

Deloitte (Hrsg.)

Asset Securitisation in Deutschland

4. Auflage



Vahlen

DeloittePress

Zum Inhalt:

Dieses Handbuch liefert Ihnen Antworten auf die wesentlichen, bei einer Securitisation auftretenden Praxisfragen. Neben einem Überblick über gängige Securitisation-Strukturen und die Marktentwicklung in Deutschland werden vor allem die Rechnungslegung nach HGB und IFRS aus der Perspektive sowohl des Originators als auch des Investors vorgestellt. Zudem wird auf Bewertungsfragen eingegangen.

Den als Reaktion auf die Finanzmarktkrise deutlich verschärften aufsichtsrechtlichen Anforderungen an Verbriefungstransaktionen wird besonderer Raum gegeben. Abgerundet wird das Buch durch Beiträge, die sich mit steuerlichen Aspekten sowie rechtlichen Fragestellungen und deren Lösungsmöglichkeiten beschäftigen.

- Der deutsche Verbriefungsmarkt – Strukturen und Entwicklungen
- Die Bilanzierung von ABS-Transaktionen beim Veräußerer nach deutschem Handelsrecht
- Die Bilanzierung von ABS-Transaktionen beim Originator/Veräußerer nach IFRS
- Bilanzierung von Verbriefungen beim Investor nach IFRS 9
- Bewertung von ABS-Transaktionen
- Aufsichtsrechtliche Behandlung von Verbriefungen
- Steuerliche Aspekte bei Asset-Backed-Securities-Finanzierungen
- Rechtliche Aspekte bei Verbriefungen in Deutschland

Zum Herausgeber:

Deloitte erbringt Dienstleistungen aus den Bereichen Wirtschaftsprüfung, Steuerberatung, Consulting und Corporate Finance für Unternehmen und Institutionen aus allen Wirtschaftszweigen. Mit einem weltweiten Netzwerk von Mitgliedsgesellschaften in mehr als 150 Ländern verbindet Deloitte herausragende Kompetenz mit erstklassigen Leistungen und steht Kunden bei der Bewältigung ihrer komplexen unternehmerischen Herausforderungen zur Seite.

„To be the Standard of Excellence“ – für rund 182.000 Mitarbeiter von Deloitte ist dies gemeinsame Vision und individueller Anspruch zugleich.

Alle Autoren dieses Werkes sind Mitarbeiter der Securitisation Services von Deloitte Deutschland und verfügen über praktische Erfahrungen aus zahlreichen Transaktionen.

Asset Securitisation in Deutschland

4. Auflage

herausgegeben von Deloitte & Touche GmbH
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Mit Beiträgen von

Dipl.-Ök. Melanie Bresser

RA Jürgen Brokamp, LL.M.

Philipp Burmester, LL.M.

Dipl.-Kfm. Nikolay Delchev

Dipl.-Ök. Andrea Flunker

Dipl.-Volksw. Borislav Goranov

Dipl.-Volksw. Vladimir Gryshchenko

Dipl.-Kffr. Katharina Koring

RA Johannes Kühn, MBA

WP/StB/CPA Ulrich Lotz

M.Sc. Peter Mach

Dr. Thomas Moosbrucker

B.A. Annike von Slupetzki

WP/StB Dr. Ralf Struffert

Dr. Gaby Trinkaus, CFA

RA Philipp von Websky

Verlag Franz Vahlen München

Vorwort

Asset Securitisation in Deutschland – seit der ersten, im Mai 1999 erschienenen Auflage des Deloitte-Praxishandbuchs hat diese Finanzierungsform Höhen und Tiefen durchschritten. Nach einer stürmischen Wachstumsphase kam der Securitisation-Markt ab 2008 mit der Finanzmarktkrise fast zum Erliegen. Seither hat eine umfassende Marktberichtigung stattgefunden, die sowohl Marktteilnehmer als auch Strukturen und Assetklassen umfasste. Zugleich wurden Komplexitäten bei Verbriefungsstrukturen abgebaut. Geblieben ist jedoch eines: Verbriefungen sind immer noch ein effizientes Instrument zum Risikomanagement und fördern die Kapitalmarkteffizienz – vielleicht sind sie heute wichtiger denn je.

Da als Folge der Finanzmarktkrise die (aufsichts-)rechtlichen Rahmenbedingungen für Verbriefungen ausgeweitet worden sind, besteht weiterhin ein Bedarf nach einem Kompendium, das die wesentlichen Fragen rund um Securitisation für den deutschen Markt praxisnah behandelt.

Das vorliegende Handbuch behandelt wesentliche, bei einer Securitisation auftretende Praxisfragen. Neben einem Überblick über gängige Securitisation-Strukturen und die Marktentwicklung in Deutschland werden vor allem die Rechnungslegungen nach HGB und IFRS aus der Perspektive sowohl des Originators als auch des Investors vorgestellt. Zudem wird auf Bewertungsfragen eingegangen. Den als Reaktion auf die Finanzmarktkrise deutlich verschärften aufsichtsrechtlichen Anforderungen an Verbriefungstransaktionen wird besonderer Raum gegeben. Abgerundet wird das Handbuch durch Beiträge, die sich mit steuerlichen Aspekten sowie rechtlichen Fragestellungen und deren Lösungsmöglichkeiten beschäftigen.

