändisch verwaltet wird. Der Treuhänder hat somit die Möglichkeit Kreditausfälle zu decken oder vorübergehende Liquiditätsengpässe zu überbrücken. Sollten nach der Transaktion noch Gelder auf den Konten übrig bleiben, werden diese im Normalfall an den Originator ausbezahlt. Der Vorteil dieser Form des Credit Enhancements liegt in der Nachhaltigkeit der vorhandenen Barmittel. Es wird also die Unabhängigkeit von eventuellen Wertschwankungen gewahrt.¹⁰⁰

4.1.4 Originator Recourse

Wie der Name schon sagt, übernimmt beim Originator Recourse der Originator selber das Ausfallsrisiko. Ein verbundenes Unternehmen im Rahmen eines Konzerns hat diese Möglichkeit ebenso. Die Übernahme des Kreditsikos erfolgt dabei durch Kreditausfallsgarantien oder beschränkte Rückkaufzusagen. Diese Technik bringt einen nicht unbedeutenden Nachteil mit sich. Es ist nicht möglich, die entsprechende Emission mit einem anderen Rating zu versehen als dem des Originators selbst. Und ein weiterer Nachteil kann

⁹⁹ Vgl. Bär (1997), S.212

¹⁰⁰ Vgl. Riegler (2004), S.167f; Bär (1997), S.213f

sich bei der Auslagerung der Aktiven aus der Bilanz ergeben, die dadurch unter Umständen auch vollkommen verhindert wird.

4.2 Externes Credit Enhancement

Während beim internen Credit Enhancement der Originator selbst Maßnahmen ergreift, übernehmen diese im Rahmen des externen Credit Enhancements Drittparteien. Damit sind in erster Linie Banken und Versicherungsgesellschaften angesprochen. Im Fall von Zahlungsausfällen treten die Drittparteien als Schuldner auf. Der Vorteil dieser Techniken liegt nun darin, dass die Qualität der einzelnen Tranchen nicht ausschließlich von der Qualität des Forderungspools abhängt. Vielmehr spielt nun das Rating des Credit Enhancers eine wesentliche Rolle. Seine Bonität spiegelt mehr oder weniger die der Verbriefungen wider. Nachfolgend werden die wichtigsten externen Techniken überblicksmäßig diskutiert.

4.2.1 Financial Guaranty Insurance

Bei der Financial Guaranty Insurance wird von einem Versicherungsunternehmen eine Garantieverpflichtung übernommen, im Falle von Zahlungsschwierigkeiten für Zins- und Tilgungszahlungen aufzukommen. Mit der in den meisten Fällen 100%igen Übernahme dieser Zahlungsverpflichtung wird dem Originator die Kreditwürdigkeit der Versicherung zur Verfügung gestellt. Für Originatoren mit mangelnder Erfahrung bezüglich ABS-Transaktionen bringt diese Form der Besicherung die meisten Vorteile.

An dieser Stelle muss gesagt werden, dass diese Vorgehensweise nicht der klassischen Form einer Versicherung entspricht, sondern der Originator lediglich gegen Bezahlung das Triple-A Rating des Versicherers geliehen bekommt.

Financial Guaranty Insurances werden von Monoline- oder Multiline Insurance Companies angeboten. Der Unterschied besteht darin, dass Monoline Insurance Companies sich ausschließlich auf Finanzgarantien spezialisiert haben und Multiline Insurance Companies auch andere Versicherungsleistungen anbieten. Die Assets, die eine Monoline Guaranty erhalten sollen, müssen Investment Grade aufweisen. Dieser wird von den Ratingagenturen festgelegt. Aus diesem Grund eignet sich diese Credit Enhancement Technik mehr für *upgrading structures* als für den Risikotransfer. Um den erheblichen Teil des Risikos zu

übernehmen sind noch zusätzliche Mechanismen notwendig. Eine zusätzliche Deckung ist im Gegensatz dazu vom Multiline Insurer nicht erforderlich.¹⁰¹

4.2.2 Letters of Credit

Letters of Credit sind im Prinzip ähnlich den Garantien von Versicherungsunternehmen, nur dass diese von Banken zur Verfügung gestellt werden. In der Literatur findet man auch Bezeichnungen wie Committed Lines of Credit oder Partial Guaranties, grundsätzlich handelt es sich aber um dieselben Produkte.¹⁰² Letters of Credit verkörpern ein Zahlungsverprechen von Banken und umfassen entweder den Gesamtbetrag der Emission oder nur einen bestimmten Prozentsatz der ausstehenden Wertpapiere. Im ersten Fall steigt die relative Deckung der Wertpapiere, im zweiten Fall sinkt sie auf Grund der fortschreitenden Rückzahlung der Forderungen. Um einen ausreichenden Sicherheitspolster auch in den schlimmsten Fällen bieten zu können, wird die Höhe der Zahlungsverprechen oft als ein Vielfaches der historischen Ausfallsquoten festgelegt.¹⁰³

4.2.3 Cash Collateral Accounts

Bei den Cash Collateral Accounts stellt der Originator bei einer Bank liquide Mittel zur Verfügung. Über diese kann ein Treuhänder im Falle von Zahlungsschwierigkeiten verfügen. Diese Mittel werden bei selbiger Bank in qualitativ hochwertige, kurzfristige Finanztitel investiert. Kommt es zu einer Ratingverschlechterung der Bank, so können die Finanztitel bei einer besser bewerteten Bank wieder veranlagt werden. Solche Accounts sind also resistent gegenüber einem Downgrade der sicherungsgebenden Bank. Aber die Bank kann auch die Garantiezusage eines Dritten einholen, der über die entsprechende Bonität verfügt.

Diese Credit Enhancement Technik führt dazu, dass bei auftretenden Zahlungsausfällen die investierten Mittel haften. Der Originator muss also damit rechnen, dass er die eingesetzten Mittel verliert, da diese bei Verlusten gegenüber allen Wertpapieren der Transaktion nachrangig behandelt werden.¹⁰⁴

¹⁰¹ Vgl. Shaw (1991), S.169f; zur Rolle von Monoline Financial Garantors vgl. auch die Seiten 188 bis 198

¹⁰² Vgl. Shaw (1991), S.172; vgl. zu Bank Enhancements auch die Seiten 173 bis 181

¹⁰³ Vgl. Bär (1997), S.219f

¹⁰⁴ Vgl. Riegler (2004), S.166f

5. Bedeutung des Ratings und Vorgehensweise im Rahmen einer ABS-Transaktion

Im Kapitel drei wurden ausführlich die Risiken behandelt, die im Rahmen einer Verbriefungstransaktion auftreten können. Das darauf folgende vierte Kapitel gab dann die Antwort auf die Frage, wie man sich am besten gegen solche Risiken absichert. Die Risikoabsicherung erfolgte einerseits aus dem Grund, Ausfallsrisiken zu minimieren, aber andererseits vor dem Hintergrund, dadurch ein besseres Rating zu erhalten. Auf die Frage, was man nun genau unter einem Rating versteht und welche Bedeutung diesem im Rahmen einer ABS-Transaktion zukommt, soll das nächste Kapitel Antwort geben.

5.1 Nutzen und Funktion des Ratings für die beteiligten Parteien

Bereits die Tatsache, dass es sich bei einer ABS-Transaktion um einen äußerst komplexen Prozess handelt, lässt den Nutzen des Ratings vor allem für außen stehende Parteien erkennen. Im Vergleich zu den Investoren hat beispielsweise der Emittent einen erheblichen Informationsvorsprung, was die Qualität der zu Grunde liegenden Forderungen betrifft. Angesichts der komplexen Struktur ist für den Investor nur schwer einschätzbar, mit welchen Forderungen er konfrontiert wird.

Was aber versteht man nun genau unter einem Rating? Im Prinzip stellt das Rating nichts anderes als einen Vergleichsmaßstab für die Bonität entweder des Emittenten oder der Emission¹⁰⁵ dar. „Die Bonität wird beim Rating als allgemeine Fähigkeit zur termingerechten und vollständigen Erfüllung von Zins- und Tilgungszahlungen verstanden.“¹⁰⁶ Die Bonitätsbeurteilung erfolgt zumeist von externen und unabhängigen Ratingagenturen, womit auch der Begriff externes Rating erklärt wäre. Das Rating an sich gibt dem Investor aber keine klaren Aussagen über den Risikogehalt des Forderungspools beziehungsweise eines bestimmten Finanztitels, obwohl das Rating in der Literatur zum Teil explizit als Ausfallswahrscheinlichkeit definiert wird. Diese lässt sich nämlich erst durch die spätere Analyse historischer Ausfallswahrscheinlichkeiten feststellen. Vielmehr handelt es sich dabei um einen relativen Maßstab, der auf subjektiven Einschätzungen der einzelnen Ratingagenturen basiert. Es ist daher auch nichts ungewöhnliches, wenn Ratingagenturen zu unterschiedlichen Bewertungen für denselben Titel oder dieselbe Emission gelangen. Unter

¹⁰⁵ Vgl. dazu Kap. 5.2

¹⁰⁶ Breinlinger/Kuo/Tscherteu/Weidenholzer (2004), S.42f

dem klassischen Credit Rating versteht man daher „eine Bonitätsbeurteilung durch Zuteilung definierter Zeichen, den Ratingsymbolen.“¹⁰⁷

An dieser Stelle soll gleich die Differenzierung der Ratingsymbole nach der Anlagequalität, also Investment Grade und Speculative Grade, angesprochen werden. Diese lässt nämlich ebenfalls die Vermutung absoluter Bonitätsmaßstäbe zu. Die Investition in Investment Grade Securities würde demnach mit einem absolut niedrigen Bonitätsrisiko einhergehen. Zieht man aber den Einfluss konjunktureller Faktoren mit in Betracht, so wird sehr schnell klar, dass ein Triple-A Rating in einem stabilen gesamtwirtschaftlichen Umfeld möglicherweise ein geringeres Risiko darstellt als in einer rezessiven Phase. Folglich würde eine Anpassung der Ratingsymbole notwendig sein. Da diese in der Praxis aber meist nicht stattfindet, kommt es zu einer Veränderung der mit dem Ratingsymbol zum Ausdruck gebrachten Ausfallswahrscheinlichkeit.¹⁰⁸

Um wieder auf das eigentliche Thema dieses Kapitels, den Nutzen und die Bedeutung des Ratings zurückzukommen, werden nachfolgend die wesentlichen Vorteile und Funktionen aus Sicht der jeweiligen Parteien beleuchtet.

