

Universität Bayreuth
Rechts- und Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät
Lehrstuhl für Betriebswirtschaftslehre
– Finanzwirtschaft und Bankbetriebslehre –
Prof. Dr. Klaus Schäfer

Diplomarbeit

zur Erlangung des Grades
Diplom-Kaufmann
an der Universität Bayreuth

Zertifizierung von Verbriefungstransaktionen durch die TSI

Vorgelegt von: Waldvogel, Felix
Hölderlin Anlage 1
95447 Bayreuth
f.waldvogel@gmx.de

am: 14.02.2008

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis.....	III
Abbildungsverzeichnis.....	VI
Tabellenverzeichnis.....	VIII
1 Einleitung.....	1
1.1 Problemstellung	1
1.2 Gang der Untersuchung.....	3
2 Verbriefungstransaktionen und der deutsche Verbriefungsmarkt .5	5
2.1 Grundlegende Darstellung von Verbriefungen	5
2.1.1 Definition der Verbriefung im Kontext von Asset Backed Securities	5
2.1.2 Cashflow Management	8
2.1.3 An Verbriefungstransaktionen beteiligte Parteien	9
2.2 Beurteilung und Bestandaufnahme von Verbriefungen.....	13
2.2.1 Motive, Vor- und Nachteile von Verbriefungen.....	13
2.2.2 Informationsasymmetrien.....	18
2.3 Der deutsche Verbriefungsmarkt.....	20
2.3.1 Rahmenbedingungen und Status quo.....	20
2.3.2 Die True Sale International	26
3 Zertifizierung von Verbriefungstransaktionen.....	30
3.1 Definition und Einführung in die Zertifizierung.....	30
3.2 Zertifizierungsvoraussetzungen für Verbriefungstransaktionen ..	32
3.2.1 Existenz einer Seniortranche	33
3.2.2 Nutzung der Verbriefungsplattform der TSI	37
3.2.2.1 Assetklassen und deren Charakteristika	37
3.2.2.2 Stiftungslösung.....	41
3.2.2.3 Deutsche Zweckgesellschaft.....	43
3.2.3 Informationsmemorandum	46
3.2.3.1 Aufbau.....	46
3.2.3.2 Veröffentlichungspflichten	49
3.2.4 Zulassung zum Börsenhandel.....	53
3.2.5 Investorenreporting	55
3.2.5.1 Bedeutung als Informationsquelle	55
3.2.5.2 Veröffentlichungspflichten	57
3.2.6 Market Making Agreement.....	59
3.3 Zertifizierte Transaktionen.....	60

4 Vergleich von zertifizierten mit nicht zertifizierten Transaktionen sowie Bewertung der Zertifizierung	65
4.1 Möglichkeit und Grenzen einer Bewertung	65
4.2 Privat platzierte Transaktionen.....	66
4.3 Öffentlich platzierte Transaktionen.....	67
4.3.1 Informationsmemorandum	67
4.3.2 Investorenreporting	69
4.3.2.1 Darstellung und Bewertung nationaler und internationaler Reportingstandards	69
4.3.2.2 Beurteilung des Reportings durch Fitch	74
4.3.3 Sekundärmarktliquidität	79
4.3.3.1 Standardisierung, Börsenhandel und Market Making.....	79
4.3.3.2 Liquiditätsbewertung von Asset Backed Securities durch den iBoxx EUR ABS 50 Index	82
4.3.4 Notenbankfähigkeit von Asset Backed Securities	84
4.4 Anmerkung zu den sonstigen Aspekten der Zertifizierung	86
5 Zusammenfassung	91
Anhang.....	95
Literaturverzeichnis	118
Gesprächsverzeichnis	148
Webseitenverzeichnis.....	149
Verzeichnis der Gesetze, Rechtsverordnungen, Rechtssprechung und Verwaltungsanweisungen.....	154

Abkürzungsverzeichnis

ABCP	Asset Backed Commercial Paper
ABS	Asset Backed Securities
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BAKred	Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen
BAV	Bundesaufsichtsamt für das Versicherungswesen
BFuP	Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGH	Bundesgerichtshof
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BörsG	Börsengesetz
BörsO	Börsenordnung
BörsZulV	Börsenzulassungsverordnung
CBO	Collateralized Bond Obligation
CDO	Collateral Debt Obligation
CDU	Christlich Demokratische Union Deutschlands
CFS	Center for Financial Studies
CLO	Collateralized Loan Obligation
CMBS	Commercial Mortgage Backed Securities
CSP	Corporate Service Provider
DBRS	Dominion Bond Rating Service
DBW	Die Betriebswirtschaft
DIN	Deutsches Institut für Normung
DPMA	Deutsches Patent- und Markenamt
EBS	European Business School
ECAF	Eurosystem Credit Assessment Framework
ECAI	External Credit Assessment Institution
ESF	European Securitisation Forum
EU	Europäische Union
EURIBOR	Euro Interbank Offered Rate
EWR	Europäischer Wirtschaftsraum
EWS	Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht

EZB	Europäische Zentralbank
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
FB	Finanz Betrieb
Fitch	Duff and Phelps and Fitch Investors Service, Inc.
FLP	First Loss Piece
FWB	Frankfurter Wertpapierbörse
GewStDV	Gewerbesteuer-Durchführungsverordnung
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer
IfM	Institut für Mittelstandsforschung Bonn
IFSRA	Irish Financial Services Regulation Authority
IIC	International Index Company Limited
IRG	Issuer Report Grade
ISE	Irish Stock Exchange Limited
ISIN	International Securities Identification Number
KfW	Kreditanstalt für Wiederaufbau
KKB	Kundenkreditbank
KStG	Körperschaftsteuergesetz
KWG	Kreditwesengesetz
LMU	Ludwig-Maximilians-Universität
LSE	Luxembourg Stock Exchange
Ltd.	Limited Company
LTV	Loan-to-Value
MBS	Mortgage Backed Securities
MEAG	MUNICH ERGO AssetManagement
MFEG	Mortgage Funding Expert Group
MiFid	Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente
Mio.	Millionen
Moody's	Moody's Investor Service
NPL	Non-Performing-Loan
OECD	Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung

OeNB	Österreichische Nationalbank
PfandBG	Pfandbriefgesetz
Promise	Promotional Mittelstand Loan Securitisation
Provide	Provide-Residential Mortgage Securitisation
PwC	PricewaterhouseCoopers
RCL	Revolving Corporate Loans
RMBS	Residential Mortgage Backed Securities
S&P	Standard & Poor's Corporation
SEC	United States Securities and Exchange Commission
SME	Small and medium sized enterprises
SolvV	Solvabilitätsverordnung
SPD	Sozialdemokratische Partei Deutschlands
SPV	Special Purpose Vehicle
TSI	True Sale International
VDH	Verband deutscher Hypothekenbanken
vdp	Verband deutscher Pfandbriefbanken
VerkProspG	Wertpapier-Verkaufsprospektgesetz
VO	Verordnung
VW	Volkswagen
WIB	Westdeutsche ImmobilienBank
WiSt	Wirtschaftswissenschaftliches Studium
WM	Wertpapier – Mitteilungen
WPg	Die Wirtschaftsprüfung
WpPG	Wertpapierprospektgesetz
zbf	Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung
ZfgK	Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschafts- recht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht und Insolvenzpraxis