Deloitte hat Securitisation seit ihren Anfängen in Deutschland beratend begleitet. Besonderer Dank gebührt wiederum dem Autorenteam der Securitisation Services Deutschland, das sich tatkräftig um die Aufarbeitung der praktischen Erfahrungen aus zahlreichen Transaktionen verdient gemacht hat.

Düsseldorf, im Januar 2012

Dr. Michael Göttgens

Partner

Financial Services Industry Leader

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	V
Kapitel 1	
Der deutsche Verbriefungsmarkt – Strukturen und Entwicklungen	1
1.1 Einleitung	1
1.2 Konzeption von Verbriefungsstrukturen	2
1.2.1 Verbriefungsstrukturen nach Art des Risikotransfers	2
1.2.2 Verbriefungsstrukturen nach Forderungsart	8
1.2.3 Verbriefungsstrukturen nach Laufzeit	10
1.2.4 Transaktionsparteien in Verbriefungsstrukturen	12
1.2.5 Kosten- und Nutzenauswirkungen von Verbriefungsstrukturen	14
1.3 Entwicklung des deutschen Verbriefungsmarktes	15
1.4 Subprime-Krise und deutscher Verbriefungsmarkt	19
1.5 Aktuelle Lage und Ausblick	22
Kapitel 2	
Die Bilanzierung von ABS-Transaktionen beim Veräußerer nach deutschem Handelsrecht	25
2.1 Einleitung	25
2.2 Forderungsabgang beim Veräußerer	26
2.3 Behandlung von Reservekonten	32
2.4 Konsolidierung der Zweckgesellschaft	33
2.5 Zusammenfassung	35
Kapitel 3	
Die Bilanzierung von ABS-Transaktionen beim Originator/Veräußerer nach International Financial Reporting Standards (IFRS)	37
3.1 IFRS im Wandel	37
3.2 Zusammenhang zwischen Ausbuchung und Konsolidierung	38
3.3 Konsolidierung von Zweckgesellschaften	39
3.3.1 Bisherige Regelungen: IAS 27 und SIC-12	39
3.3.2 Die neuen Regelungen zur Konsolidierung: IFRS 10 ..	42
3.3.3 Neue Angabevorschriften nach IFRS 12	48
3.4 Ausbuchung von Vermögenswerten	50

3.4.1 Forderungsabgang beim Veräußerer	50
3.4.2 Neue Anhangangaben bei der Ausbuchung von finanziellen Vermögenswerten nach IFRS 7	55
3.5 Zusammenfassung und Ausblick	57

Kapitel 4

Bilanzierung von Verbriefungen beim Investor nach IFRS 9	59
4.1 Einleitung	59
4.2 Klassifizierung von Verbriefungen	61
4.2.1 Klassifizierungsmodell des IFRS 9	61
4.2.2 Geschäftsmodellkriterium	63
4.2.3 Zahlungsstromkriterium	64
4.2.4 Umklassifizierung	71
4.3 Bewertung von Verbriefungen	71
4.3.1 Zum Fair Value zu bewertende Verbriefungen	72
4.3.2 Zu Amortised Cost zu bewertende Verbriefungen ...	73
4.4 Zusammenfassung	74

Kapitel 5

Bewertung von ABS-Transaktionen	77
5.1 Einleitung	77
5.2 Risikoanalyse	77
5.3 DCF-Verfahren	78
5.3.1 Bestimmung der erwarteten Zahlungsströme im Besicherungsportfolio	79
5.3.2 Ableitung der Zahlungsströme der ABS-Tranchen ...	83
5.3.3 Risikoadjustierte Diskontierung der Zahlungsströme der ABS-Tranchen	84
5.4 Zusammenfassung	84

Kapitel 6

Aufsichtsrechtliche Behandlung von Verbriefungen	85
6.1 Einleitung	85
6.2 Verbriefungstransaktionen im Sinne des KWG	87
6.3 Bedingungen für die Eigenkapitalentlastung aus der Sicht eines Originators	89
6.3.1 Spezifikation des verbrieften Portfolios und der Originatoreigenschaft	89
6.3.2 Wesentlicher und wirksamer Risikotransfer	90
6.3.3 Sonstige Einflussfaktoren auf die Eigenkapital- entlastung und -unterlegung beim Originator	95
6.3.4 Auswirkungen einer impliziten Unterstützung	96

6.4	Aufsichtsrechtliche Behandlung von Verbriefungspositionen aus der Sicht eines Investors.	97
6.4.1	Behandlung von Verbriefungspositionen im KSA	98
6.4.2	Behandlung von Verbriefungspositionen im IRBA . . .	100
6.4.3	Weitere Pflichten für den Investor in einer Verbriefung.	104
6.5	Zusammenfassung	105
Kapitel 7		
Steuerliche Aspekte bei Asset-Backed-Securities-Finanzierungen		
7.1	Einleitung	107
7.2	Steuerliche Implikationen von ABS-Transaktionen.	107
7.2.1	Vorbemerkung	107
7.2.2	Einkommen- und Körperschaftsteuer	108
7.2.3	Gewerbsteuer	111
7.2.4	Umsatzsteuer	114
7.3	Zusammenfassung.	119
Kapitel 8		
Rechtliche Aspekte bei Verbriefungen in Deutschland		
8.1	Überblick über die wesentlichen Verträge.	121
8.2	Rechtliche Aspekte	125
8.2.1	Synthetische Verbriefungen.	126
8.2.2	True-Sale-Transaktionen.	132
Glossar.		141