Wie schon zuvor angesprochen wurde, liegt eine wesentliche Aufgabe des Ratings darin, „Informationsasymmetrien zwischen dem Emittenten von Wertpapieren einerseits und den potentiellen Investoren andererseits abzubauen.“¹⁰⁹ Das Wesen liegt in der unabhängigen und objektiven Beurteilung durch die Ratingagenturen. Letztendlich haben nur sie die Möglichkeit, „das Asset Portfolio sowie die rechtliche und strukturierungstechnische Ausgestaltung der Transaktion umfassend wie im Detail“¹¹⁰ zu analysieren. Da die angesprochene Objektivität bei Analyseempfehlungen aber möglichen Interessenskonflikten zum Opfer fallen könnte, wurde schon öfters über eine Regulierung von Ratingagenturen nachgedacht. Jedoch sind es die Reputationseffekte, die bisher nennenswerte Konflikte verhindert haben und strenge regulative Vorkehrungen als nicht sinnvoll erscheinen lassen.¹¹¹

Einen weiteren Zweck erfüllt die instrumentale Funktion des Ratings. Darunter werden jene Aufgaben des Ratings verstanden, „die das Rating aus der Sicht bestimmter Teilnehmer an

¹⁰⁷ Everling (1991), S.24

¹⁰⁸ Vgl. Everling (1991), S.219f

¹⁰⁹ Göglar (1996), S.41

¹¹⁰ Bär (1997), S.233

¹¹¹ Vgl. Baum (2002), S.8f

den nationalen und internationalen Finanzmärkten erfüllt beziehungsweise erfüllen soll.“¹¹² Gemeint ist damit die Risikoidentifikation und eine gewisse Strategie- und Strukturierungsfunktion, nicht aber die volkswirtschaftliche Funktion des Ratings oder Funktionen, die auf Grund von Marktaufsichtsbehörden vorgenommen werden.

Aber nicht nur die Investoren profitieren vom Rating der Transaktion. Abgesehen davon, dass es an manchen Handelsplätzen sogar notwendig ist, ein Rating zu erlangen, eröffnet es dem Originator oder Emittent den Zugang zu bisher nicht vorhandenen Investorengruppen. Diese würden ohne entsprechende Bonitätsbeurteilung nicht in seine Assets investieren. Auch bringt es finanzielle Vorteile, da im Falle eines ausgesprochen guten Ratings geringere Risikoprämien bezahlt werden müssen und ein höherer Emissionskurs angesetzt werden kann.¹¹³ „Die Reduzierung der Refinanzierungskosten und eine breitere internationale Akzeptanz“¹¹⁴ können also als Hauptmotive für Originatoren festgehalten werden.

5.2 Rating der Emission versus Rating des Emittenten

Bisher wurde nur vom Rating ganz allgemein gesprochen, nicht jedoch explizit darauf hingewiesen, wer oder was damit gemeint ist. Darum wird hier zwischen dem Rating der Emission einerseits und dem Rating des Emittenten andererseits differenziert.¹¹⁵

Im Rahmen des Ratings der Emission bezieht sich dieses allein auf die konkrete Emission oder auf einen bestimmten Finanzierungstitel. Ein Standard & Poor's Emissionsrating beispielsweise "is a current opinion of the creditworthiness of an obligor with respect to a specific financial obligation, a specific class of financial obligations, or a specific financial program."¹¹⁶ Es erfolgt also eine isolierte Beurteilung einer bestimmten Transaktion oder eines bestimmten Titels, welche wiederum nur einen Teil des Risikos widerspiegelt. Daraus resultiert auch das nicht ungewöhnliche Ergebnis, dass Emittenten oftmals unterschiedliche Ratings gleichzeitig erhalten.

Im Gegensatz zum Emissionsrating erfolgt beim Rating des Emittenten eine Loslösung vom Rating der ausgegebenen Wertpapiere. Vielmehr wird die allgemeine Fähigkeit des Emittenten, den Zahlungsverpflichtungen der ausgegebenen Finanztitel nachzukommen,

¹¹² Everling (1991), S.27

¹¹³ Vgl. Bär (197), S.234

¹¹⁴ Wöbken (2002), S.81

¹¹⁵ Vgl. Everling (1991), S.29ff

¹¹⁶ Standard & Poor's (2008), Ratings Definitions

beurteilt. Hinsichtlich der Ratingagenturen haben sich drei verschiedene Richtungen herausgebildet. Es gibt zum Beispiel Ratingagenturen, die nur für Emittenten ein Rating vergeben. Wiederum gibt es solche, die Ratings nur für bestimmte Emissionen publizieren. Und schließlich gibt es auch jene, die Ratings für beide Fälle veröffentlichen. Dazu gehören auch die wohl bekanntesten Agenturen Standard & Poor's, Moody's und Fitch. Jedoch ist dafür die genaue Spezifizierung der auszugebenden Wertpapiere und der Emission notwendige Voraussetzung.

Obwohl der Informationsgehalt von Emittentenratings geringer als jener von Emissionsratings einzustufen ist, werden diese dennoch sehr gerne, in erster Linie aus praktischen Gründen, angeboten. Für Investoren stellen sie einen einfachen und unkomplizierten Weg dar, eine Grobeinschätzung des Originators vorzunehmen.

5.3 Ratingsymbole und Definitionen

Ganz egal, ob es sich jetzt um ein Emissionsrating oder ein Emittentenrating handelt, das Ergebnis des Ratingprozesses kommt erst durch die Zuordnung entsprechender Symbole und deren Definition zum Ausdruck. Obwohl die Ratingagenturen unterschiedliche Symbole, die vollkommen willkürlich gewählt sind, für die Beurteilung der Kreditqualität heranziehen, sind die Definitionen doch sehr standardisiert. Diese internationale Standardisierung soll in erster Linie der besseren Vergleichbarkeit der Ergebnisse dienen.¹¹⁷ Es muss aber trotzdem nochmals ausdrücklich darauf hingewiesen werden, dass gleiche Symbole nicht immer dasselbe aussagen. Das ergibt sich schon alleine daraus, dass Ratingagenturen bei der Anwendung ihres Ratingsystems unterschiedliche Schwerpunkte setzen. Generell gilt der Grundsatz, dass ein Rating nur eine sehr komprimierte Information darstellt. „Ein Rating, welches in Form eines Symbols ausgedrückt wird, bietet nur eine grobe Abbildung der Merkmale des Evaluationsobjektes auf Grund des Ratingergebnisses.“¹¹⁸ Bei einer Anlageentscheidung ist daher Vorsicht geboten, wenn es um die Beurteilung der Ratingergebnisse geht.

5.3.1 Differenzierung nach der Laufzeit

Betreffend die ursprüngliche Laufzeit der zu beurteilenden Finanztitel wird zwischen dem langfristigen und dem kurzfristigem Rating unterschieden. Langfristig bedeutet dabei, dass es sich um Titel mit einer ursprünglichen Laufzeit von mehr als einem Jahr handelt. Ein Beispiel

¹¹⁷ Vgl. Everling (1991), S.35f; Bär (1997), S.237f

¹¹⁸ Serfling (1996), S647; zit. nach Damm (2003), S.3

dafür sind Mortgage Backed Securities. Kurzfristige Wertpapiere, das heißt mit weniger als 365 Tagen ursprünglicher Laufzeit, werden mit einem kurzfristigen Rating versehen. Hier wären Commercial Papers als Beispiel zu nennen. Die nachstehende Abbildung stellt eine Übersicht über die verwendeten Ratingsymbole der drei bekanntesten Ratingagenturen S&P's, Moody's und Fitch in Bezug auf das langfristige Rating dar.

S&P	Moody	Fitch	Rating Definition
Investment Grade			
AAA	Aaa	AAA	Extrem starke Fähigkeit Zins- und Tilgungszahlungen zu leisten
AA	Aa	AA	Sehr starke Fähigkeit Zins- und Tilgungszahlungen zu leisten
A	A	A	Starke Fähigkeit Zins- und Tilgungszahlungen zu leisten
BBB	Baa	BBB	Ausreichende Fähigkeit Zins- und Tilgungszahlungen zu leisten
Speculative Grade			
BB	Ba	BB	Spekulativ und unsicher und abhängig von Wirtschaftsentwicklungen
B	B	B	Grundsätzliche Fähigkeit zu Zins- und Tilgungszahlungen vorhanden, allerdings mit geringen Erwartungen
CCC	Caa	CCC	Spekulativ und Wahrscheinlichkeit von Zahlungsausfällen hoch
CC	Ca	CC	Spekulativ und Wahrscheinlichkeit von Zahlungsausfällen sehr hoch
C	C	C	Sehr hoher Spekulationsgrad
D		D	Extrem hoher Spekulationsgrad und höchstwahrscheinlich Zahlungsausfall

Tabelle 1: Symbole und Definitionen für das langfristige Rating¹¹⁹

Zusätzlich zu den aus der obigen Tabelle ersichtlichen Symbolen wird bei S&P's und Fitch ein + oder – hinzugefügt beziehungsweise die Ziffern 1, 2 und 3 bei Moody's. Diese Zusatzzeichen werden auch Modifikatoren genannt und geben die relative Tendenz innerhalb dieser Kategorie an. Das heißt ein BB+ Rating ist höher einzustufen (hat ein geringeres Risiko) als ein BB Rating. Insgesamt resultieren aus den zehn Kategorien bei Fitch und S&P's und den neun Kategorien bei Moody's durch hinzufügen der Modifikatoren 22 beziehungsweise 19 Stufen.¹²⁰

¹¹⁹ Quelle: Eigene Darstellung, zusammengestellt aus den Rating Definitions der Agenturen

¹²⁰ Fitch und S&P's verwenden Modifikatoren von der Stufe AA bis CCC, Moody's nur von Aa bis B

Für die Beurteilung von kurzfristigen Finanzinstrumenten wird von den Ratingagenturen ein eigenes Schema herangezogen, bei dem auch eine nicht so feine Aufgliederung wie bei den langfristigen Wertpapieren stattfindet. Diese wird aus der nächsten Abbildung ersichtlich.

S&P	Moody	Fitch	Rating Definition
Investment Grade			
A-1	P-1	F1	Höchste Kreditqualität
A-2	P-2	F2	Gute Kreditqualität
A-3	P-3	F3	Faire Kreditqualität
Speculative Grade			
B-1 B-2 B-3	NP	B	Spekulative Eigenschaften, unsicher und abhängig von Wirtschaftsentwicklungen
C		C	Hohes Default Risiko, Zins- und Tilgungszahlungen sehr fraglich
D		D	Es besteht bereits Zahlungsverzug

Tabelle 2: Symbole und Definitionen für das kurzfristige Rating¹²¹

Schon beim erstmaligen Hinsehen stellt man fest, dass S&P's die feinste Unterteilung vorsieht. Wie auch beim langfristigen Rating werden die Buchstaben A bis D verwendet. Fitch jedoch verzichtet auf eine Aufgliederung der Stufe B. Bei Moody's findet man überhaupt nur die Gliederung in Prime-1 bis Prime-3. Wird der Emittent¹²² als Not Prime (NP) eingestuft, fallen sie nicht in eine der drei Prime Stufen.¹²³ Im Unterschied zum langfristigen Rating stellen die Zusatzziffern hier keine Modifikatoren dar, sondern eigene Kategorien, denen auch eigene Definitionen zu Grunde liegen.