Abbildungsverzeichnis

Abb. 1:	Typologie von ABS nach zugrunde liegendem Referenzportfolio	6
Abb. 2:	Verbriefungstransaktionsbeteiligte	9
Abb. 3:	Transaktionsstruktur einer True-Sale-Verbriefung.....	13
Abb. 4:	Bilanzielle Betrachtung einer ABS-Transaktion beim Forderungsverkäufer - Bilanzstrukturmanagement	14
Abb. 5:	Risikotransfervolumen und Anzahl deutscher ABS-Transaktionen.....	24
Abb. 6:	Prozentuale Aufteilung des Risikotransfervolumens auf True-Sale- und synthetische Verbriefung.....	25
Abb. 7:	Logo, das bei erfolgreicher Zertifizierung der Seniortranche verwendet werden darf	31
Abb. 8:	Kombinierbare Elemente des Credit Enhancement.....	36
Abb. 9:	Gründungsprozess und Prozess der Zustiftung	44
Abb. 10:	Aufbau der TSI-Verbriefungsplattform.....	46
Abb. 11:	Volumina der durch die TSI zertifizierten Tranchen und der dazugehörigen Transaktionen	64
Abb. 12:	Notenbankfähigkeit von ABS.....	84
Abb. 13:	Aufschlüsselung der Ratingsymbole für das langfristige Emissionsrating von S&P, Moody's und Fitch	96
Abb. 14:	Logo der TSI.....	96
Abb. 15:	Logo der TSI Services.....	96
Abb. 16:	Fitch's IRG Transaktionen und durchschnittliche Bewertung für europäische ABS-, CMBS- und RMBS-Transaktionen nach Transaktionsanzahl.....	99
Abb. 17:	Fitch's IRG Transaktionen und durchschnittliche Bewertung für europäische ABS-, CMBS- und RMBS-Transaktionen nach Assetklassen	99
Abb. 18:	Fitch's IRG Transaktionen und durchschnittliche Bewertung für europäische ABS-, CMBS-, RMBS- und SME CDO-Transaktionen nach Transaktionsanzahl.....	100
Abb. 19:	Fitch's IRG Transaktionen und durchschnittliche Bewertung für europäische ABS-, CMBS-, RMBS- und SME CDO-Transaktionen nach Assetklassen.....	100
Abb. 20:	Fitch's IRG Transaktionen und durchschnittliche Bewertung für deutsche ABS-, CMBS- und RMBS-Transaktionen nach Transaktionsanzahl	101

Abb. 21:	Fitch's IRG Transaktionen und durchschnittliche Bewertung für deutsche ABS-, CMBS- und RMBS-Transaktionen nach Assetklassen	101
Abb. 22:	Fitch's IRG Transaktionen und durchschnittliche Bewertung für deutsche ABS-, CMBS-, RMBS- und SME CDO-Transaktionen nach Transaktionsanzahl.....	102
Abb. 23:	Fitch's IRG Transaktionen und durchschnittliche Bewertung für deutsche ABS-, CMBS-, RMBS- und SME CDO-Transaktionen nach Assetklassen.....	102

Tabellenverzeichnis

Tab. 1:	Vergleich zwischen True-Sale- und synthetischer Verbriefung	18
Tab. 2:	Zertifizierungsvoraussetzungen.....	32
Tab. 3:	Vorgeschlagener Aufbau des Informations-Memorandums	47
Tab. 4:	Mindestangaben für das Registrierungsformular für durch Vermögenswerte unterlegte Wertpapiere („asset backed securities“/ABS) (Schema)	49
Tab. 5:	Mindestangaben für durch Vermögenswerte unterlegte Wertpapiere („asset backed securities“/ABS) (Zusätzliches Modul)	50
Tab. 6:	Mindestangaben für das Registrierungsformular für Schuldtitel und derivative Wertpapiere (Schema) (Schuldtitel und derivative Wertpapiere mit einer Mindeststückelung von EUR 50 000).....	50
Tab. 7:	Zusammenfassung wichtiger Daten zu allen Transaktionen, deren Seniortranche durch die TSI zertifiziert wurde.....	62
Tab. 8:	Aufschlüsselung der Beurteilungssymbole.	75
Tab. 9:	Überblick über das Bewertungssystem für die Fitch IRG	76
Tab. 10:	Durchschnittliche Ergebnisse der Berechnung des IRG.....	77
Tab. 11:	Überblick über Anzahl und Volumina von über die TSI abgewickelten SPVs, Stand Oktober 2007.....	103
Tab. 12:	Reportinganforderung für CLO, CMBS, RMBS, CL.....	109
Tab. 13:	Australian Securitisation Forum: Post-Issuance Reporting Standards für australische RMBS-Transaktionen.....	110
Tab. 14:	iBoxx EUR ABS 50: Kriterien und Ausprägungen	111
Tab. 15:	Für geldpolitische Geschäfte des Eurosystems zugelassene Sicherheiten	112

1 Einleitung

1.1 Problemstellung

Asset Backed Securities (ABS) und Kreditderivate haben sich in den letzten Jahren zunehmend als moderne Formen des Transfers von Kreditrisiken etabliert.¹ Dennoch kann im ABS-Geschäft bis dato von Transparenz kaum die Rede sein.² So verwundert es nicht, dass als wesentliche Ursachen der Subprime-Krise, neben nachlässigen Kreditvergaberegeln und einer mangelnden Due Diligence vonseiten der Investoren,³ Informationsasymmetrien und fehlende Transparenz genannt werden.⁴ Die Kredit-Krise, die im Jahr 2007 die internationalen Finanzmärkte erschütterte, war vom Zusammenbruch der ABS-Märkte im vergangenen Herbst geprägt.⁵ Im Zuge der Krise kann nun beobachtet werden, dass die Transparenzanforderungen der Investoren im Geschäft mit ABS steigen.⁶ Ein Mehr an Transparenz kann verloren gegangenes Vertrauen im Verbriefungsmarkt wiederherstellen sowie die Stabilität des Banken- und Finanzsystems fördern, zu der entwickelte und liquide Kreditrisikotransfermärkte einen Beitrag leisten.⁷

Bei den ersten Forderungen, die verbrieft wurden, handelte es sich um private Hypothekendarlehen, die 1970 die Grundlage einer Transaktion in den USA bildeten.⁸ Die erste europäische Transaktion dieser Kreditart wurde 1985 in Großbritannien durchgeführt.⁹ Obwohl auch am deutschen Kapitalmarkt in der Vergangenheit immer häufiger Kreditrisiken platziert wurden,¹⁰ ist bislang erst ein kleiner Teil dieser Risiken hierzulande

¹ Vgl. Watrin/Struffert (2007), S. 29; Hommel/Reichert (2007b), S. 1142.

² Vgl. Siems (2007), S. 55; Rudolph (2007), S. 12.

³ Vgl. Wittkowski (2007), S. 39; Gespräch mit Herrn Bechtold am 06.12.2007, Frage 1.

⁴ Vgl. Hommel/Reichert (2007b), S. 1142; o.V. (2007), Securitisation, S. 77.

⁵ Vgl. Cünnen (2008), S. 28, der Zusammenbruch des Marktes wurde durch die vermehrten Ausfälle von US-Hypothekendarlehen schlechterer Bonität (Subprime) ausgelöst, die teilweise durch ABS verbrieft worden waren.

⁶ Vgl. Frühauf (2007a), S. 36; Rettberg (2007), S. 38.

⁷ Vgl. Deutsche Bundesbank (2004), S. 36, 44-45; Frühauf (2007a), S. 36.