Kapitel 1

Der deutsche Verbriefungsmarkt – Strukturen und Entwicklungen

von Melanie Bresser, Nikolay Delchev, Borislav Goranov und Annike von Slupetzki

1.1 Einleitung

In einem Umfeld großer Risikosensitivität der Finanzinstitute und Investoren steigt die Bedeutung des Risikomanagements. Dazu zählen u. a. die richtige Struktur der Finanzmittel und die adäquate Liquiditätsbeschaffung. Bei der Entscheidung für eine Finanzierungslösung stehen auch weitere Ziele des Unternehmens, wie Bilanzentlastung oder Verbesserung der Unternehmensbonität, im Fokus. Für viele Finanzinstitute ist in diesem Kontext auch eine Reduzierung des regulatorischen Kapitals von Interesse. Ein Instrument, das eine flexible und effiziente Struktur zur Umsetzung dieser Ziele bietet, ist die Verbriefung.

Eine Verbriefung wandelt die nicht handelbaren Forderungsbestände einer Bank oder eines Unternehmens in kapitalmarktfähige Wertpapiere um. Prinzipiell erfolgt dies entweder synthetisch oder durch einen tatsächlichen Verkauf der Forderungen („True Sale“). Bei den synthetischen Verbriefungen wird das Risiko der zugrunde liegende Forderungen mit Hilfe von Kreditderivaten, wie Credit Default Swaps („CDS“) oder Garantien auf Dritte übertragen. Dagegen wird bei True-Sale-Transaktionen nicht nur das Risiko, sondern vielmehr die Forderungen selbst rechtlich auf eine für diesen Zweck gegründete Zweckgesellschaft (Special Purpose Entity; „SPE“) übertragen. Diese Übertragung wird anschließend durch die Emission von Wertpapieren, die meist in Tranchen mit unterschiedlichem Risikogehalt aufgeteilt sind, refinanziert.

Beide Verbriefungsarten charakterisieren sich durch ein hohes Maß an Flexibilität und Effizienz. Mit Hilfe unterschiedlicher Ausgestaltung und Struktur können verschiedene Ziele erreicht werden. Da die adäquate Risikosteuerung und die ausreichende Ausstattung mit Liquidität primäre Problemstellungen von Industrie- und Handelsunternehmen sind, ist für sie ein tatsächlicher Forderungsverkauf grundsätzlich von höherem Interesse. Finanzinstitute verwenden beide Finanzierungs-

formen in Abhängigkeit von ihrer Zielsetzung. Traditionelle Gründe für Verbriefung bei den Finanzinstituten sind die Diversifikation des Portfolios und die Eigenkapitalentlastung. Der regulatorische Anreiz für Verbriefungen ist jedoch mit Einführung von Basel II und den weiteren Änderungen des regulatorischen Umfelds deutlich gesunken.

Durch die Anwendung von verschiedenen internen und externen Kreditverbesserungs-instrumenten kann bei beiden Verbriefungsarten der Risikogehalt der emittierten Wertpapiere bzw. Tranchen gesteuert werden, sodass ggf. „maßgeschneiderte“ Lösungen für die jeweiligen Investoren erreicht werden können. Dieser Vorteil der Verbriefung ist besonders dann von Bedeutung, wenn die Wertpapiere nicht auf dem öffentlichen Kapitalmarkt, sondern privat platziert werden sollen.

Durch ihre Struktur und die damit verbundene Vielzahl von Transaktionsparteien sind Verbriefungstransaktionen komplex. Im Folgenden wird auf die verschiedenen Transaktionsstrukturen näher eingegangen und die Antwort auf die Frage gesucht, was genau sich hinter dem Finanzinstrument Verbriefung verbirgt.

1.2 Konzeption von Verbriefungsstrukturen

1.2.1 Verbriefungsstrukturen nach Art des Risikotransfers

Synthetische Verbriefungsstrukturen

Synthetische und True-Sale-Transaktionen sind als grundsätzliche Strukturvarianten von Verbriefungen zu unterscheiden. Beide Varianten unterscheiden sich in der Art des Risikotransfers. In synthetischen Transaktionen wird das Ausfallrisiko eines Forderungsportfolios (Referenzportfolio) von dem Forderungsinhaber (Originator) für einen festgelegten Zeitraum durch derivative Finanzinstrumente an Dritte (Swap-Vertragspartner und/oder Investoren) übertragen. Da nur die Forderungsrisiken transferiert werden, bleiben die Forderungen selbst im Eigentum und in der Bilanz des Originators. Ferner ist bei synthetischen Verbriefungen die Einschaltung einer SPE im Gegensatz zu True-Sale-Transaktionen nicht zwingend notwendig.