5.3.2 Andere Differenzierungsmöglichkeiten

Die wohl bedeutendste Differenzierung, nämlich die nach der Laufzeit, stellt nur eine Möglichkeit für die Unterscheidung verschiedener Ratings dar. Tatsächlich gibt es aber noch andere Möglichkeiten zur Abgrenzung,¹²⁴ welche hier aber nur taxativ aufgezählt werden sollen.

- Differenzierung nach der Anlagequalität
- Differenzierung nach dem Gegenstand

¹²¹ Quelle: Eigene Darstellung, zusammengestellt aus den Rating Definitionen der Agenturen

¹²² In den von Moody's verwendeten Ratingdefinitionen fällt auf, dass sich diese beim kurzfristigen Rating explizit auf den Emittenten beziehen. Anscheinend werden hier im Gegensatz zu den anderen Ratingagenturen keine klaren Grenzen zwischen dem Emissions- und dem Emittentenrating gezogen.

¹²³ Vgl. Moody's: Ratingsymbole und -definitionen (2007), S.12; für sektorspezifische Bonitätsbeurteilungen vgl. auch S.14 bis 35

¹²⁴ Vgl. Everling (1991), S.48 bis 56

- Differenzierung nach der Artikulierung
- Differenzierung nach dem Bindungscharakter
- Differenzierung nach der Publizität
- Differenzierung nach dem Emissionsmarkt
- Differenzierung nach der Beantragung

Eine Anmerkung muss hier aber schon noch gemacht werden. Die erstgenannte Differenzierung nach der Anlagequalität wurde bereits in den Kapiteln 5.1 und 5.3.1 vorweggenommen. Bereits hier erfolgte die Trennung in Wertpapiere mit Investment Grade und jene mit Speculative Grade. Diese Unterteilung entstammt aber nicht den Definitionen der Ratingagenturen, sondern vielmehr der Terminologie von amerikanischen Aufsichtsbehörden und wurde erst später zum festen Bestandteil im Rahmen deren Klassifizierung.¹²⁵

5.4 Die Entstehung der bedeutendsten Ratingagenturen

Ziemlich am Anfang dieser Arbeit beschäftigte sich das Kapitel 1.4 mit der historischen Entwicklung von Verbriefungen. Ihre Wurzeln entspringen zwar schon in den frühen Jahren des 20. Jahrhunderts, wenn man bis zur Entstehung des Hypothekenmarktes in den USA zurückblickt, der große Verbriefungsboom jedoch begann erst gegen Ende desselben Jahrhunderts. Damit wuchs auch die Bedeutung der Ratingagenturen. Dass die Ursprünge der Ratingagenturen aber viel weiter zurückliegen, ist nur wenigen bekannt. Deshalb erscheint es als nicht uninteressant, mit den nächsten Abschnitten auch einen kleinen Rückblick auf die historische Entwicklung der drei bedeutendsten Ratingagenturen zu geben.

5.4.1 Standard & Poor's Corporation¹²⁶

Die Geschichte von Standard & Poor's reicht bis in das Jahr 1860 zurück. Mit Henry Varnum Poor's Publikation *History of Railroads and Canals in the United States*, war der erste Schritt in Richtung eines umfassenden Informationsdienstes getan. Weitere Veröffentlichungen wie zum Beispiel das *Manual of the Railroads of the United States 1868*, wurden dem steigenden Informationsbedarf über die Unternehmen gerecht. Ein wesentlicher Schritt in der Entwicklung war der Zusammenschluss von Moody's Manual Co. mit Poor's Railroad Manual Co. zu Poor's Publishing Co. im Jahr 1919. Erste Ratings wurden auf corporate bonds

¹²⁵ Vgl. Everling (1991), S.49

¹²⁶ Vgl. Standard & Poor's (2008), Company History

und municipal securities ab dem Jahr 1922 angewandt. Der heutige Name Standard & Poor's Corporation entstand 1941 durch die Fusionierung der 1906 gegründeten Standard Statistics mit Poor's Publishing. Ab dem Ende der 60er Jahre erweitert S&P's sein Angebot auf das Rating von kommunalen Schuldverschreibungen, Commercial Papers und Ländern. Und 1975 wurden die ersten MBS gerated. In den Jahren danach erfolgte auch die Systematisierung der Ratingmethoden und deren Veröffentlichung im ersten Buch über Ratingkriterien. Mit der Eröffnung eines Büros in London im Jahr 1984 war S&P's die erste Ratingagentur, die eine Niederlassung außerhalb der USA hatte.

5.4.2 Moody's Investors Service¹²⁷

Die Geschichte von Moody's Investors Service reicht zum Jahr 1900 zurück und beginnt mit der Gründung der Gesellschaft John Moody & Company. Diese publizierte *Moody's Manual of Industrial Miscellaneous Securities*, welches Informationen über Wertpapiere und Anleihen von Industrieunternehmen enthielt. Damit wurde auch die erste Konkurrenz für Standard & Poor's geschaffen. Die erste Ausgabe des *Moody's Investors Magazine* als komplementäre Informationsquelle zu den Handbüchern von S&P's erschien 1905. Der erhoffte Erfolg blieb jedoch aus und zwang Moody im Jahr 1908 sogar dazu, aus der Gesellschaft auszuscheiden. Herausgeber der *Moody Manuals* wurde Roy W. Porter. Er übernahm 1914 das Unternehmen und fusionierte 1919 mit dem Verlagshaus von Poor's. Daraus entstand auch die Poor's Publishing Company. Moody selbst gründete im Jahr seines Ausscheidens eine neue Gesellschaft, die Analyses Publishing Company, mit der er ein Ratingsystem inklusive Skala von Aaa bis E entwickelte. Am 1. Juli 1914 kam es dann zur Gründung des heutigen Moody's Investors Service. Für Verwirrung sorgte Poor's, der seine Handbücher ab 1818 unter dem Namen Moody anbot. Um keinem Wettbewerbsnachteil zu unterliegen, kaufte Moody's 1924 das Recht, den Namen Moody zu benutzen, zurück. Bis zu diesem Jahr deckten Moody's Ratings nahezu den gesamten amerikanischen Anleihenmarkt ab. Moody's dehnte sein Angebot in den darauf folgenden Jahren immer weiter aus und seit dem Jahr 1962 steht Moody's Investors Service im Eigentum der Dun & Bradstreet Corporation.

5.4.3 Fitch Investors Service, Inc.¹²⁸

Der Beginn des heutigen Fitch Investors Service, Inc. ist mit dem 24. Dezember 1913 datiert. John Knowles Fitch gründete damals die Fitch Publishing Company, die ebenfalls Statistiken im *Fitch Bond Book* und dem *Fitch Stock and Bond Manual* betreffend Anleihen und Aktien

¹²⁷ Vgl. Moody's Investors Service (2008), *Moody's History*; Everling (1991), S.75ff

¹²⁸ Vgl. Fitch Investors Service, Inc. (2008), *The History of Fitch Ratings*; Wöbken (2002), S.85

publizierte. Auch Fitch entwickelte bereits im Jahr 1922 „ein Ratingsystem mit neuen Ratingsymbolen zur bonitätsmäßigen Einstufung von Anleihen.“¹²⁹ Die heute gebräuchliche Skala von AAA bis D existiert seit 1924. Das Unternehmen wurde seit den 1960er Jahren von der Familie Cacchione geführt. Auf Grund finanzieller Schwierigkeiten der EuroRatings Ltd., an der Fitch Investors Service, Inc. wesentlich beteiligt war, benötigte man 1989 dringend Kapital. Ein neues Managementteam übernahm die Agentur und eine finanzielle Erholung, vor allem durch die Abwerbung von Analysten der anderen Ratingagenturen, folgte sehr rasch. 1997 folgte der Zusammenschluss mit IBCA Limited, mit Sitz in London. Einer der letzten großen Schritte in Richtung eines Global Players war die Aquisition der Duff & Phelps Credit Rating Co., situiert in Chicago, im April 2000.

5.5 Ablauf des Ratings und Ansätze der Ratingagenturen

Es wurde schon vieles über das Rating gesagt, welche Bedeutung diesem zukommt, wie man es definiert, welche unterschiedlichen Differenzierungen es gibt und welche Agenturen dafür verantwortlich sind. Dieses Kapitel stellt nun einen standardisierten, theoretischen Abriss des Ratingprozesses¹³⁰ dar, wobei insbesondere auf die unterschiedlichen Herangehensweisen der großen Ratingagenturen Rücksicht genommen wird.

5.5.1 Vorphase

In den meisten Fällen erfolgt der Startschuss zum Rating durch einen Antrag des Emittenten beziehungsweise Originators.¹³¹ Dieser muss entsprechende, meist nicht öffentlich zugängliche Informationen über das Forderungspool und die Transaktionsstruktur bereitstellen, damit sich die Ratingagentur ein allgemeines Urteil über die Bonität des Emittenten und die Emission machen kann. Das gewonnene Datenmaterial dient dann in weiterer Folge auch als Basis zur Durchführung der daran anschließenden quantitativen Analyse.

5.5.2 Quantitative Analyse

Die quantitative Analyse erfolgt meist in einem mehrstufigen Prozess. Dieser beginnt mit der Quantifizierung von Kreditrisiken, geht über zur Bildung von verschiedenen Tranchen und endet bei der Überprüfung durch eine entsprechende Cashflow-Modellierung. Wie auch bei

¹²⁹ Everling (1991), S.79

¹³⁰ Vgl. Breinlinger/Kuo/Tscherteu/Weidenholzer (2004), S.44 bis 48; Vgl. dazu auch Bär (1997), S.240ff; Bund (2000), S.25ff; Wöbken (2002), S.102ff und die dort zu findende weiterführende Literatur

¹³¹ Vgl. zum beantragten Rating Everling (1991), S.54f

der verwendeten Symbolik zur Beurteilung der Ratingergebnisse, haben die Ratingagenturen unterschiedliche Zugänge, was die Evaluation im Rahmen der quantitativen Analyse betrifft. Die Ansätze der Ratingagenturen werden daher anhand der drei nachfolgenden Kapitel überblicksmäßig vorgestellt.

5.5.2.1 Die Vorgehensweise von Standard & Poor's

Zu Beginn kann gleich einmal festgehalten werden, dass ein Rating von Standard & Poor's die Wahrscheinlichkeit vollständiger und pünktlicher Zins- und Tilgungszahlungen ausdrückt. Standard & Poor's stellt zwei Ansätze zur Verfügung, den Obligor-Specific-Approach und den Actuarial-Approach.¹³² Ersterer wird verwendet, wenn bereits ein S&P-Rating vorhanden ist, letzterer falls dieses nicht vorhanden ist.