⁸ Vgl. SEC (2005), S. 1508.

⁹ Vgl. MFEG (2006), S. 27. Nach Ohl wurde die erste europäische Emission im Jahr 1987 vorgenommen. Vgl. Ohl (1994), S. 121.

¹⁰ Vgl. Rother (2006), S. 1061.

„mobilisiert“ worden.¹¹ Die Erstemission von ABS in Deutschland datiert auf das Jahr 1990. Hierbei wurden Konsumentenkredite der KKB-Bank verbrieft.¹² Fünf Jahre später folgte die erste deutsche Verbriefung von Hypothekendarlehen durch die Rheinhyp Rheinische Hypothekenbank.¹³ Im Jahr 1996 kam die Volkswagen Leasing mit der erstmaligen Verbriefung von Automobilleasingforderungen in Deutschland auf den Markt.¹⁴ Erst in den letzten Jahren kam es, bei sogenannten True-Sale-Verbriefungen, zu einer stärkeren Belebung des deutschen Verbriefungsmarktes, die nicht zuletzt im Zusammenhang mit der True Sale International (TSI), einer Verbriefungsinitiative mehrerer Banken, zu sehen ist. Das Ziel, den Verbriefungsmarkt zu unterstützen, bzw. die dafür notwendigen Rahmenbedingungen zu schaffen, ist von der CDU und der SPD in den Koalitionsvertrag der aktuellen, 16. Wahlperiode aufgenommen worden.¹⁵

Im Rahmen dieser Arbeit soll der Fragestellung nachgegangen werden, ob eine Zertifizierung von Verbriefungstransaktionen durch die TSI geeignet ist, das Transparenzniveau des Verbriefungsmarkts insgesamt zu erhöhen und dadurch einen positiven Beitrag zur Weiterentwicklung des Marktes zu leisten. Ziel ist es daher, die Zertifizierung von Verbriefungstransaktionen¹⁶ durch die TSI darzustellen und eine Aussage darüber zu treffen, inwieweit die Bedingungen, welche die TSI an die Vergabe von Zertifikaten knüpft, geeignet sind Verbriefungstransaktionen transparenter

¹¹ Vgl. Reich (2005), S. 5. Die Summe der Forderungen seitens der Kreditwirtschaft gegenüber Unternehmen dürften im Jahr 2006 nach Bechtold ca. 900 Mrd. Euro betragen haben. Vgl. Frühauf (2006a), S. 3.

¹² Vgl. Böhmer (1999), S. 178. Mehrheitseigner der KKB war ab 1973 die *First National City Bank of New York*. Die KKB firmierte ab 1991 unter *Citibank Privatkunden* später als *Citi*. Vgl. Citi (2007).

¹³ Vgl. Achleitner (2002), S. 432. Wobei es sich um ein Tochterunternehmen der Commerzbank handelt. Das gesamte Transaktionsvolumen der zwei Tranchen betrug 270,5 Mio. €.

¹⁴ Vgl. Steevens (2004), S. 3. Eine Auflistung der von 1987 bis 1996 durchgeführten, europäischen ABS-Transaktionen, findet sich in Bär (2000), S. 445-455. Für diesen Zeitraum sind drei Transaktionen mit „Asset Nationality“ Germany aufgeführt.

¹⁵ Vgl. Bundesregierung (2005), S. 86.

¹⁶ Es werden im Folgenden alle Transaktionen betrachtet, die bis zum 16.01.2008 emittiert und auf der Webseite der TSI als zertifiziert aufgeführt wurden.

zu gestalten und Informationsasymmetrien abzubauen. Diese Asymmetrien treten bei einer Verbriefung insbesondere zwischen dem Originator, Emittent und Investor, auf. Es wird des Weiteren erarbeitet, inwiefern zusätzlicher Nutzen aus einer Zertifizierung der TSI für diese Parteien erwächst.

1.2 Gang der Untersuchung

Zu Beginn des zweiten Kapitels wird eine Definition des Begriffs ABS gegeben. Daran schließt sich eine Deskription grundlegender Charakteristika von Verbriefungstransaktionen an. Der Fokus wird auf die Merkmale gelegt, welche für die Betrachtung der Zertifizierungsbedingungen und einem nachfolgenden Vergleich von zertifizierten mit nicht zertifizierten Transaktionen von besonderer Bedeutung sein werden. Diesbezüglich werden im weiteren Verlauf des zweiten Kapitels die verschiedenen Parteien, die in eine Verbriefungstransaktion involviert sind, dargestellt. Davon ausgehend werden die Motivation zur Durchführung einer Verbriefungstransaktion, deren Zweck sowie Vor- und Nachteile für die wichtigsten Beteiligten skizziert. Anschließend werden die bei einer Verbriefung auftretenden Informationsasymmetrien dargestellt. Ferner wird der deutsche Verbriefungsmarkt, dessen gesetzlichen Rahmenbedingungen und Besonderheiten betrachtet. Abschließend wird die TSI, deren Ziele und Leistungskatalog erörtert.

Im dritten Teil der Arbeit werden, ausgehend von einer Einführung in die Zertifizierung, die Bedingungen, die von der TSI an eine Vergabe ihres Zertifikats geknüpft werden, betrachtet. Darüber hinaus erfolgt eine Darstellung der aus diesen Bedingungen resultierenden Implikationen. So werden neben den Zertifizierungsvoraussetzungen die Besonderheit der Abwicklung von Verbriefungen über deutsche Stiftungen, Spezifika zertifizierbarer Assetklassen sowie rechtliche Aspekte des im Rahmen einer öffentlichen ABS-Emission zu erstellenden Informationsmemorand-

ums¹⁷ aufgeführt und beschrieben. Als Abschluss des dritten Kapitels werden alle Transaktionen, die von der TSI ein Zertifikat erhalten haben, vorgestellt.

Aufbauend darauf findet in Kapitel vier ein Vergleich von zertifizierten mit nicht zertifizierten Transaktionen statt. Es werden zunächst die Möglichkeiten und Probleme dieses Vergleichs dargestellt. Anschließend wird dieser innerhalb der Kategorien privat und öffentlich platzierter Transaktionen vorgenommen. Der Vergleich basiert für öffentlich platzierte Transaktionen auf vorhandenen Marktstandards, einem Index und der Notenbankfähigkeit von ABS. Eine Analyse der Ergebnisse schließt sich dem jeweiligen Vergleich an, um Unterschiede zwischen zertifizierten und nicht zertifizierten Transaktionen zu verdeutlichen. Die derzeitigen Grenzen der Zertifizierung, bspw. bezüglich einer Verringerung von Informationsasymmetrien, werden hierbei aufgezeigt. Ebenso werden Vorschläge für eine Weiterentwicklung des Zertifikats erarbeitet, die als geeignet erscheinen, diese Asymmetrien abzubauen. Im letzten Unterkapitel werden weitergehende Aspekte der Zertifizierung betrachtet und evaluiert, um im Folgenden die kritische Analyse der Vor- und Nachteile des Zertifikats zu Ende führen zu können.

Die Arbeit schließt mit einer strukturierten Zusammenfassung der Ergebnisse ab, die eine Bewertung der Vorteilhaftigkeit der Zertifizierung ermöglicht.

¹⁷ Die Begriffe Prospekt, Offering Circular und Informationsmemorandum finden in dieser Arbeit synonym Verwendung.