Bei synthetischen Transaktionen lässt sich eine Unterscheidung in „Fully-funded“- , „Partially-funded“- und „Unfunded“-Strukturen vornehmen. Als „fully-funded“ bezeichnet man Strukturen, in denen Ausfallrisiken eines Referenzportfolios vollständig über Credit-Linked Notes auf den Kapitalmarkt übertragen werden. Dagegen werden Strukturen, bei denen eine reine Absicherung über Credit Default Swaps erfolgt, als

„unfunded“ bezeichnet. Werden die Forderungsrisiken sowohl über Credit-Linked Notes als auch über Credit Default Swaps an Investoren transferiert, handelt es sich um eine „Partially-funded“-Struktur.

Im Folgenden wird zur Verdeutlichung des prinzipiellen Aufbaus einer synthetischen Verbriefungstransaktion zunächst eine Fully-funded-Struktur mit Einschaltung einer SPE dargestellt.

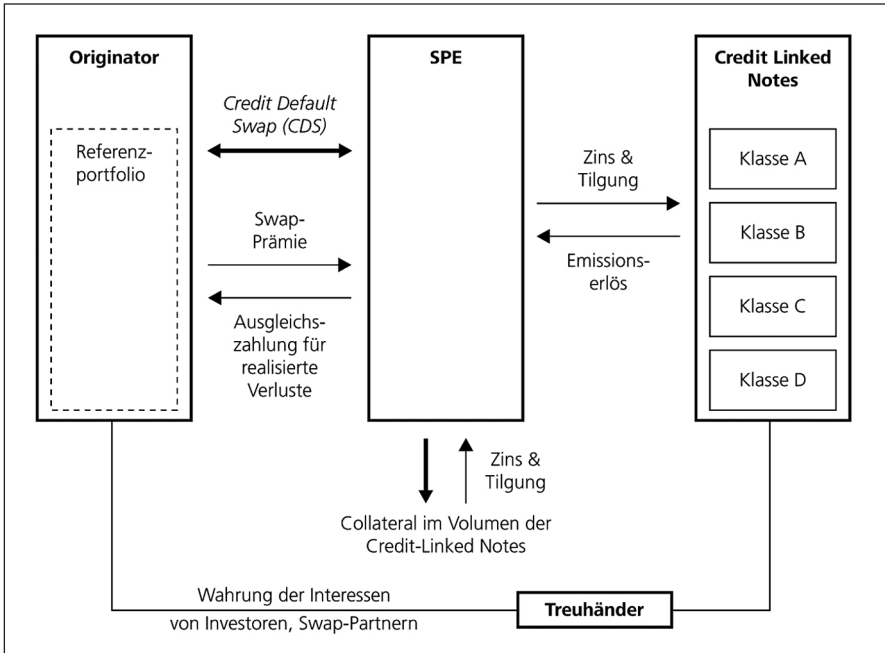


Abb. 1.1: Synthetische Fully-funded-Verbriefungsstruktur mit SPE

Der Originator, beispielsweise eine Bank, verfügt über ein Portfolio von Krediten und steht mit den jeweiligen Kreditnehmern in einem klassischen Kreditverhältnis. Um die mit diesem Portfolio verbundenen Ausfallrisiken zu übertragen, wird zunächst zwischen Originator und einer speziell für diese Transaktion gegründeten Zweckgesellschaft (SPE) ein Credit Default Swap abgeschlossen. Die Forderungen selbst verbleiben im Eigentum des Originators. Dieser übernimmt auch weiterhin die Forderungsverwaltung, sodass die Kundenbeziehung vollständig unberührt bleibt.

Der Originator verpflichtet sich mit dem Abschluss des Swaps gegenüber der SPE zur periodischen Zahlung einer Swap-Prämie. Diese wird, unter anderem basierend auf dem ausstehenden Volumen des Referenzportfolios, in regelmäßigen Abständen berechnet. Bei Eintritt eines

vertraglich definierten Kreditereignisses (Credit Event) bei einem Kredit und einem nach Abschluss des Verwertungsprozesses von Sicherheiten gegebenenfalls verbleibenden Verlust (Realised Loss) ist die SPE dazu verpflichtet, eine Ausgleichszahlung an den Originator zu leisten.