Beim Obligor-Specific-Approach wird eine Verteilung für die prozentualen Ausfälle im Forderungspool berechnet. Dazu werden Korrelationsannahmen getroffen und mittels Monte Carlo Simulation die angestrebte Tranchierung ermittelt. Diese Herangehensweise versteckt sich hinter dem Begriff CDO-Evaluator. Für die erste Tranchenbildung werden maximale Ausfallwahrscheinlichkeiten festgelegt, erwartete Verluste werden nicht berücksichtigt. Für diese maximale Ausfallwahrscheinlichkeit wird aus der prozentualen Verteilung der Ausfälle das entsprechende Quantil bestimmt, welches dann die maximale Tranchendicke darstellt.¹³³ Die Tranchierung des Forderungspools verkörpert somit den Value at Risk-Ansatz, nachdem eine bestimmte kritische Ausfallhöhe nicht überschritten werden darf. Im Rahmen der Cashflow-Analyse wird dann überprüft, ob die Tranchendicke unter verschiedenen Szenarien die Ausfallwahrscheinlichkeiten nicht überschreitet. Zu diesem Zweck werden die Ausfallraten zusätzlich in Verlustraten transformiert.

Der Actuarial-Approach hat als grundlegende Idee, die Verlustraten aus historischen Default- und Recovery Erfahrungen zu prognostizieren. Es wird eine annualisierte Verlustrate geschätzt und diese an die Laufzeit der Transaktion angepasst. Durch die Multiplikation der prognostizierten Verlustraten mit bestimmten Stressfaktoren, erfolgt dann die Tranchierung des Forderungspools.

¹³² Vgl. Schmidtchen/Krämer-Eis (O.J.), S.4f

¹³³ Vgl. Breinlinger/Kuo/Tscherteu/Weidenholzer (2004), S.45

5.5.2.2 Die Vorgehensweise von Moody's

Im Gegensatz zu Standard & Poor's, bei dem das Rating die Wahrscheinlichkeit vollständiger und pünktlicher Zins- und Tilgungszahlungen ausdrückt, gibt Moody's Rating Auskunft über den Verlust, den ein Investor während der Dauer der gesamten Transaktion bezogen auf ein Asset bestimmter Bonität zu erwarten hat. Das Modell basiert dabei auf einer Standardisierung des verbrieften Portfolios, deren Annahme ist, „dass das Ausfallverhalten des realen Portfolios durch ein Portfolio mit fiktiven, identischen und voneinander unabhängigen Forderungen nachgebildet werden kann.“¹³⁴ Zur Bestimmung des Ausfallverhaltens dieses Portfolios verwendet Moody's verschiedene Ansätze. Handelt es sich um ein relativ heterogenes Portfolio, wird die Binomial Expansion Technique (BET) angewandt, ist das Portfolio sehr homogen, kommt es zur Anwendung der Lognormal Methode.

Als Diversity Score bezeichnet man die Anzahl dieser identischen Forderungen. Bei der Nachbildung des realen durch ein fiktives Portfolio wird die Varianz der Ausfallfunktion so gewählt, dass diese für beide Portfolios gleich ist. Somit kann die Höhe des Diversity Score Auskunft über die Streuung von erwarteten Kreditausfällen geben. Um die Ausfallfunktion des idealisierten Portfolios zu erhalten, muss zusätzlich noch die Ausfallwahrscheinlichkeit der einzelnen Diversity Assets gefunden werden. Dabei orientiert man sich am durchschnittlichen Kreditnehmerrating des Referenzportfolios, wofür ein Rating von Moody's Voraussetzung ist.¹³⁵

Für die Tranchenbildung werden vorab Zielratings festgelegt, das heißt, welche erwarteten Verluste maximal zulässig sind. Der Verlust einer Branche wird dann im Rahmen der Cashflow-Modellierung für jedes der Ausfallszenarien ermittelt. Der erwartete Verlust ergibt sich durch die Gewichtung mit der Eintrittswahrscheinlichkeit. Entsprechend dem vorgegebenen Grenzwert, wird die Tranchendicke schlussendlich angepasst.¹³⁶

5.5.2.3 Die Vorgehensweise von Fitch¹³⁷

Gleich wie beim Ansatz von Standard & Poor's, gibt ein Fitch-Rating Auskunft über die Wahrscheinlichkeit vollständiger pünktlicher Zins- und Tilgungszahlungen. Um ein

¹³⁴ Breinlinger/Kuo/Tscherteu/Weidenholzer (2004), S.44

¹³⁵ Vgl. Schmidtchen/Krämer-Eis (O.J.), S.1f

¹³⁶ Vgl. Breinlinger/Kuo/Tscherteu/Weidenholzer (2004), S.45

¹³⁷ Vgl. Schmidtchen/Krämer-Eis (O.J.), S.2f

bestimmtes Rating zu erreichen werden, Enhancement Levels berechnet. Die Enhancement Levels sind der nachrangige Anteil am Forderungspool, der als Puffer für Verluste der jeweiligen Tranche dient und werden durch eine statistische (Actuarial Test) sowie eine Konzentrationsanalyse (Single Obligor Test) abgeleitet.

Zu Beginn werden basierend auf der Portfolioqualität und der erwünschten Bonität der einzelnen Tranchen gestresste Ausfallraten gebildet. Diese geben Auskunft über den Anteil der Defaults im Forderungspool, bezogen auf ein bestimmtes Stress-Szenario. Die Zuordnung von Zielratings, Ausfallraten und Portfolioqualität erfolgt mit Hilfe einer Tabelle. Die meist 10-jährigen Ausfallraten in der Tabelle müssen dann an die Laufzeit der Transaktion angepasst werden. Da der Einfluss der Anpassungsfaktoren für ein Investment Grade Forderungspool größer ist als für Non-Investment Grade Pools, ist das Kreditrisiko von hochwertigen Portfolios nach Fitch's Ansicht viel empfindlicher in Bezug auf die Laufzeit.

In weiterer Folge werden, um die Enhancement Levels zu bestimmen, die Ausfallraten in Verlustraten umgewandelt. Sie ergeben sich aus dem Produkt von Ausfallraten und der erwarteten durchschnittlichen Verlustquote. Mit dem Single-Obligor Test wird festgestellt, ob Verluste durch den Ausfall einer bestimmten Anzahl von Kreditnehmern durch die Enhancement Levels abgedeckt werden.

Um einer ausreichenden Branchendiversifizierung gerecht zu werden, verlangt Fitch Mindestanforderungen in Bezug auf das Portfolio. Wird diesen Mindestanforderungen nicht entsprochen, so kommt es zu einer Erhöhung der Ausfallraten.

5.5.2.4 Zusammenfassung und Vergleich der Ratingagenturen

Vergleicht man nun die Herangehensweise der drei großen Ratingagenturen, so lässt sich ein wesentlicher Unterschied feststellen. Während Moody's als Basis für sein Rating erwartete Verluste heranzieht, bildet diese bei den beiden anderen Agenturen die Aussage über die Ausfallwahrscheinlichkeit. Auch werden von den letzten beiden Agenturen vermehrt simulative Verfahren, beispielsweise die Monte Carlo Simulation, eingesetzt. Das führt mitunter zu einer erhöhten Komplexität im Vergleich zur Vorgangsweise bei Moody's. Ob aus dieser komplexeren Modellierungsweise auch genauere Schlüsse im Hinblick auf das Forderungspool gezogen werden können, kann nicht gesagt werden. Vielmehr sind es einfach

unterschiedliche Zugänge und unterschiedliche Sichtweisen, die alle ihre Vor- und Nachteile mit sich bringen.

5.5.3 Qualitative Analyse

Die qualitative Analyse stellt im Prinzip eine Ergänzung zur quantitativen Analyse dar. Wurden beispielsweise im Rahmen der quantitativen Analyse ausschließlich Kreditrisiken und Risiken betreffend die Struktur der Transaktion berücksichtigt, vervollständigt die qualitative Analyse diese um eine Betrachtung der sonstigen Gefahrenstellen. Damit sind grundsätzlich einmal Risiken, hervorgerufen durch die beteiligten Parteien selbst, gemeint. Ein Hauptaugenmerk wird deshalb auf der Analyse des Originators und des Servicers liegen. Für die Analyse des Treuhänders kann aber auch ein externes Rating herangezogen werden. So gesehen ähnelt die qualitative Analyse einem Emittentenrating, bei dem alle Beteiligten als Ganzes unter die Lupe genommen werden.

Schlussendlich darf aber auch nicht auf die Betrachtung der rechtlichen Risiken vergessen werden, die dann Bedeutung erlangen, wenn Ratingagenturen verbindliche Auskünfte von Anwaltskanzleien verlangen. Können notwendige Information in Bezug auf die Transaktionsstruktur oder die allgemeine Rechtslage nicht zur Verfügung gestellt werden, so kann das die Ursache für eine Rückstufung im Rating sein.

5.5.4 Festlegung des Ratings und Abschlussphase

Die endgültige Festlegung des Ratings erfolgt durch ein Ratingkomitee. Dieses wird von mehreren Ratinganalysten gebildet. Die Basis für die Entscheidung bilden alle durch quantitative sowie qualitative Analysen zuvor gewonnenen Daten. Obwohl das Rating meist schon einige Wochen vor Ende der Strukturierungsphase feststeht, besteht weiterhin die Möglichkeit, dieses bis zum endgültigen Abschluss dieser Phase zu verändern. In einem so genannten Pre-Sales Report werden abschließend die wesentlichen Informationen, die für die Investoren von Bedeutung sein könnten, zusammengefasst.

6. Entwicklungen auf den europäischen und amerikanischen Märkten im Rahmen der Securitisation

Die Ausmaße und Dimensionen, die die Verbriefung in den vergangenen Jahren angenommen hat, ist nicht zuletzt auf gravierende Veränderungen an den internationalen Finanzmärkten

zurückzuführen. Diese strukturelle Veränderung der Rahmenbedingungen seit dem Beginn der 80er Jahre ist hauptsächlich auf drei Entwicklungen zurückzuführen:

- Die Veränderung der finanziellen Situation der OPEC-Staaten durch den Verfall der Ölpreise
- Die Schuldenkrise in der Dritten Welt
- Deregulierungsmaßnahmen vor allem im Bankenbereich

Durch den Ölpreisverfall kam es zu Leistungsbilanzdefiziten der OPEC-Staaten und folglich zu einem Rückgang der Einlagen. Das hatte zur Folge, dass international operierende Banken neue Wege der Mittelbeschaffung erschließen mussten. Weiters ließ die Schuldenkrise von 1982 den Bankenmarkt im internationalen Kreditgeschäft stagnieren. Ausbleibende Tilgungszahlungen führten zur Reduktion der Kreditnehmer mit akzeptabler Bonität und es intensivierte sich der Wettbewerb um die verbleibenden Schuldner. Die nebenbei stattfindende Welle der Deregulierung hinsichtlich kreditpolitischer, aufsichtsrechtlicher und steuerlicher Hindernisse förderte noch zusätzlich den strukturellen Wandel an den Finanzmärkten.¹³⁸

Die Gesamtheit dieser Ursachen „führte dazu, dass sich der Markt für Finanzdienstleistungen immer stärker internationalisiert und diversifiziert hat“¹³⁹ und klassische Aufgaben der kreditgebenden Banken durch Vermittlungstätigkeiten abgelöst wurden. Diese Entwicklung spiegelt sich auch in der rasanten Zunahme der wertpapiermäßigen Verbriefung von Forderungen wider, die vielfach auch als Securitisationsphänomen diskutiert wird.