2 Verbriefungstransaktionen und der deutsche Verbriefungsmarkt

2.1 Grundlegende Darstellung von Verbriefungen

2.1.1 Definition der Verbriefung im Kontext von Asset Backed Securities

Eine einheitliche Definition des Begriffs Asset Backed Securities¹⁸ lässt sich in der wissenschaftlichen Literatur nicht finden.¹⁹

Werden bestimmte Forderungen (Assets) eines oder mehrerer Unternehmen zu einem Pool gebündelt und dieser an eine rechtlich selbstständige Unternehmung (Zweckgesellschaft)²⁰ übertragen, die Wertpapiere (ABS) begibt, wird dies als ABS-Transaktion bezeichnet.²¹ ABS-Transaktionen werden dem Bereich der Verbriefung von Vermögenswerten zugeordnet,²² und können auf synthetischer oder True-Sale Basis vorgenommen werden.²³

Bei einer *synthetischen Transaktion* werden die dem Forderungspool immanenten Kreditrisiken, nicht jedoch die Forderungen an sich, ganz oder teilweise mittels Kreditderivaten, Garantien oder Wertpapier-Unterlegung übertragen.²⁴ Dies bedeutet, dass die Forderungen in der Bilanz des Originators verbleiben und auch keine Weiterleitung von Zahlungen aus dem Pool an Investoren erfolgt.²⁵ I. d. R. wird die Risiko-

¹⁸ Wörtlich übersetzt „durch Aktiva gedeckte Wertpapiere“.

¹⁹ Vgl. Emse (2005), S. 7-10; Bär (2000), S. 34. Unterschiedliche Definitionen werden auch in Artikel 2 Nr. 5 VO 809/2006 und im Rundschreiben 4/97 des Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen (vgl. BAKred (1997), S. 1821-1822) vorgenommen. Eine Definition mit regulatorischem Hintergrund findet sich in § 226 SolV.

²⁰ Im Folgenden werden die Begriffe Zweckgesellschaft sowie Special Purpose Vehicle (SPV) synonym verwendet.

²¹ Vgl. Schmeisser/Leonhardt (2006), S. 35.

²² Vgl. Piossek/Wölfle (2007), S. 329.

²³ Vgl. Weber (2006), S. 9. Eine Einteilung moderner Kreditrisikotransferinstrumente in *True-Sale-* und *synthetische Verbriefungen* ist in der Literatur weit verbreitet. Vgl. Piossek/Wölfle (2007), S. 334; Zeising (2007), S. 312; Rudolph (2005), S. 177.

²⁴ Vgl. Steurer (2006), S. 36; TSI (2007b), S. 7.

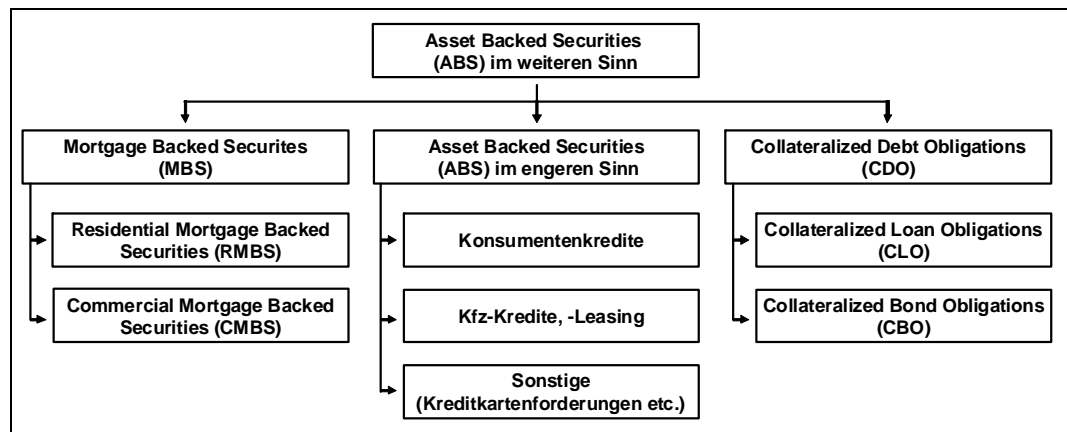
²⁵ Vgl. Emse (2005), S. 39. Eine Finanzierungswirkung geht für den Originator bei synthetischer Verbriefung nur unter bestimmten Voraussetzungen aus. Vgl. OeNB (2004), S. 14.

übertragung durch Einschaltung eines Special Purpose Vehicle (SPV) vorgenommen.²⁶

Für eine *True-Sale-Struktur* hingegen ist die rechtlich eindeutige Trennung des Forderungspools vom Vermögen des Originator ausschlaggebend. Diese Trennung muss, im Falle der Insolvenz des Originator, den Rückgriff von dessen Gläubigern auf die (u. U. zwischenzeitlich verbrieften) Forderungen und damit auf die Inhaber der ABS ausschließen.²⁷

Der Forderungsankauf durch das SPV kann als ein- oder mehrmaliger (revolvierender) Ankauf gestaltet werden.²⁸ Als Haftungsmasse für die emittierten Wertpapiere dient das von der Zweckgesellschaft erworbene Forderungsportfolio,²⁹ das als Haftungsgrundlage im Wesentlichen den Zeichnern der Wertpapiere zur Verfügung steht.³⁰

Die einer Transaktion als Forderungspool unterliegenden Vermögenswerte stellen ein entscheidendes Merkmal bei der Betrachtung von ABS-Formen dar und sollen im Folgenden betrachtet werden.³¹



Quelle: Eigene Darstellung; in Anlehnung an Rudolph u. a. (2007), S. 40 und Burger/Unterberger (2005), S. 1201.

Abb. 1: Typologie von ABS nach zugrunde liegendem Referenzportfolio³²

²⁶ Wobei ein SPV nicht in jedem Fall für die Durchführung einer synthetischen Transaktion benötigt wird. Vgl. Wang (2006), S. 25. Ob ein SPV zwischen geschaltet wird ist unter anderem von der Bonität des Originators abhängig. Vgl. OeNB (2004), S. 14.

²⁷ Vgl. Röder/Sonnemann (2005), S. 328.

²⁸ Vgl. Piossek/Wölfle (2007), S. 339.

²⁹ Vgl. Schmeisser/Leonhardt (2006), S. 35.

³⁰ Vgl. BAKred (1997), S. 1820-1821.

³¹ Vgl. Achleitner (2002), S. 428.

Wertpapiere, die mit Hypothekendarlehen unterlegt sind, werden als MBS bezeichnet.³³ Innerhalb der MBS wird zwischen CMBS- und RMBS-Transaktionen unterschieden.³⁴ Der Begriff RMBS umfasst die Verbriefung privater Immobilienfinanzierungen. CMBS-Portfolien unterliegen gewerbliche Immobilienfinanzierungen.³⁵ Der häufig in der amerikanischen Literatur vorgenommenen historisch bedingten Abgrenzung zwischen ABS einer- und MBS andererseits soll im Rahmen dieser Arbeit nur bedingt gefolgt werden.³⁶ Vielmehr werden im Folgenden MBS als Untergruppe von ABS i. w. S. verstanden.³⁷

Unter ABS i. e. S. können eine große Anzahl unterschiedlicher Kredit- und Forderungsarten subsumiert werden.³⁸ In der BRD sind sowohl Verbriefungen von Auto- und Leasingdarlehen als auch von Mittelstandskrediten³⁹ von hervorgehobener Bedeutung.⁴⁰

Die inhomogene Gruppe der CDOs wird regelmäßig in die Teilgruppe CBOs, basierend auf Anleihen und CLOs, basierend auf Unternehmenskrediten, untergliedert.⁴¹

³² Die in der Abbildung aufgeführte Untergliederung ist keinesfalls abschließend zu verstehen und speziell auf den Betrachtungsgegenstand dieser Arbeit abgestimmt. Für eine weitergehende Darstellung siehe Achleitner (2002), S. 428-429 und Jobst (2003), S. 6

³³ Vgl. Achleitner (2002), S. 431.