Das Ausfallrisiko verbleibt jedoch nicht bei der SPE. Es wird strukturiert, tranchiert und von der SPE an den Kapitalmarkt transferiert. Die Weitergabe des Risikos an den Kapitalmarkt wird durch die Emission und den Verkauf von verschiedenen Klassen von Credit-Linked Notes erreicht. Der Emissionserlös der begebenen Klassen wird im Regelfall in Wertpapiere erstklassiger Qualität angelegt (Collateral). Diese Wertpapiere dienen als Sicherheit für die Ausgleichsansprüche des Originators gegenüber der SPE für Zahlungsausfälle im verbrieften Portfolio sowie für die Ansprüche der Inhaber der Asset-Backed Securities gegenüber der SPE. Die einzelnen Klassen der Credit-Linked Notes stehen in der Regel in einem vertraglich festgelegten Subordinationsverhältnis zueinander. Das bedeutet, dass bei Kreditausfällen zunächst die niedrigstrangige Klasse betroffen ist und die Investoren dieser Klasse die Verluste zu tragen haben (umgekehrtes Wasserfallprinzip).¹ Als Folge verringert sich die Rückzahlungsverpflichtung der SPE an diese Investoren in dem Umfang der Realised Losses. Erst wenn die Kreditausfälle die unterste Klasse übersteigen und aufgebraucht haben, trägt die nächsthöhere Klasse anfallende Verluste. Damit stellen die unteren Klassen für die höherrangigen Klassen einen Risikopuffer dar. Nachrangige Klassen werden als Mezzanine, Subordinated oder Junior bezeichnet. Die unterste Klasse stellt das sogenannte First Loss Piece dar.

Die verschiedenen Risikoprofile der einzelnen Klassen spiegeln sich sowohl in deren Rating als auch in der Höhe der Zinsraten wider. Beispielsweise erhält die höchstrangige Klasse (Senior) in der Regel ein erstklassiges Rating. Entsprechend der geringen Risikoausstattung liegt die Verzinsung dieser Klasse jedoch unter der Verzinsung der nachrangigen Klassen.

Die Rückzahlung der Notes erfolgt meist umgekehrt zur Verlustzuweisung nach dem Wasserfallprinzip. Nach diesem Prinzip wird die höchstrangige Noteklasse zuerst zurückgezahlt. Anschließend erfolgt sukzessiv die Rückzahlung der im Rang darauf folgenden Klassen. Die Höhe der jeweiligen Rückzahlung ist in der Regel abhängig von den Tilgungen der einzelnen Kredite des Referenzportfolios. Die notwendigen Zahlungszuflüsse für die Bedienung der Zins- und Tilgungszahlungen der Notes erhält die SPE aus der periodischen Swap-Prämie und aus der Anlage der Emissionserlöse in das Collateral.

¹ In der Abbildung 1.2 ist die niedrigstrangige Klasse die Klasse D.

Wird das Kreditrisiko nicht nur über Credit-Linked Notes, sondern auch mithilfe von Swaps auf den Kapitalmarkt übertragen, handelt es sich um eine Partially-funded-Struktur. Gute Beispiele für diesen Strukturtyp sind die Verbriefungstransaktionen auf Basis der Verbriefungsplattformen PROMISE und PROVIDE der Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW). Durch ein hohes Maß an Standardisierung wurde hier u. a. eine signifikante Senkung der Transaktionskosten erzielt. Das PROMISE-Verbriefungsprogramm wurde speziell für die Verbriefung von Mittelstandskrediten konzipiert, das PROVIDE-Programm dient der Verbriefung von privaten durch Hypotheken besicherten Wohnungsbauarlehen.

Im Folgenden wird zur Verdeutlichung der prinzipielle Aufbau einer synthetischen Partially-funded-Struktur mit Einschaltung einer SPE dargestellt.

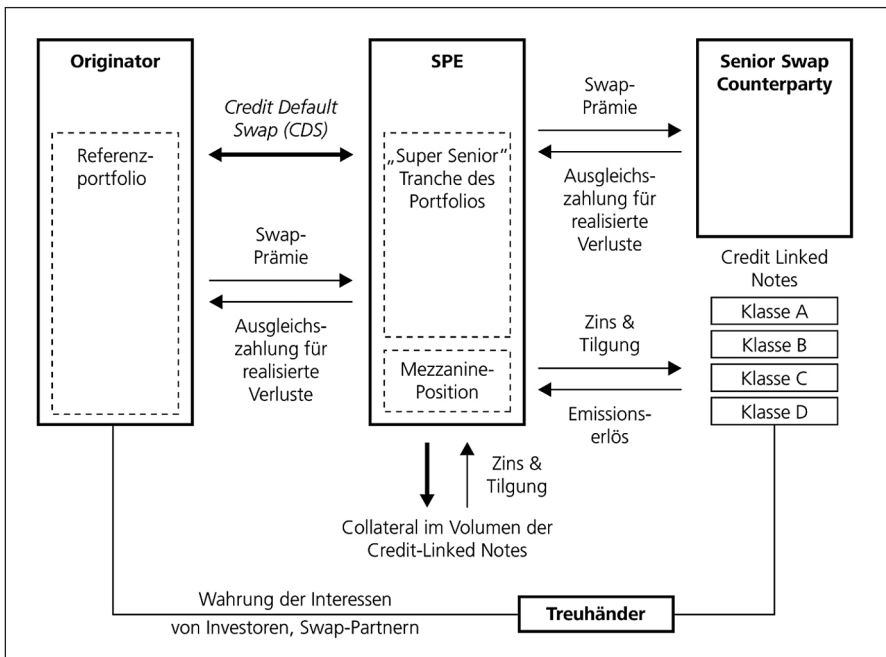


Abb. 1.2: Synthetische Partially-funded-Verbriefungsstruktur mit SPE

Der Originator überträgt auch in diesem Strukturtyp das Kreditrisiko des Portfolios mithilfe eines Credit Default Swaps (ggf. Garantie) gegen Zahlung einer entsprechenden Prämie. Ähnlich wie bei den Fully-funded-Strukturen schließt die Bank einen Credit Default Swap mit der SPE (Bank Swap) ab.