Die höchste Stufe der Securitisation,¹⁴⁰ auch unter den Begriff Disintermediation bekannt, führte zu einer Aufweichung bestehender Beziehungen zwischen Unternehmungen und Banken. Große Kreditnehmer umgehen also zunehmend die Kreditinstitute und wenden sich zur Refinanzierung bestehender Verbindlichkeiten direkt an die Kapitalgeber.¹⁴¹

Vor dem Hintergrund dieser Entwicklungen im Rahmen der Asset Securitisation und den massiven Veränderungen auf den globalen Märkten, soll mit diesem Kapitel versucht werden,

¹³⁸ Vgl. Dombret (1988), S.17f

¹³⁹ Hastenpflug (1991), S.36

¹⁴⁰ Vgl. Hastenpflug (1991), S.32f; Der Vorgang der Verbriefung wird hier in drei Entwicklungsstufen beschrieben.

¹⁴¹ Vgl. Dombret (1988), S.41

eine Vorstellung davon zu geben, um welche Größenordnungen es sich handelt, wenn man vom Trend der wertpapiermäßigen Verbriefung spricht. Die folgenden Kapitel geben einen Einblick in die Emissionsvolumen auf dem amerikanischen und dem europäischen Markt. Dabei soll auch zwischen einzelnen Assetklassen unterschieden werden. Besonderer Wert wird auch auf das Rating und die Veränderungen, die dabei in den letzten Jahren stattgefunden haben, gelegt. Eine Übersicht über die Entwicklung der Credit Spreads und ein Blick in die Zukunft runden diesen Abschnitt ab.

6.1 Historische Entwicklung der Emissionsvolumen in Europa und den USA

Die nachstehende Tabelle verschafft einen Überblick über die Entwicklung der Emissionsvolumen innerhalb der verschiedenen Assetklassen in Europa. Es handelt sich dabei um eine Differenzierung in die im Kapitel zwei besprochenen Produkte der klassischen Kreditverbriefung.

	ABS	MBS	CDO	Total
2000	13,3	47,7	17,2	78,2
2001	61,7	64,8	27,1	153,6
2002	54,7	78,5	24,5	157,7
2003	61,6	125,7	29,8	217,1
2004	79,9	138,5	25,2	243,6
2005	94,6	180,3	48,9	323,8
2006	66,2	304,7	88	458,9
2007	57,8	307,3	88,7	453,8

Tabelle 3: European Historical Issuance¹⁴²

Betrachtet man diese Tabelle etwas genauer, so lassen sich einige wesentliche Punkte herauslesen. Der erste betrifft die Entwicklung im Jahreswechsel 2000 auf 2001. Hier ist die erste drastische Zunahme zu erkennen. Am stärksten fällt diese im ABS-Sektor aus. Die darauf folgenden Jahre sind mehr oder weniger von einem stetigen Wachstum der Emissionsvolumen gekennzeichnet, wobei die größten Zuwächse der MBS-Sektor verzeichnen konnte, der ABS-Bereich jedoch einiges an Einbußen hinnehmen musste. Im CDO-Bereich ist ein sprunghafter Anstieg auf fast das Doppelte im Jahr 2006 zu erkennen. Generell lässt sich feststellen, dass die MBS für den mit Abstand größten Anteil der Verbriefungsvolumen verantwortlich sind.

¹⁴² Quelle: Eigene Darstellung, zusammengestellt aus den ESF Securitisation Data Reports Spring 2002 und Winter 2003 bis 2007; Werte sind in Mrd. Euro angegeben

Wenn man nun einen Blick auf die Emissionsvolumen in den Vereinigten Staaten wirft, stellt man sofort fest, dass es sich dabei um ganz andere Dimensionen als in Europa handelt.

	Total
2000	1.088,0
2001	2.308,4
2002	2.592,7
2003	2.914,5
2004	1.956,6
2005	2.650,6
2006	2.455,8
2007	2.404,9

Tabelle 4: US Historical Issuance¹⁴³

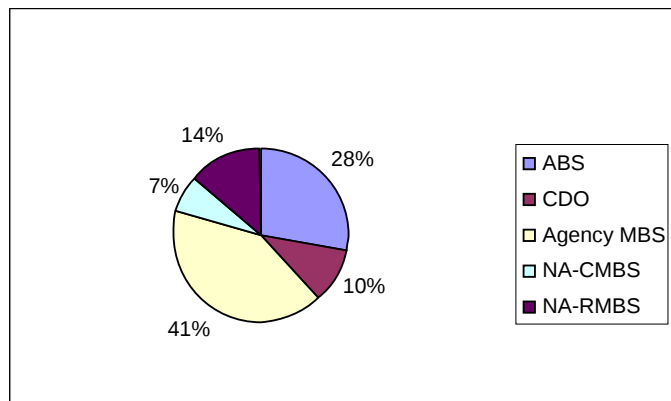


Abbildung 5: US Issuance by Collateral 2007¹⁴⁴

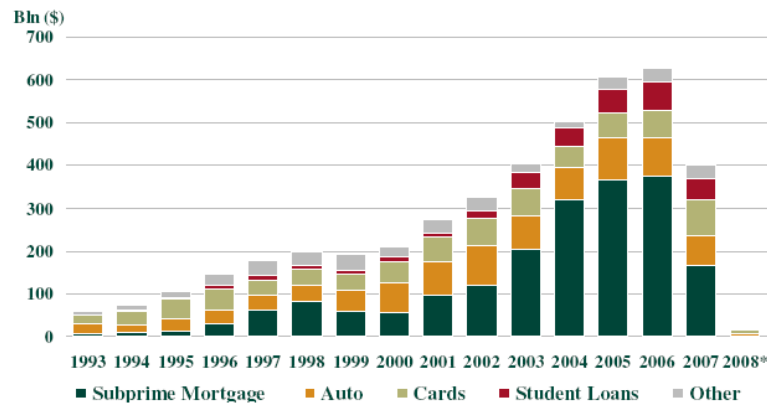
Bereits im Jahr 2000 betrug das gesamte Emissionsvolumen mehr als das Zehnfache des europäischen Volumens, 2001 war es schon das Fünffache. Erst ab dem Jahr 2004 scheint es so, als würde die Verbriefung auch in Europa mehr Anhänger finden und sie beginnt rapide aufzuholen. Im vergangenen Jahr 2007 können die USA nur mehr ein fünf Mal so hohes Emissionsvolumen wie die europäischen Staaten aufweisen. Trotz dieser Aufholjagd aus europäischer Sicht ist es noch immer erstaunlich, dass die Ausmaße der Verbriefung in Europa im Vergleich zu den USA von untergeordneter Bedeutung sind.

Eine Gemeinsamkeit lässt sich jedoch trotz allem feststellen. Sowohl in Europa als auch in den USA nehmen die MBS die Vormachtstellung im Rahmen der Verbriefungsprodukte ein. In beiden Fällen sind sie für rund zwei Drittel des gesamten Emissionsvolumens verantwortlich. Bezüglich der USA ist auch ganz klar ersichtlich, dass der MBS-Sektor von den staatlichen Agenturen Fannie Mae, Ginnie Mae und Freddie Mac dominiert wird. So genannte private label transactions werden also nicht so oft durchgeführt.

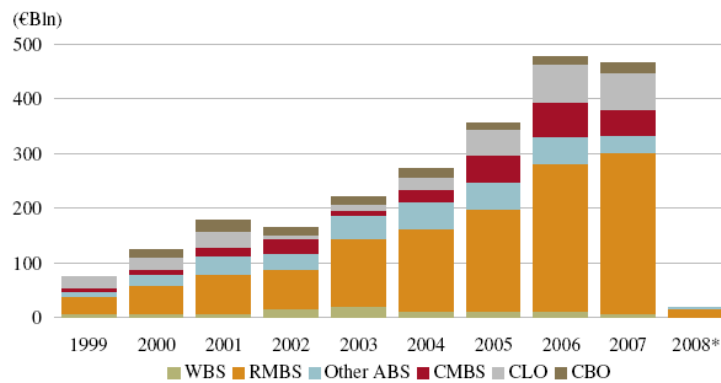
Wenn man die obige Entwicklung der amerikanischen Emissionsvolumen betrachtet, so könnte man glauben, dass diese von keinen großartigen Zuwächsen gekennzeichnet ist. Es macht eher den Anschein, als würde sich diese relativ konstant, verglichen mit Europa, verhalten. Dass dies nicht so ist, soll mit der folgenden Abbildung gezeigt werden.

¹⁴³ Quelle: ESF Securitisation Data Report 2008: Q1; Werte sind in Mrd. Euro angegeben

¹⁴⁴ Quelle: Eigene Darstellung, Zahlen entnommen aus dem ESF Securitisation Data Report 2008: Q1

Abbildung 6: US ABS Issuance¹⁴⁵

Aus dieser Abbildung kann man, wie auch schon aus der vorhergehenden Tabelle die rasante Zunahme vor allem im MBS-Bereich erkennen. Schwächere Zuwächse hingegen verzeichnen die klassischen ABS-Produkte wie zum Beispiel Automobilkredite oder Kreditkartenforderungen. Im Allgemeinen wird aber aus dieser Abbildung die auch in den USA stattgefundenene Zunahme von Verbriefungstransaktionen seit dem Jahr 2000 klarer zum Ausdruck gebracht. Der Vollständigkeit halber zeigt die nächste Abbildung nochmals das Wachstum des Securitisation Marktes in Europa.

Abbildung 7: European Issuance¹⁴⁶

Auch hier ist nochmals, wie bereits oben erwähnt, dass stetige Wachstum, vor allem im MBS-Bereich sehr gut zu erkennen. Ein Vergleich zwischen den USA und Europa lässt sich noch anstellen und zwar im Jahr 2007. Hier werden nämlich die Auswirkungen der Finanzkrise ersichtlich. Während diese auf den amerikanischen Markt massive Auswirkungen hatte, so zeigt sich der europäische Markt davon im selben Jahr fast unberührt.

¹⁴⁵ Quelle: Lehman Brothers (2008)¹⁴⁶ Quelle: Lehman Brothers (2008)

6.2 Verteilung des Emissionsvolumens hinsichtlich der Einstufung im Rating

Wie bereits zu Beginn dieser Arbeit angesprochen wurde, verfügt der Großteil der ABS über ein Triple-A Rating. Das bedeutet, dass man im Allgemeinen von sehr sicheren und rentablen Investments ausgehen kann. Zur Veranschaulichung der Emissionsvolumen innerhalb der jeweiligen Ratingkategorie dienen die nächsten beiden Tabellen.