³⁴ Vgl. Rudolph/Scholz (2007), S. 540.

³⁵ Vgl. Emse (2005), S. 11.

³⁶ Da es sich bei Hypotheken auch um Forderungen „Assets“ handelt, erscheint eine Unterscheidung „wenig sinnvoll“. Vgl. Arbeitskreis „Finanzierung“ der Schmalenbach-Gesellschaft (1992), S. 498.

³⁷ Findet in der Arbeit die Abkürzung ABS Verwendung, so bezieht sich die Abkürzung auf ABS i. w. S., beziehen sich Aussagen nur auf einzelne Klassen, (z. B. auf Verbriefungen von hypothekarischen Darlehen) so wird dies im Text verdeutlicht.

³⁸ Vgl. Perridon/Steiner (2007), S. 437-438.

³⁹ Eine eindeutige Definition des Begriffs Mittelstand ist nicht existent. Es wird zwischen der quantitativen- und qualitativen Abgrenzung unterschieden. Vgl. Schmeisser/Leonhardt (2006), S. 3. Für eine verbreitete quantitative Abgrenzung siehe IfM (2008). Eine qualitative Abgrenzung findet sich in Weber (1997), S. 7-9; Buchert/Hering/Hoffjan (1998), S. 241.

⁴⁰ Vgl. Cerveny/Hilgert (2007), S. 901.

⁴¹ Vgl. Weber (2006), S. 10; Emse (2005), S. 11; Achleitner (2002), S. 432.

2.1.2 Cashflow Management

Bei der Art der Strukturierung der Zahlungsströme kann zwischen einer *Pay-Through-* und *Pass-Through-Struktur* unterschieden werden.⁴²

Eine unveränderte Weiterleitung von Zins- und Tilgungsleistungen⁴³ aus dem Forderungspool an die Investoren ist für *Pass-Through-Konstruktionen* charakteristisch.⁴⁴ Dadurch haben bei dieser Struktur alle Investoren eine übereinstimmende Position bezüglich der dem Pool immanenten Cashflows und Risiken.⁴⁵ Daraus folgt, dass bei *Pass-Through-Konstruktionen* nur eine Art von Schuldverschreibungen ausgegeben wird.⁴⁶

Findet eine Umstrukturierung der Zahlungsströme statt, bei der die einzelnen Tranchen⁴⁷ hinsichtlich ihrer Priorität und Bonität unterschiedlich behandelt werden, liegt eine *Pay-Through-Struktur* vor.⁴⁸ Diese Strukturierungsart der Zahlungsströme erlaubt es, dass mögliche Zahlungsausfälle zunächst von nachrangigen Tranchen getragen werden, die dadurch wiederum als Sicherheit für die vorrangigen Tranchen dienen. Daraus folgt, dass vorrangige Tranchen nur dann Verluste zu tragen haben, wenn die nachrangigen Tranchen vollständig an Wert verloren haben.⁴⁹ Durch diese Umstrukturierung der Zahlungsströme entsteht das sogenannte Subordinations- bzw. Wasserfallprinzip.⁵⁰ Eine Strukturierung

⁴² Vgl. Altrock/Rieso (1999), S. 279; Meiswinkel (1989), S. 3-4.

⁴³ In dieser Arbeit werden die Begriffe Zins- und Tilgungszahlung und die Bezeichnung Zahlungsstrom sowie Cashflow synonym verwendet.

⁴⁴ Vgl. Arbeitskreis „Finanzierung“ der Schmalenbach-Gesellschaft (1992), S. 504. Das SPV dient ausschließlich als „Durchleitungsstelle“, da die Investoren ihre Anteile als Miteigentümer unmittelbar am Forderungspool erworben haben. Vgl. Rudolph u. a. (2007), S. 44. Diese Konstruktion wird auch als Fondszertifikatskonzept bezeichnet. Vgl. Schmeisser/Leonhardt (2006), S. 56.

⁴⁵ Vgl. Achleitner (2002), S. 431.

⁴⁶ Vgl. Prasad (2006), S. 5.

⁴⁷ Als Tranche wird ein Teilbetrag einer Wertpapieremission bezeichnet. Vgl. Dudenverlag (2001), S. 1004.

⁴⁸ Vgl. Rudolph (2005), S. 176. Am europäischen ABS-Markt herrscht diese Art des Cashflowmanagements vor. Vgl. Braun (2005), S. 75.

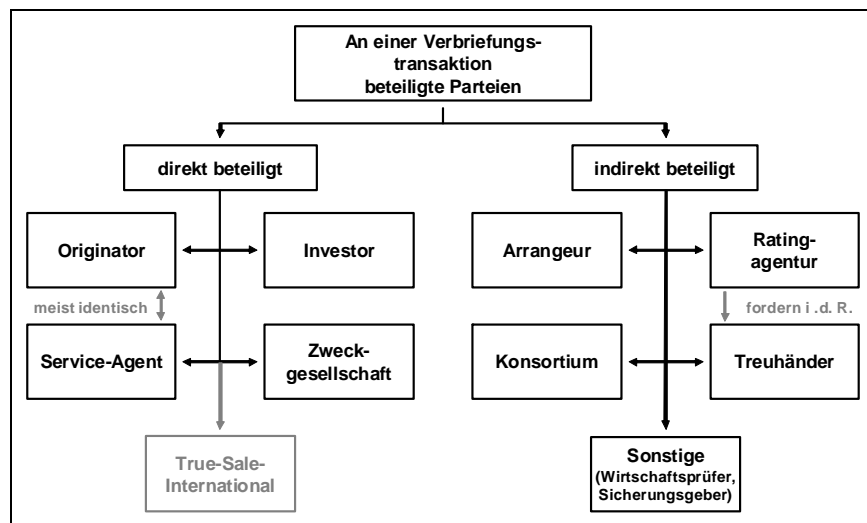
⁴⁹ Vgl. Rudolph (2005), S. 178.

⁵⁰ Vgl. Aberer/Gruber (2007), S. 1146; Rudolph (2005), S. 178; Bär (2000), S. 212.

in Bezug auf die Laufzeit der jeweiligen Tranche ist ebenfalls möglich.⁵¹ Pay-Through-Transaktionen werden deshalb auch als aktiv strukturierte Kreditverbriefungen bezeichnet.⁵²

2.1.3 An Verbriefungstransaktionen beteiligte Parteien

Bei Verbriefungstransaktionen kann zwischen direkt und indirekt beteiligten Parteien unterschieden werden.⁵³



Quelle: Eigene Darstellung; in Anlehnung an Tolkmitt (2007), S. 223.