Die SPE selbst gibt das durch den Swap übernommene Risiko zum einen dadurch weiter, dass ein Senior CDS abgeschlossen wird und zum anderen durch die Emission von Credit-Linked Notes. Damit übernimmt eine Senior Swap Counterparty die Risiken der höchstrangigen Tranche, auf die mit einem durchschnittlichen Anteil von ca. 80–90% der größte Anteil des Transaktionsvolumens entfällt. Entsprechend der geringen Risikoausstattung ist die zu zahlende Prämie auf das große Volumen des Senior CDS sehr gering.

Das Risiko der Mezzanine-Position wird ebenso wie bei Fully-funded-Strukturen in unterschiedliche Tranchen eingeteilt, auf deren Grundlage die SPE Credit-Linked Notes („CLN“) emittiert. Der Emissionserlös der begebenen Klassen wird analog zu den Fully-funded-Strukturen in Wertpapiere erstklassiger Qualität angelegt (Collateral), die als Sicherheit dienen. Die Rückzahlung der CLNs ist von der Entwicklung des zugrundeliegenden Referenzportfolios abhängig. Ferner verwendet die SPE die Zins- und Tilgungszahlungen aus dem Collateral zur Erfüllung der Zins- und Tilgungsverpflichtungen gegenüber den CLN-Investoren.

Der in synthetischen Transaktionen eingeschaltete Transaktions-Treuhänder handelt im Interesse der Investoren und der Swap-Partner. Beispielsweise verifiziert der Treuhänder die Festsetzung und Allokation jedes realisierten Verlusts, der in Bezug auf eine in dem Portfolio enthaltene Forderung aufgetreten ist und der entsprechenden Absicherungsposition zugewiesen werden soll.

True-Sale-Verbriefungsstrukturen

Beim True Sale, welcher oft auch als echter Forderungsverkauf bezeichnet wird, werden nicht nur Forderungsrisiken, sondern die betroffenen Forderungen selbst an die allein dafür gegründete Zweckgesellschaft² veräußert und übertragen. Damit werden diese größtenteils aus der Bilanz des Kreditinstituts eliminiert, sofern bestimmte handelsrechtliche Voraussetzungen erfüllt sind. Diese Bilanzentlastung ermöglicht eine Gewinnung von Liquidität zu in der Regel günstigen Konditionen³, die bspw. zur Finanzierung von Investitionsvorhaben oder zur Ablösung von Fremdkapital verwendet werden und damit die Rentabilität des Unternehmens erhöhen kann.

Die genauen Voraussetzungen für die Ausbuchung der Forderungen sind von den jeweils anzuwendenden Rechnungslegungsvorschriften

² Die Zweckgesellschaft ist nur mit einer Mindesteinlage kapitalisiert und insolvenzfest ausgestaltet.

³ Die Refinanzierungskosten hängen nicht von dem Rating des Forderungsverkäufers, sondern von dem Rating der jeweiligen Transaktion ab.

abhängig, auf die in den folgenden Kapiteln dieses Buches noch näher eingegangen wird. Die Grundstruktur einer True-Sale-Verbriefung gestaltet sich wie folgt:

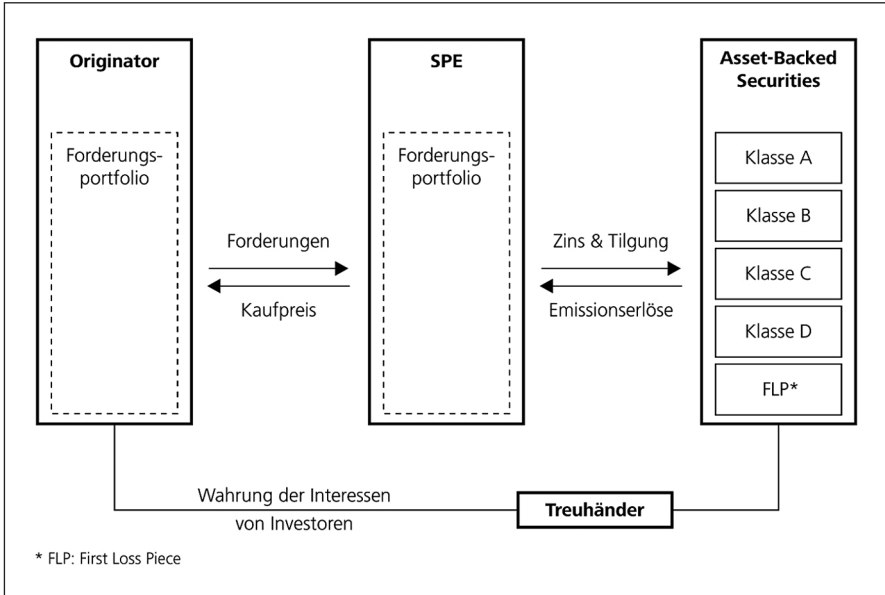


Abb. 1.3: Grundstruktur von True-Sale-Transaktionen

Für Unternehmen ermöglicht die True-Sale-Verbriefung eine Verbesserung des eigenen Verschuldungsgrades sowie der Eigenkapitalquote, wenn die im Rahmen des True Sale gewonnene Liquidität zur Rückführung von Verbindlichkeiten genutzt wird (Bilanzverkürzung). In der Konsequenz kann damit ggf. eine höhere Bonitätseinstufung und damit möglicherweise eine Verbesserung anderer Kreditkonditionen erreicht werden.