	2007:Q1	2007:Q2	2007:Q3	2007:Q4	Total
AAA	86,1	104,7	61,7	56,2	308,7
AA	5,5	7,2	2,5	2,0	17,2
A	19,4	18,9	12,6	7,0	57,9
BBB & Below	6,3	7,0	5,8	3,4	22,5
Not Rated	11,4	14,2	15,6	6,1	47,3
European Total	128,7	152,0	98,2	74,7	453,7

Tabelle 5: Emissionsvolumen in Europa aufgeteilt nach der Einstufung im Rating¹⁴⁷

Diese Tabelle zeigt die Verteilung des Emissionsvolumens innerhalb der einzelnen Ratingkategorien für Europa. Es ist sofort ersichtlich, dass gut zwei Drittel des gesamten Emissionsvolumens in der Triple-A Kategorie eingestuft werden. Fasst man diese Daten nach der Kategorisierung in Investment Grade und Speculative Grade zusammen, so können schätzungsweise nur fünfzehn Prozent des gesamten Volumens dem Speculative Grade untergeordnet werden.

	2007:Q1	2007:Q2	2007:Q3	2007:Q4	Total
AAA	124,0	127,2	76,2	51,5	378,9
AA	13,9	10,8	8,3	1,3	34,3
A	72,1	76,3	10,4	11,2	170,0
BBB & Below	8,9	8,6	6,6	3,1	27,2
Not Rated	291,1	306,3	139,4	73,3	810,0
Agency MBS	237,5	282,4	240,7	223,9	984,5
US Total	747,5	811,5	481,6	364,3	2.404,9

Tabelle 6: Emissionsvolumen in den USA aufgeteilt nach der Einstufung im Rating¹⁴⁸

Ein bißchen anders sieht die Situation in den USA aus. Da ein Großteil der Verbriefungen auf die so genannten Agency MBS, also die der staatlichen Agenturen entfällt, findet man in der Triple-A Kategorie einen verhältnismäßig geringen Anteil. Den zweitgrößten Anteil bildet die Kategorie Not Rated. Darunter fallen alle Securities, die von keiner der drei großen Agenturen eine Einstufung oder Bewertung erhalten haben. Der hohe Anteil dieser Kategorie ist sicherlich auch teilweise auf die Finanzkrise am amerikanischen Markt zurückzuführen, die

¹⁴⁷ Quelle: ESF Securitisation Data Report 2008: Q1; Werte sind in Mrd. Euro angegeben

¹⁴⁸ Quelle: ESF Securitisation Data Report 2008: Q1; Werte sind in Mrd. Euro angegeben

ja ihren Höhepunkt im Sommer 2007 erreichte. Dass diese Krise auch Auswirkungen auf Europa hat, kann man sehr gut erkennen, wenn man sich die Zahlen der Jahre 2005 und 2006 ansieht.¹⁴⁹ In beiden Jahren konnten noch 83% des gesamten Emissionsvolumens in der Triple-A Kategorie eingestuft werden. Im Vergleich dazu waren es im Jahr 2007, wie bereits zuvor erwähnt, nur mehr zwei Drittel. Nichts desto trotz bestätigen die Zahlen aber die Tatsache, dass der überwiegende Anteil der verbrieften Forderungen als sehr sicher einzustufen ist.

6.3 Entwicklung der Up- und Downgrades zwischen 2005 und 2008

Es ist ja bereits bekannt, welche große Rolle dem Rating im Rahmen der Asset Securitisation zukommt. Es wurde auch darauf aufmerksam gemacht, welche Folgen eine Rückstufung im Rating, also ein Downgrade, haben kann. Insbesondere vor dem Hintergrund der Finanzmarktkrise in den USA, mit Beginn Mitte des letzten Jahres, erscheint es in diesem Zusammenhang als sehr interessant, sich die Entwicklung der Up- und Downgrades der letzten Jahre anzusehen. Die Unterscheidung zwischen jedem einzelnen Produkt, also ABS, MBS oder CDO und den unterschiedlichen Up- und Downgrades der Ratingagenturen würde hier nicht wirklich Sinn machen. Exemplarisch sollen daher die Up- und Downgrades der Ratingagentur Standard & Poor's für die Gesamtheit der ABS in den USA einerseits und jener in Europa andererseits zur Veranschaulichung herangezogen werden.

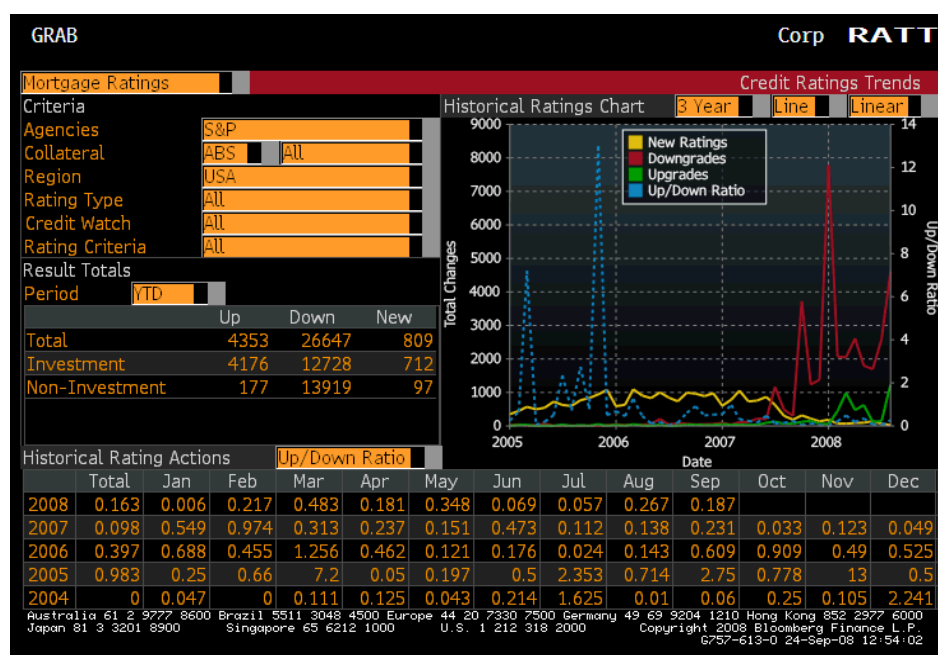


Abbildung 8: ABS UP- und Downgrades in den USA

¹⁴⁹ Vgl. Dzik (2007), S.14

Aus der obigen Abbildung können schon eine Menge Informationen abgelesen werden. Unter anderen zeigt sie die Quality Rating Changes aller ABS in den USA mit Beginn im Jahr 2005. Gleich auf den ersten Blick lassen sich markante Entwicklungen in den letzten Jahren ablesen. Sowohl die Upgrades als auch die Downgrades verfolgen bis zur Mitte des Jahres 2007 einen sehr konstanten Verlauf der fast gegen Null strebt. Auch die Anzahl der neuen Ratings bleibt bis zu diesem Zeitpunkt fast unverändert. Die wenig überraschende Veränderung tritt dann etwa in der zweiten Jahreshälfte 2007 ein. Hier ist ein rapider Anstieg an Downgrades von nahezu Null auf fast 8000 zu Jahresbeginn 2008 zu beobachten. Dass dies im Zusammenhang mit dem Platzen der Immobilienblase in den USA steht, erklärt sich wohl von selbst. Seltsamerweise kann aber zum selben Zeitpunkt auch ein leichter Anstieg von Upgrades festgestellt werden. Ein Trend, der sich zum momentanen Zeitpunkt sogar fortsetzen dürfte.

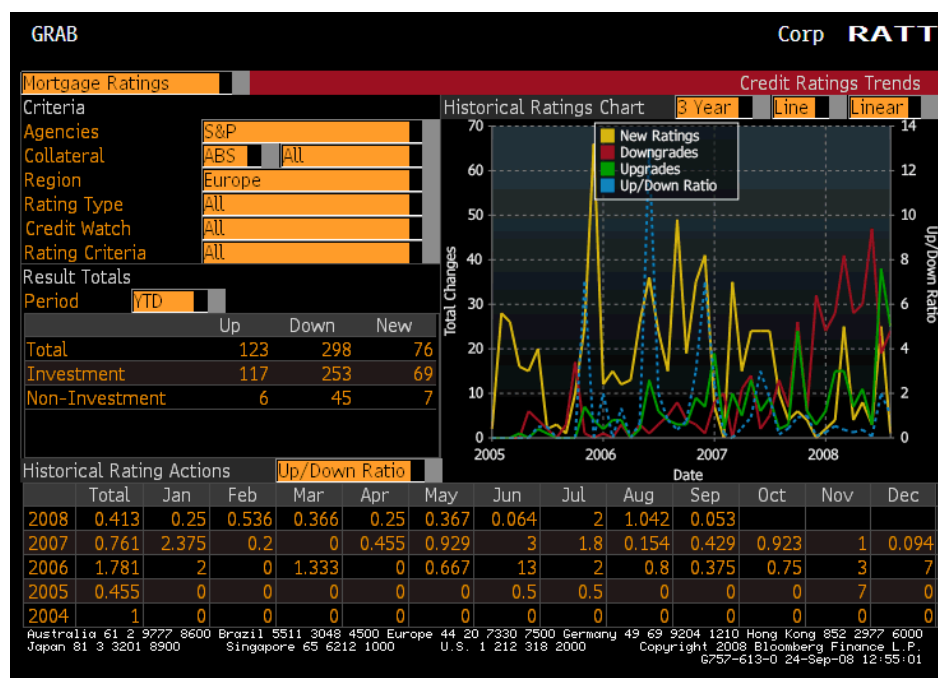


Abbildung 9: ABS Up- und Downgrades in Europa

Wirft man einen Blick auf den europäischen Rating Chart, wird man mit einem vollkommen konträren Bild konfrontiert. Ein ständiges Auf und Ab, das nur schwer auf eine konstante Entwicklung schließen lässt. Man kann aber behaupten, dass die Anzahl der neuen Ratings, in ihrer Gesamtheit betrachtet, zugenommen hat. Der Höhepunkt wurde dabei Ende des Jahres 2005 erreicht, um zum Jahreswechsel wieder stark abzusinken. Es folgte wiederum ein Aufwärtstrend bis Mitte 2007 und dann ging es wenig überraschend wieder steil bergab. Was die Anzahl der Upgrades und der Downgrades betrifft, kann man einen wesentlichen Unterschied im Vergleich zu den USA erkennen. Während dort lediglich die Downgrades

einen rasanten Zuwachs erfahren, werden diese in Europa gleichzeitig von einem ebenso starken Zuwachs der Upgrades begleitet. Zuletzt muss noch auf einen wichtigen Punkt hingewiesen werden. Vergleicht man die Gesamtanzahl der Up- und Downgrades in Europa mit derer in den USA, wird einem erst bewusst, um welche Dimensionen es sich dabei handelt. Rund 60 Mal so viele Upgrades und Downgrades wie in Europa wurden in den USA vollzogen. Damit wird klar, dass sich die Verbriefung trotz der raschen Entwicklung der letzten Jahre, auch in Europa, in diesem noch nicht wirklich durchsetzen konnte, verglichen mit den USA. Wohin der Trend tatsächlich geht, das wird sich wahrscheinlich in absehbarer Zeit herausstellen.