Abb. 2: Verbriefungstransaktionsbeteiligte

Als Kernparteien treten bei einer ABS-Transaktion die Investoren, der Originator sowie die Zweckgesellschaft auf.⁵⁴ Die TSI ist bei zertifizierten Transaktionen eine weitere direkt beteiligte Partei.⁵⁵

Die Käufer der vom SPV emittierten, verzinsten Wertpapiere werden als *Investoren*,⁵⁶ der ursprüngliche Inhaber der Vermögenswerte als *Originator* bezeichnet.⁵⁷ Der Originator wird *Sponsor* genannt, wenn er als

⁵¹ Vgl. Prasad (2006), S. 5.

⁵² Vgl. Henke (2002), S. 77 und die dort angegebenen Quellen. Die Bezeichnung „aktiv strukturiert“ bezieht sich in diesem Zusammenhang auf die Gestaltung der Zahlungsströme und nicht auf die Gestaltung des Forderungsportfolios.

⁵³ Vgl. Tolkmitt (2007), S. 223.

⁵⁴ Vgl. Feld (2007), S. 25.

⁵⁵ Eine ausführliche Vorstellung der TSI erfolgt in Kapitel 2.2.1.

⁵⁶ Vgl. Rother (2006), S. 1061; Küppers/Brause (1998), S. 414; § 229 Abs. 3 SolvV.

⁵⁷ Vgl. Zeising (2007), S. 312.

dritte Partei den Pool unter Verbriefungsabsicht erwirbt.⁵⁸ Als Sponsoren bzw. Originatoren fungieren in Europa überwiegend Banken.⁵⁹

Ankauf und Strukturierung von Forderungen sowie die abschließende Emission der ABS sind die alleinigen Geschäftszwecke der *Zweckgesellschaft*.⁶⁰ Das SPV transformiert die illiquiden Assets, in liquide, handelbare Wertpapiere.⁶¹ Um Insolvenzfestigkeit zu erreichen, wird die geschäftliche Tätigkeit des SPV durch dessen Organisationsstruktur explizit eingegrenzt.⁶² Normalerweise besteht das SPV ausschließlich aus der Geschäftsführung bzw. dem Vorstand.⁶³ Eigenständige Gewinnerzielungsabsichten werden mithin durch das SPV nicht verfolgt.⁶⁴

Das SPV verfügt als „rein rechtliches Vehikel“ nicht über die für ein Servicing benötigten Ressourcen.⁶⁵ Aufgrund dessen übernimmt meist der Originator die Tätigkeit des *Serviceagenten*.⁶⁶ Dieser übernimmt die Administration der Vermögenswerte,⁶⁷ leitet Zahlungsströme an das SPV weiter und erstellt das laufende Reporting für Investoren und Rating-Agenturen.⁶⁸ Für die erbrachte Leistung erhält der Serviceagent eine Gebühr.⁶⁹ Die Qualität des Serviceagenten hat Auswirkung auf die

⁵⁸ Vgl. PwC (2007), S. 11.

⁵⁹ Vgl. Sidki (2007), S. 37.

⁶⁰ Vgl. Eisele/Neus (2003), S. 236; Henke (2002), S. 76; Altrock/Rieso (1999), S. 279. Das SPV tritt als Emittent der Wertpapiere auf. Der Emittent wird durch das WpPG als „eine Person oder Gesellschaft, die Wertpapiere begibt oder zu begeben beabsichtigt“ definiert. § 2 Nr. 9 WpPG. Dieser Definition wird in dieser Arbeit gefolgt.

⁶¹ Vgl. Achleitner (2002), S. 424. Ferner werden SPVs *Conduits* genannt, wenn diese zu ihrer Refinanzierung kurzfristige Asset Backed Commercial Papers (ABCP) ausgeben. Vgl. Müller (2007), S. 13.

⁶² Vgl. Schwarcz (1994), S. 135. Dabei geht es vor allem darum, dass die Entstehung allgemeiner Markt- und Managementrisiken verhindert wird. Vgl. Arbeitskreis „Finanzierung“ der Schmalenbach-Gesellschaft (1992), S. 505.

⁶³ Vgl. Zeising (2007), S. 313; Fabozzi/Davis/Choudhry (2006), S. 81; Barth/Klein (2002), S. 3

⁶⁴ Vgl. Bosak (2005), S. 545.

⁶⁵ Vgl. Feld (2007), S. 31; Barth/Klein (2002), S. 4.

⁶⁶ Vgl. Altrock/Rieso (1999), S. 280; Feld (2007), S. 30; Arbeitskreis „Finanzierung“ der Schmalenbach-Gesellschaft (1992), S. 501.

⁶⁷ Ist zugleich für die Debitorenbuchführung, das Mahnwesen und Inkasso zuständig.

⁶⁸ Vgl. BayernLB (2006), S. 6; Henke (2002), S. 76; Achleitner (2002), S. 425; zum Reporting Kapitel 3.2.5 und 4.3.2 dieser Arbeit.

⁶⁹ Vgl. PwC (2007), S. 12; Achleitner (2002), S. 425; Arbeitskreis „Finanzierung“ der Schmalenbach-Gesellschaft (1992), S. 501.

Wertentwicklung einer ABS-Transaktion.⁷⁰ Dass der Originator die Aufgabe des Serviceagenten übernimmt, liegt ebenfalls daran, dass dadurch die Möglichkeit der Abtretung der Forderungen im Rahmen einer stillen Zession möglich ist.⁷¹ Des Weiteren stammen die übertragenen Vermögenswerte i. d. R. aus dem Geschäftsbetrieb des Originators, der deshalb über die notwendige Infrastruktur für ein wirtschaftliches und effizientes Servicing verfügt.⁷²

Für den Fall einer Insolvenz des Serviceagenten wird ein Ersatz-Serviceagent vertraglich dazu verpflichtet, dessen Geschäfte weiterzuführen.⁷³ Diese Aufgabe übernimmt oftmals ein Treuhänder.⁷⁴

Die Miteinbeziehung eines *Treuhänders* (Trustee), der dafür verantwortlich ist, dass der Zugriff auf die übertragene oder ausgesonderte Vermögensmasse sichergestellt wird und der den Originator überwacht,⁷⁵ wird meist von den *Rating-Agenturen* verlangt.⁷⁶ Ebenso wird von diesen gefordert, dass die aus verschiedenen Besicherungsmaßnahmen, den sog. „Credit Enhancements“, entstehenden Rechte auf den Treuhänder übertragen werden.⁷⁷ Im Insolvenzfall, im Falle der Zahlungsverzögerung und bei Zahlungsausfällen, besteht die Aufgabe des Treuhänders darin, den Pool der verbliebenen Aktiva im Interesse der Investoren zu verwerten.⁷⁸ Die

⁷⁰ Vgl. Fabozzi/Davis/Choudhry (2006), S. 81; Hesdahl/Litwin (2006), S. 169.

⁷¹ Vgl. Feld (2007), S. 31; Deutsche Bundesbank (1997), S. 65. Sind Originator und Serviceagent ein und dieselbe Partei, bemerkt der Forderungsschuldner den Übergang seiner Forderung auf das SPV nicht. Vgl. Achleitner (2002), S. 424. D. h., die rechtliche Übertragung der Forderungen wird gegenüber dem Schuldner nicht offengelegt.

⁷² Vgl. Feld (2007), S. 30.

⁷³ Vgl. PwC (2007), S. 12; Hesdahl/Litwin (2006), S. 169.

⁷⁴ Vgl. Weaver/Whitten/Xu (2000), S. 7. Laut BaFin muss der Ersatz-Serviceagent ein inländisches oder ein EWR-Kreditinstitut sein. BaFin (1997).