Dabei verkauft ein Unternehmen ein Forderungsportfolio mit den dazugehörigen Sicherheiten an eine Zweckgesellschaft und erhält dafür im Gegenzug den entsprechenden Kaufpreis. Das Servicing der Forderungen verbleibt in der Regel weiterhin beim Forderungsverkäufer. Zur Finanzierung des Forderungskaufs emittiert die Zweckgesellschaft Asset Backed Securities. Die Rückzahlung dieser Papiere erfolgt nach dem so genannten Wasserfall-Prinzip. Dieses Prinzip sieht vor, dass den Investoren sowohl die eingehenden Zahlungen aus dem zugrunde liegenden Forderungsportfolio als auch eventuelle Verluste aus Forderungsausfällen gemäß einer festen Reihenfolge zugewiesen werden. So werden die eingehenden Zahlungen i. d. R. zuerst der vertraglich

bestimmten höchstrangigen Wertpapiertranche und danach den jeweils im Rang darauf folgenden Tranchen zugewiesen. Die Verlustzuweisung folgt demgegenüber einem umgekehrten Wasserfall, sodass entstehende Verluste zuerst den nachrangigsten und daran anschließend den jeweils nächsthöherangigen Notes zugewiesen werden. Aus dieser Konstruktion ergeben sich unterschiedliche Risikoprofile für die einzelnen Wertpapiertranchen. Diese Risikoprofile begründen, zusammen mit anderen Faktoren wie z. B. weiteren in der Struktur vorgesehenen Kreditverbesserungsinstrumenten, das Rating der jeweiligen Tranche.

Zur Förderung des deutschen Verbriefungsmarktes wurde im Jahr 2003 von 13 deutschen Banken die True-Sale-Initiative gegründet. Diese Initiative hat sich zum Ziel gesetzt, die Rahmenbedingungen für True-Sale-Verbriefungen in Deutschland zu verbessern, eine entsprechende Infrastruktur mit deutschen Zweckgesellschaften zur Verfügung zu stellen und durch die True Sale International GmbH (TSI GmbH) die Qualität von True-Sale-Verbriefungen durch die Zertifizierung von Transaktionen zu erhöhen. Dafür sind bestimmte Qualitätsanforderungen hinsichtlich der Transaktionsstruktur, des Aufbaus des Offering Circular u. a. einzuhalten.⁴

Obwohl sich bei True-Sale-Transaktionen das Problem der Informationsasymmetrie zwischen Originator und Investor ebenso stellt wie bei synthetischen Strukturen, hat sich Einschaltung eines Transaktionsstreuhandlers bei True-Sale-Transaktionen – abgesehen von einigen Ausnahmen – bis jetzt noch nicht nachhaltig etabliert.

1.2.2 Verbriefungsstrukturen nach Forderungsart

Das Risiko, das entweder synthetisch oder im Wege eines True Sale auf den Kapitalmarkt übertragen wird, hängt im Wesentlichen von der Art und Zusammensetzung der zu verbriefenden Forderungen ab. Die Bezeichnung der emittierten Wertpapiere (ABS im weiteren Sinne) untergliedert sich je nach den zugrunde liegenden Forderungen in Asset-Backed Securities (ABS im engeren Sinne), Mortgage-Backed Securities (MBS) und Collateralized Debt Obligations (CDO). Die jeweils zugrunde liegenden Forderungsarten ergeben sich aus der folgenden Übersicht.

Darüber hinaus ist die Verbriefung von Betriebsvermögen, zukünftigen Forderungen oder zukünftigen Einnahmen eines bestimmten Unternehmens(-zweigs) möglich. Diese Verbriefungen werden als Whole

⁴ Vgl. True Sale International (2011): <http://www.tsi-gmbh.de/leistungen/zertifizierung/certifiedbytsi.html>.