6.4 Änderung der Credit Spreads in Europa und den USA

Um die folgenden Abbildungen etwas besser interpretieren zu können, bedarf es zuvor noch einer Erklärung, was man eigentlich genau unter dem Credit Spread versteht und wie er zustande kommt.¹⁵⁰ Ganz allgemein gesprochen handelt es sich dabei um eine Risikoprämie. Diese Risikoprämie kommt in der Renditedifferenz zwischen Treasury und Non-Treasury Securities, also Unternehmensanleihen und risikolosen Staatsanleihen, zum Vorschein. Steigt also das Ausfallsrisiko, so wird der Anleger eine höhere Risikoprämie fordern. Damit wäre auch schon der erste von vielen Einflussfaktoren auf den Credit Spread genannt. Andere Faktoren im Zusammenhang mit ABS-Transaktionen wären zum Beispiel das Rating, Recovery Rates, die Besicherung oder die Vor- beziehungsweise Nachrangigkeit. Dass vor allem das Rating im letzten Jahr an den Folgen der Finanzkrise litt, haben schon die vorhergehenden Grafiken veranschaulicht. Dieser orbitant hohe Anstieg an Rückstufungen im Rating macht sich natürlich auch in den Credit Spreads bemerkbar, weshalb deren Entwicklung wiederum zu Beginn der zweiten Jahreshälfte 2007 in eine neue Richtung ging.¹⁵¹

¹⁵⁰ Die Definitionen des Credit Spreads unterscheiden sich in der Literatur nur in der Formulierung, sind aber sonst klarerweise ident. Auf gesonderte Quellenverweise wird daher an dieser Stelle verzichtet.

¹⁵¹ An dieser Stelle werden exemplarisch die Entwicklungen der Triple-A gerateten ABS herangezogen. Dieselben Entwicklungen zeichnen sich aber auch bei den CMBS und RMBS ab. Dies gilt ebenso für bonitätsmäßig schlechter eingestufte Wertpapiere, also beispielsweise BBB-Ratings.

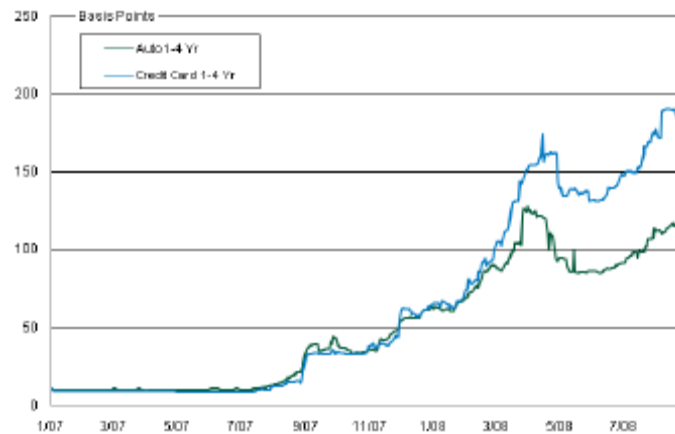


Abbildung 10: Entwicklung der Credit Spreads in Europa¹⁵²

Obige Abbildung zeigt den Verlauf der Credit Spreads in Europa seit Beginn des Jahres 2007. Man sieht sofort, dass sich bis zum besagten Zeitpunkt eigentlich nichts Nennenswertes getan hat. Erneut kommen dann Mitte des Jahres die Auswirkungen und Folgen der US Finanzkrise zu ihrer Geltung. Obwohl der Herd dieser Krise in den USA liegt, machen sich, nichts desto trotz, die Nebenwirkungen auch in Europa bemerkbar.

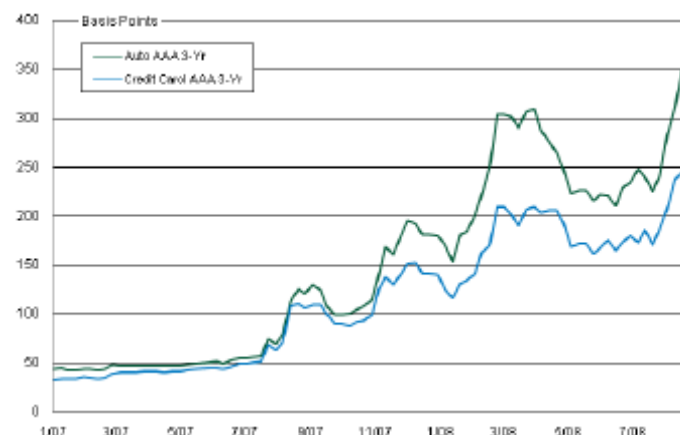


Abbildung 11: Entwicklung der Credit Spreads in den USA¹⁵³

Ein ähnliches Bild zeigt die Entwicklung in den USA selbst. Der Anstieg jedoch fällt im Vergleich zum europäischen Verlauf etwas massiver aus. Beträgt dieser in Europa etwa 170 Basispunkte, so können die USA dagegen mit ungefähr 300 Basispunkten aufwarten. Das ist also nahezu das Doppelte, verglichen mit Europa. Der einzige Trost der also bleibt ist, dass Europa nicht ganz so stark von der Krise betroffen ist als man es vielleicht annehmen hätte können.

¹⁵² Quelle: ESF Securitisation Monthly Data Supplement, September 2008

¹⁵³ Quelle: ESF Securitisation Monthly Data Supplement, September 2008

6.5 Ein Blick in die Zukunft

Wenn man sich nun nochmals die Entwicklungstendenzen der vergangenen Monate vor Augen führt, so fragt man sich, wohin die Zukunft wohl führen wird. Wirklich rosige Aussichten darf man sich da eher nicht erwarten. Andererseits kann es nicht ewig bergab gehen und es werden auch wieder bessere Zeiten kommen. Zurzeit schaut es aber so aus, als dürfte sich der zu Beginn des neuen Jahrtausends abzeichnende Trend stetiger Zuwächse nicht durchsetzen können. Vielmehr erwartet man Rückgänge bei den Emissionsvolumen um mehr als ein Drittel im Vergleich zum vergangenen Jahr, wobei für einen Großteil der Rückgänge die RMBS verantwortlich sein dürften. Das würde dann in etwa den Emissionsvolumen des Jahres 2004 entsprechen. Die Gründe für diese Annahmen liegen einerseits in der allgemein vorherrschenden Unsicherheit hinsichtlich des Kreditmarktes und andererseits in der gesunkenen Liquidität sowie einer erhöhten Sensibilität der Investoren was das Risiko anbelangt.¹⁵⁴

Zwei weitere Gründe, warum sich der anfängliche Boom der Kreditverbriefung in nächster Zeit wahrscheinlich nicht fortsetzen wird sind die gestiegene Volatilität und Komplexität der Finanzprodukte. Auf Grund der vorherrschenden Unsicherheit werden vermutlich stabilere und weniger risikobehaftete Finanzprodukte eher Zuspruch seitens der Investoren finden. Aber wie so oft in der Ökonomie wird aus historischen Daten auf Entwicklungen in der Zukunft geschlossen. Dies mag zu einem großen Teil auch seine Berechtigung haben. Wohin uns die Zukunft aber tatsächlich führt, das kann heute mit Sicherheit niemand sagen. Solange aber nicht die allgemeine Unsicherheit beseitigt und wieder klare Verhältnisse geschaffen werden, kann man davon ausgehen, dass kürzliche Veränderungen und Entwicklungen weiterhin demselben Trend folgen werden.

¹⁵⁴ Vgl. ESF Securitisation 2008 Market Outlook, S. 1 u. 3

7. Zusammenfassung und Schlussfolgerung

Die Verbriefung von Forderungen in Form von ABS, MBS oder CDOs stellt ein sehr junges Finanzinstrument dar, das sich auf Grund seiner vielen Vorteile sehr bald einer großen Beliebtheit erfreuen durfte. Nicht umsonst konnten Asset Backed Finanzierungen in den letzten Jahren einen so massiven Aufschwung erfahren. Für die Banken liegen diese beispielsweise in der günstigen und langfristigen Refinanzierung, in einem effizienteren Risikotransfer und einer gesteigerten Eigenkapitalrentabilität. Vor allem als Instrument zur Bilanzsteuerung bietet die Verbriefung viele Vorteile. Die Investoren wiederum profitieren von der Tranchierung eines Forderungspools, wodurch individuelle Risikogehälter zur Auswahl gestellt werden.

Trotz dieser durchwegs positiven Eigenschaften der Kreditverbriefung, wird der ursprüngliche Gedanke vom amerikanischen Traum, ein eigenes Haus zu besitzen, für viele angesichts der jetzigen Situation eher zum Alptraum werden. Offensichtlich wurden die vielen Risiken, die mit der Asset Securitisation verbunden sind durch die verstärkte Präsenz ihrer Vorzüge untergraben. Es wurde nicht bedacht, dass es sich dabei um eine äußerst komplexe Transaktion handelt, die auf Dauer nicht unbedingt Erfolg versprechend sein muss. Wer letztendlich die Konsequenzen daraus tragen muss, das sei an dieser Stelle dahingestellt.

Im Verlauf dieser Arbeit wurden die Grundstruktur und die verschiedenen Ausgestaltungsmöglichkeiten einer ABS-Transaktion ausführlich erläutert. Die Vielzahl an Verbriefungsprodukten bestätigt nochmals die Komplexität der Transaktion, wobei das zu Grunde liegende Schema immer weitgehend dasselbe ist. Neben den vielen Risiken erfolgte auch eine Behandlung der Credit Enhancement Techniken. Doch wie die Praxis zeigt nützen die besten Absicherungsmaßnahmen nichts, wenn man sich bloß auf die Vorzüge stützt und mögliche negative Entwicklungen zu wenig unter die Lupe nimmt.

Konsequenzen zieht, wie man sehen kann, auch das Rating mit sich. Unzählige Rückstufungen im Rating ließen auch die Credit Spreads in die Höhe schnellen und in weiterer Folge die Preise sinken. Gerade anhand dieser Entwicklungen kommt umso mehr die Bedeutung des Ratings zum Tragen. Es wird daher umso verständlicher warum diesem, auch in dieser Arbeit, so große Aufmerksamkeit geschenkt wird.

Dass nicht alles was in der Theorie gut klingt auch in der Praxis Erfolg haben muss, dafür sprechen die Turbulenzen auf den internationalen Finanzmärkten, vor allem in den USA. Konnten amerikanische sowie auch europäische Märkte ein stetiges Wachstum der Kreditverbriefung verbuchen, so zeichnet sich momentan ein gegensätzlicher Trend ab. Jedoch soll jetzt an dieser Stelle kein falscher Eindruck durch ausschließlich negative Prophezeiungen entstehen. Vielmehr wird man erst einmal abwarten und begangene Fehler analysieren müssen, bevor man falsche Vermutungen anstellt. Dennoch sollte man wahrscheinlich die Asset Securitisation in Zukunft mit etwas mehr Vorsicht genießen und mehr Wert auf ein gesundes Risikobewusstsein legen. Dann werden sich auch die Zahlen wieder zum Positiven wenden und Fehlentwicklungen, wie man sie seit dem letzten Jahr beobachten konnte, wird vorgebeugt.