⁷⁵ Vgl. Rudolph (2005), S. 178.

⁷⁶ Vgl. Gespräch mit Herrn Bechtold am 06.12.2007, Frage 22.

⁷⁷ Vgl. Eisele/Neus (2003), S. 237; Altrock/Rieso (1999), S. 280. Diese Sicherungsmechanismen werden von Banken oder Versicherungen bereitgestellt, die als *Sicherungsgeber* auftreten. Vgl. Früh (1995), S. 106. Für eine ausführlichere Darstellung der Besicherung (des Credit Enhancement) siehe Kapitel 3.2.1.

⁷⁸ Vgl. Eisele/Neus (2003), S. 237; Barth/Klein (2002), S. 4.

Aufgabe des Treuhänders wird häufig von einer Wirtschaftsprüfungsgesellschaft wahrgenommen.⁷⁹

Eine Analyse des Forderungsportfolios und die Strukturierung der Transaktion werden durch den *Arrangeur* (Arranger, Underwriter) vorgenommen,⁸⁰ der sowohl im Zentrum der Vertragsverhandlungen steht, als auch die Intermediation der Vertragsinhalte und Konditionen mit den anderen Parteien übernimmt.⁸¹ Er sorgt dafür, dass alle beteiligten Parteien in den Verbriefungsprozess integriert werden.⁸² Häufig treten Kreditinstitute als Arrangeur der Transaktion auf.⁸³ Dieser ist i. d. R. Mitglied des *Emissionskonsortiums*,⁸⁴ das für die Platzierung der Wertpapiere am Kapitalmarkt verantwortlich ist.⁸⁵

Unternehmen, die sich dem Management von SPVs widmen, werden als *Corporate Service Provider* (CSP) bezeichnet. Sie stellen bspw. die Geschäftsführung einer GmbH für Verbriefungstransaktionen.⁸⁶ Dies kann notwendig sein, um eine personelle Trennung vom Originator zu gewährleisten.⁸⁷

Bei der Abwicklung von ABS Transaktionen nehmen *Rating-Agenturen* meist eine bedeutende Position ein.⁸⁸ Zur Erstellung eines Ratings der ABS-Tranchen beauftragt der Originator oder Arrangeur eine oder mehrere Rating-Agenturen,⁸⁹ um eine Komplexitätsreduktion im Verhältnis

⁷⁹ Vgl. Tolkmitt (2007), S. 225.

⁸⁰ Vgl. OeNB (2004), S. 12.

⁸¹ Vgl. Langner (2002), S. 657.

⁸² Vgl. Tolkmitt (2007), S. 225.

⁸³ Vgl. Feld (2007), S. 27.

⁸⁴ Vgl. Uhrmacher (2008), Anhang 13.

⁸⁵ Vgl. Tolkmitt (2007), S. 225. Wobei die Vorbereitung und Begleitung der Emission i. d. R. vom Arrangeur vorgenommen wird. Vgl. Rudolph u. a. (2007), S. 43.

⁸⁶ Vgl. Prasad (2006), S. 5; Gespräch mit Herrn Bechtold am 06.12.2007, Frage 5. Siehe hierzu auch Kapitel 3.2.2.3. Aus Gründen der Übersichtlichkeit wurde der CSP nicht in Abb. 2 aufgeführt.

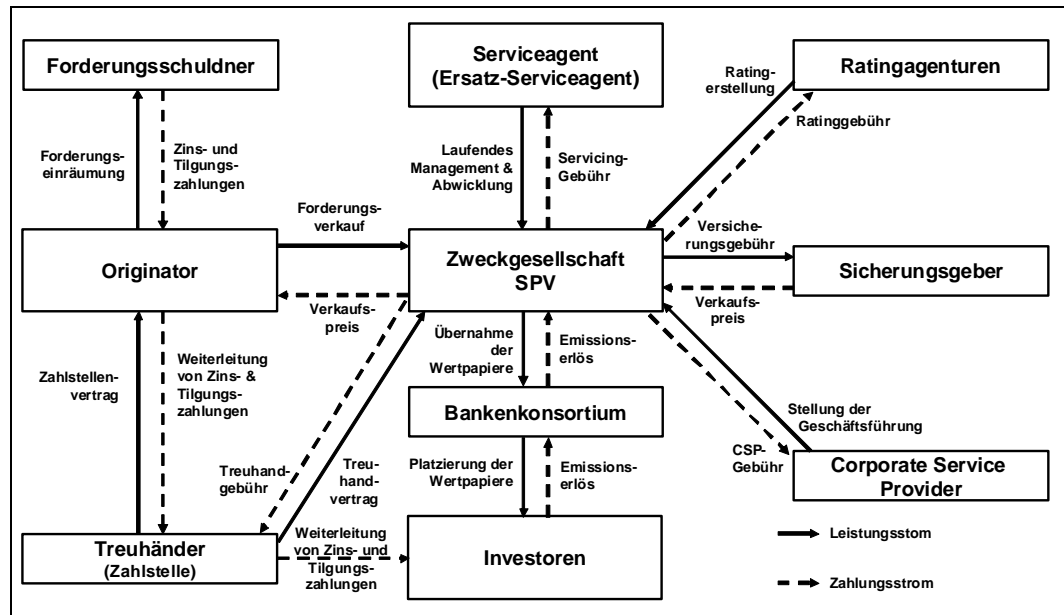
⁸⁷ Vgl. Deutsche Bundesbank (1997), S. 65.

⁸⁸ Vgl. SEC (2005), S. 1511. Zum Rating der Tranchen siehe Kapitel 3.2.1.

⁸⁹ Vgl. OeNB (2004), S. 44.

zu den Investoren zu erreichen.⁹⁰ Üblicherweise werden alle Tranchen einer ABS-Transaktion durch die Rating-Agenturen beurteilt.⁹¹

Abschließend stellt Abbildung 3 die beteiligten Parteien im Überblick dar und fasst deren Aufgaben zusammen.⁹²



Quelle: Eigene Darstellung; in Anlehnung an OeNB (2004), S. 11.

Abb. 3: Transaktionsstruktur einer True-Sale-Verbriefung

2.2 Beurteilung und Bestandaufnahme von Verbriefungen

2.2.1 Motive, Vor- und Nachteile von Verbriefungen

Für den Originator resultieren folgende Vorteile aus dem Verkauf von Forderungen an das SPV.⁹³

Erstens kommt es bei ihm zu einem unmittelbaren Liquiditätszufluss durch die Kaufpreiszahlung der Forderungen.⁹⁴ Die durch eine Verbriefung geschaffene Liquidität wird i. d. R. zur Rückführung von Verbindlichkeiten

⁹⁰ Vgl. Bund/Morlok (2005), S. 969.