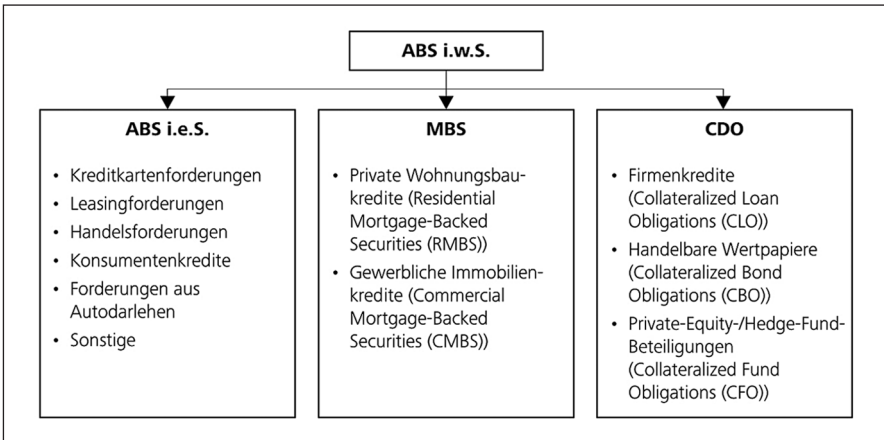


Abb. 1.4: Verbriefungsstrukturen nach Forderungsart

Business Securitisations bezeichnet und erfordern insbesondere die Generierung eines stabilen Cashflows. Im Gegensatz zu anderen europäischen Ländern wurde diese Art der Verbriefung in Deutschland aufgrund der Komplexität der rechtlichen Rahmenbedingungen bisher kaum durchgeführt.

Grundsätzlich können alle Forderungen innerhalb dieser Kategorien verbrieft werden. Um für eine Verbriefung jedoch geeignet zu sein und die rechtliche Umsetzbarkeit einer Verbriefung sicherzustellen, müssen die Forderungen bestimmte Eigenschaften erfüllen, wie z. B. die Separierbarkeit der zu verbrieften Forderungen von den nicht verbrieften Forderungen des Originators. Im Falle eines True Sale ist darüber hinaus die Abtretbarkeit der Forderungen entscheidend. Aus ökonomischen Gründen sollten die Forderungen zudem geografisch, branchen- und größenmäßig breit gestreut sein und eine konstant niedrige Quote für ausfallende bzw. nicht termingerechte Zahlungen aufweisen.

Je geringer die Diversifikation innerhalb des Portfolios und/oder die Qualität der entsprechenden Forderungen ist, desto bedeutender wird die Implementierung von Kreditverbesserungsinstrumenten (Credit Enhancements) in der Verbriefungsstruktur, damit eine Mindestbonität zur Platzierung der Wertpapiere erreicht wird. Diese Maßnahmen verbessern die Bonitätseinschätzung der emittierten Wertpapiere. Die Besicherung kann dabei sowohl intern, d. h. durch den Originator selbst oder durch eine bestimmte Ausgestaltung der Verbriefungsstruktur, als auch extern durch Drittparteien erfolgen. Für die interne Besicherung stehen folgende Instrumente zur Verfügung:

- Overcollateralisation (wirtschaftliche Übersicherung, wobei das Volumen des zugrunde liegenden Besicherungsportfolios den Nominalwert der emittierten Wertpapiere übersteigt)
- Subordination (Unterteilung der emittierten Wertpapiere in qualitativ unterschiedliche Tranchen, die in einem Nachrangigkeitsverhältnis zueinander stehen, bei denen die unteren Tranchen eine zusätzliche Risikoabsicherung für die oberen Tranchen bereitstellen und die Verzinsung der Tranchen dabei in Abhängigkeit von der Risikoübernahme erfolgt)
- Spread Account (Reservefonds aus Zahlungsüberschüssen nach Abzug der Zahlungen an Investoren und sonstiger Transaktionskosten. Der verbleibende Restbetrag, auch Excess Spread genannt, kann zum Ausgleich von Forderungsausfällen verwendet werden)
- Cash Collateral Account oder Reservekonto (an die Zweckgesellschaft verpfändete Geldeinlagen des Originators zur Deckung eventueller Forderungsausfälle)

Externe Kreditverbesserungsinstrumente werden gegen Zahlung einer entsprechenden Prämie durch Kreditinstitute und Versicherungen, z. B. auch auf strukturierte Finanzprodukte spezialisierte Monoliner, bereitgestellt. Dafür kommen folgende Instrumente in Betracht:

- Standby Letter of Credit (Bankgarantie für eine fristgerechte Bedienung der Wertpapiere entweder zum vollen Betrag oder bis zu einem bestimmten Prozentsatz)
- Kreditversicherungen (Absicherung des Forderungsausgleichs durch Abschluss entsprechender Kreditversicherungen)
- Financial Guaranty Insurance (vertraglich bestimmte Bürgschaften und Finanzgarantien von Versicherungen zugunsten der Zweckgesellschaft)

1.2.3 Verbriefungsstrukturen nach Laufzeit

Je nach Laufzeit der emittierten Wertpapiere sind Term-Transaktionen von Asset-Backed-Commercial-Paper-Programmen (ABCP-Programme) zu unterscheiden. Term-Transaktionen sind langfristig ausgelegt und weisen Laufzeiten von mindestens zwei Jahren auf. Aufgrund dessen werden die entsprechenden Wertpapiere mit einem langfristigen Rating durch die Ratingagenturen ausgezeichnet. Dieses Rating wird maßgeblich durch das zugrunde liegende Forderungsportfolio und die Struktur der Transaktion bestimmt. Von der Bonität des Originators ist es weitgehend unabhängig, sodass sich grundsätzlich auch ungeratete Gesellschaften zu günstigen Konditionen über den Kapitalmarkt refinanzieren können.