Literaturverzeichnis

Bartlett, W.W.: *Mortgage Backed Securities: Products, Analysis, Trading*, New York Institute of Finance (NYIF Corp.), New York, 1989

Bär, H.P.: *Asset Securitisation: Die Verbriefung von Finanzaktiven als innovative Finanzierungstechnik und neue Herausforderung für Banken*, Paul Haupt, Bern/Stuttgart/Wien, 1997

Baum, T.: *Anlegerschutz und neuer Markt*, Arbeitspapier Nr.99, 2002
(http://jura.uni-frankfurt.de/ifawz1/baums/Bilder_und_Daten/Arbeitspapiere/paper99.pdf)
26.08.2008

Behring, C./Zügel, C.: *Innovative Zinsinstrumente: Eine Einführung in die Instrumentenklasse der Collateralized Debt Obligations*, Zais Group LLC, New Jersey, 1999
(<http://www.zaisgroup.com/docs/IntroToCDOs.pdf>) 18.08.2008

Bertl, A.: *Verbriefung von Forderungen: Entstehungsgeschichte und heutige Struktur von Asset Backed Securities*, Deutscher Universitätsverlag, Wiesbaden, 2004

Bloomberg Finance L.P.: *Mortgage Ratings: Credit Ratings Trends*, 24.09.2008

Breinlinger, L./Kuo, Y./Tscherteu, A./Weidenholzer, F.: *Best Practice im Risikomanagement von Verbriefungen*, Wien, 2004
(http://www.oenb.at/de/img/best_practice_tcm14-11168.pdf) 26.08.2008

Brenken, A./Papenfuß, H.: *Unternehmensfinanzierung mit ABS*, Fritz Knapp Verlag, Frankfurt am Main, 2007

Bund, S.: *Asset Securitisation - Anwendbarkeit und Einsatzmöglichkeiten in deutschen Universalkreditinstituten*, Fritz Knapp Verlag, Frankfurt am Main, 2000

Bühler, W./Feuchtmüller, W./Vogel M.: *Securitization: Der Trend zum Wertpapier*, Service-Fachverlag, Wien, 1987

Damm, D.: *Ratingverfahren: Grundlagen, Anforderungen und Entwurf*, Technical Report 2003.01, Zürich, 2003

(<http://ftp.ifi.uzh.ch/pub/techreports/TR-2003/ifi-2003.01.pdf>) 26.08.2008

Dombret, A.R.: *Die Verbriefung als innovative Finanzierungstechnik: Strategien der Securitization am Geld- und Kapitalmarkt aus der Sicht internationaler Großbanken*, Fritz Knapp Verlag, 1988

Dzik, O.: *European ABS at a Turning Point: 2007 Set to Be Decisive*, DBRS, 2007

(http://www.securitization.net/pdf/Publications/EuropeanABS_Mar07.pdf) 18.07.2008

European Securitisation Forum: *ESF Securitisation Data Report 2008: Q1*

ESF Securitisation Data Report Spring 2002

ESF Securitisation Data Reports Winter 2003 bis 2007

(<http://www.europeansecuritisation.com>) 29.08.2008

ESF Securitisation Monthly Data Supplement Sept. 2008

ESF Securitisation 2008 Market Outlook

(<http://www.europeansecuritisation.com>) 26.09.2008

Everling, O.: *Credit Rating durch internationale Agenturen: Eine Untersuchung zu den Komponenten und instrumentalen Funktionen des Rating*, Gabler Verlag, Wiesbaden, 1991

Fabozzi, F.J.: *Structured Finance: Lecture notes*

Fabozzi, F.J.: *Fixed Income Analysis*, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, 2007

Fabozzi, F.J./Bhattacharya, A.K./Berliner, W.S.: *Mortgage Backed Securities: Products, Structuring, and Analytical Techniques*, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, 2007

Fabozzi, F.J./Choudhry, M.: *The Handbook of European Structured Financial Products*, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, 2004

Fabozzi, F.J./Fabozzi, T.D.: *The Handbook of Fixed Income Securities*, Irwin Professional Publishing, Burr Ridge/Illinois/New York, 1995

Feeney, P.W.: *Securitization: Redefining the Bank*, St. Martin's Press, New York, 1995

Fitch Investors Service, Inc.: *The History of Fitch Ratings*

(<http://www.fitchratings.com/jsp/corporate/AboutFitch.faces?context=1&detail=3>)

27.08.2008

Gögler, C.: *Asset-Backed-Securities: Darstellung der US-amerikanischen Praxis, rechtliche Rahmenbedingungen für die Übertragung des Konzeptes auf die Bundesrepublik Deutschland sowie Beurteilung aus Sicht der Beteiligten*, Peter Lang Verlag, Frankfurt am Main, 1996

Grünauer, A.: *Asset Backed Securities*, Wien, 2002

Hastenpflug, W.: *Das Securitisationsphänomen*, Deutscher Universitätsverlag, Wiesbaden, 1991

Heitzenberger, J.: *Asset Securitisation - An innovative credit risk transfer instrument in Austrian commercial banks*, Wien, 2005

Henderson, J./Barings, ING: *Asset Securitization: Current Techniques and Emerging Market Applications*, Euromoney Publications PLC, 1997

Jobst, A.A.: *Asset Securitisation as a Risk Management and Funding Tool: What Does it Hold in Store for SMES?*, Managerial Finance, Vol.32, No.9, S.731-760

(<http://publikationen.ub.uni-frankfurt.de/volltexte/2005/1634/>) 14.08.2008

Landsiedl, F.E.: *Collateralised Debt Obligations*, Wien, 2002

Laternser, S.: *Asset-backed securities (ABS) im Portfoliomanagement*, Paul Haupt, Bern/Stuttgart/Wien, 1997

Lehman Brothers: *An Introduction to Securitisation*, European Securitized Product Research, 2008

(<http://194.90.30.6/CaesareaAdmin/Uploads/ES/Events/Files/263.pdf>) 25.09.2008

Lutz, C.: *Asset Securitisation: Die Übertragung der Vermögenswerte und die Konsolidierung von Special Purpose Vehicles nach IAS und US-GAAP*, Wien, 2003

Moody's Investors Service: *Moody's History*

(<http://www.moodys.com/moodys/cust/AboutMoody/AboutMoody.aspx?topic=history>)

27.08.2008

Moody's Investors Service: *Moody's: Ratingsymbole und –definitionen*, 2007

(http://investors.dpwn.de/de/investoren/anleihen_rating/rating/dpwn_moody_rating_de.pdf)

27.08.2008

Pflügl, M.T./Jergitsch, F.: *Wertpapierrecht: Lecture notes*, Wien, 2007

Pichler, M.: *Ein Einblick in Asset-Backed Securities - sowie eine empirische Analyse über die Entwicklung der Marktpreise von CDOs und deren Auswirkungen auf das Rating*, Wien, 2008

Redondo, M.J.: *Understanding Collateralized Debt Obligations: An Application to Credit Risk Transfer of Emerging Market Sovereign Issuers*, Haupt Verlag, Bern/Stuttgart/Wien, 2007

Riegler, V.: *Asset Backed Securities: Instrument zur Kreditrisikosteuerung in österreichischen Regionalbanken?*, Bank Verlag, Wien, 2004

Schirm, A.: *Credit Risk Securitisation: A valuation study*, Deutscher Universitätsverlag, Wiesbaden, 2004

Schmidtchen, M./Krämer-Eis, H.: *Die Rating-Ansätze der Agenturen: Analyse von CDOs, Kredit und Rating Praxis-Zeitschrift der Finanzspezialisten*, O.J.

(<http://www.eif.org/cms/htm/en/eif.org.v2/attachments/news/about/news11.pdf>) 25.08.2008

Shaw, Z.: *International Securitisation: The scope, development and future outlook for asset-backed finance*, Macmillan Publishers Ltd., United Kingdom, 1991

Simone, D.: *Securitisation - Verbriefung von Bankforderungen*, Deutscher Sparkassen Verlag, Stuttgart, 2001

Standard & Poor's: *Company History*

(http://www2.standardandpoors.com/portal/site/sp/en/eu/page.topic/aboutsp_ch/4,2,2,0,0,0,0,0,0,0,0,0,0,0,0,0,0,0.html) 27.08.2008

Standard & Poor's: *Ratings Definitions*

(<http://www2.standardandpoors.com/portal/site/sp/en/eu/page.article/2,1,1,4,1204838693805.html>) 26.08.2008

Stone, C./Zissu, A./Lederman, J.: *Asset Securitisation: Theory and practice in Europe*, Euromoney Publications PLC, London, 1991

Turwitt, M.: *Asset-Backed Finanzierungen und handelsbilanzielle Zuordnung*, Deutscher Universitätsverlag, Wiesbaden, 1999

Wöbken, T.: *Asset-Backed Securitisation unter besonderer Berücksichtigung des Rating in Europa*, Wien, 2002

Anhang: Lebenslauf

Roman Berger

Geb. Dat.: 11. März 1983

Nationalität: Österreich

Ausbildung

März 2007	Beginn des Magisterstudiums der Betriebswirtschaft an der Universität Wien mit Vertiefung in den Bereichen Investmentanalyse und Finanzdienstleistungen
Februar 2007	Abschluss des Bakkalaureatsstudiums Betriebswirtschaft mit Vertiefung in den Fächern Finanzmanagement und Produktionsmanagement
März 2004	Beginn des Bakkalaureatsstudiums der Betriebswirtschaft an der Universität Wien
Bis Jänner 2004	Studium Konzertfach Klarinette am Josef-Matthias-Hauer-Konservatorium der Stadt Wiener Neustadt
30.09.02 - 28.11.03	Absolvierung des Präsenzdienstes bei der Gardemusik Wien
Juni 2002	Matura am BORG Wiener Neustadt mit Schwerpunktausbildung Musik

Beschäftigung bei folgenden Unternehmen

28.01.08 - 29.02.08	Medienlogistik Pichler-ÖBZ GmbH & Co. KG
27.06.07 - 31.08.07	Medienlogistik Pichler-ÖBZ GmbH & Co. KG
31.07.06 - 01.09.06	ÖBZ Buchauslieferungsges. mbH & Co. KG
01.08.05 - 02.09.05	ÖBZ Buchauslieferungsges. mbH & Co. KG
08.07.05 - 29.07.05	Österreichische Post AG
26.07.04 - 31.08.04	Österreichische Post AG
29.07.02 - 25.08.02	Österreichische Post AG
30.07.01 - 26.08.01	Knorr Bremse AG
03.07.00 - 30.07.00	Knorr Bremse AG
02.08.99 - 27.08.99	Knorr Bremse AG

Fremdsprachen

Englisch, Französisch