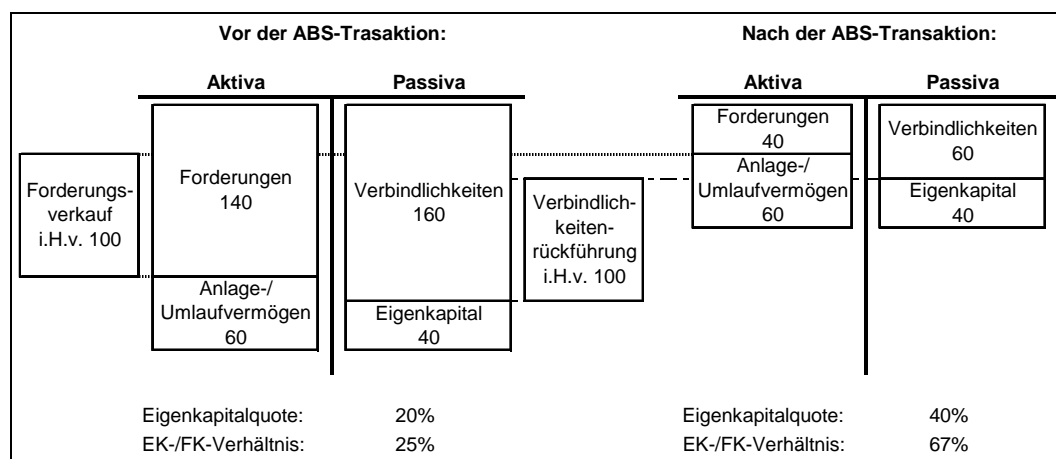
⁹¹ Vgl. Sanio (2008), S. 17.

⁹² Auf die Darstellung des Arrangeurs und der TSI wurde aus Gründen der Übersichtlichkeit verzichtet.

⁹³ Vgl. Schmeisser/Leonhardt (2006), S. 61-67; Stiller (2004), S. 2028 und dort angegebene Quellen.

⁹⁴ Vgl. Tolkmitt (2007), S. 224.

auf der Passivseite verwendet.⁹⁵ Aufgrund der so entstehenden Bilanzverkürzung steigen die Eigenkapitalquote und die Rendite auf das eingesetzte Eigenkapital bzw. auf die eingesetzten Forderungen.⁹⁶ So können Finanzkennzahlen durch den Verkauf von Forderungen verbessert werden.⁹⁷ Die Effekte auf die Eigenkapitalquote und den Verschuldungsgrad werden in der folgenden Abbildung anhand eines Beispiels dargestellt.



Quelle: Eigene Darstellung; in Anlehnung an Piossek/Wölfle (2007), S. 332.

Abb. 4: Bilanzielle Betrachtung einer ABS-Transaktion beim Forderungsverkäufer - Bilanzstrukturmanagement

Zweitens werden bei Banken durch den Verkauf der Assets regulatorische Eigenmittel freigesetzt.⁹⁸ Dies erlaubt den Banken eine bessere Allokation der frei gewordenen Mittel.⁹⁹ Die Option einer aktiven Steuerung des

⁹⁵ Vgl. Achleitner (2002), S. 421. Der Grund für eine Präferenz der Rückführung von Verbindlichkeiten könnte die skeptische Reaktion des Kapitalmarkts, „wenn der Zahlungsmittelzufluss beim Originator den Handlungsspielraum des Managements zum Aufbau neuer Risikopositionen vergrößert“ Rudolph (2005), S. 179, sein.

⁹⁶ Vgl. Weimar (2007), S. 896; Achleitner (2002), S. 421.

⁹⁷ Vgl. Hesdahl/Litwin (2006), S. 168, führen das debt-to-equity-, debt-to-asset- oder capital-to-asset Ratio auf; Barth/Klein (2002), S. 5, nennen den Kapitalumschlag.

⁹⁸ Eine Transaktion muss nach der SolvV allerdings dann vollständig beim Originator mit Eigenkapital/Eigenmitteln unterlegt werden, wenn er mehr als 50% der Single-A- bis Double-B-Tranchen hält. Vgl. Gespräch mit Frau Schemann-Teuber am 26.11.2007.

⁹⁹ Vgl. Rudolph (2007), S. 6, ein Anreiz zur Ausweitung der Kreditvergabe und damit zur Übernahme zusätzlicher Risiken kann durch den Risikotransfer entstehen. David merkt an, dass die Eigenmittelentlastung auch davon abhängt, mit welcher Gewichtung die Aktiva vor der Verbriefung angerechnet wurden. Besteht das Ziel in einer möglichst hohen Eigenmittelentlastung, sollten vor allem Forderungen verbrieft werden, die mit einer hohen Gewichtung zu hinterlegen sind. Vgl. David (2001), S. 82.

jeweiligen Kreditportfolios stellt ebenfalls ein wichtiges Einsatzmotiv, speziell für Banken, dar.¹⁰⁰

Die Gesamtkosten der Kapitalbeschaffung eines Unternehmens sind unter der ceteris paribus Bedingung geringer, je besser dessen Rating ist.¹⁰¹ Insofern können Unternehmen durch eine Verbriefung von einer Kostensenkung profitieren,¹⁰² wenn das Emissionsrating des SPV, respektive der emittierten Tranchen, höher als das Rating des Originators ist.¹⁰³ Des Weiteren wird Unternehmen ein indirekter Kapitalmarktzugang durch ABS-Transaktionen gewährt. Dies kann zur Diversifikation der Finanzierungsquellen eines Unternehmens beitragen.¹⁰⁴

Der Grund für ein Investment in ABS liegt für viele Marktteilnehmer im i. d. R. besonders guten Rating dieser Papiere,¹⁰⁵ das für sie als Investor ein hohes Maß an Sicherheit vor Verlusten signalisiert.¹⁰⁶ Da neben dem Kredit- und Liquiditätsrisiko die Komplexität bei Transaktionen eingepreist wird, führt dies, im Vergleich mit risikoidentischen Anleihen, zu tendenziell höheren Spreads bei ABS.¹⁰⁷ Durch die Pay-Through-Struktur können je nach Risikogehalt der Tranche, in ihrer Risikopräferenz unterschiedlich geneigte Investoren angesprochen werden können.¹⁰⁸ So ermöglichen viele ABS bei einer stärkeren Risiko/Rendite-Neigung eine Anlage in „kreditsensitivere“, schlechter geratete Tranchen, die attraktive, risiko-

¹⁰⁰ Vgl. Wulfken (2007), S. 5; Röder/Sonnemann (2005), S. 330, Banken können sich durch ABS von sog. Klumpenrisiken „befreien“ und unsystematische Risiken begrenzen; Hartmann-Wendels (2000), S. 421.

¹⁰¹ Dies gilt nach Schwarcz selbst für ein besseres Rating innerhalb der Kategorie „Investment Grade“. Vgl. Schwarcz (1994), S. 137, bzw. Tab. 8 im Anhang.

¹⁰² Vgl. Schwarcz (1994), S. 137. Der Arbeitskreis „Finanzierung“ der Schmalenbach-Gesellschaft erläutert, dass auch dann eine ABS-Transaktion von „Top-Unternehmen“ durchgeführt werden würde, wenn keine Verbesserung des Ratings möglich wäre, da Kostenvorteile allein durch eine mögliche Eigenkapitaleinsparung entstehen. Vgl. Arbeitskreis „Finanzierung“ der Schmalenbach-Gesellschaft (1992), S. 519.

¹⁰³ Vgl. Schwarcz (1993), S. 2; Rudolph (2005), S. 177, hält fest, dass „in der Tat das Rating vieler Asset Backed Securities besser ist, als jenes der jeweiligen Originatoren“.

¹⁰⁴ Vgl. Brenken/Papenfuß (2007), S. 11-12.

¹⁰⁵ Vgl. Sanio (2008), S. 18.

¹⁰⁶ Vgl. Meiswinkel (1989), S. 27.

¹⁰⁷ Vgl. Perridon/Steiner (2007), S. 445.

¹⁰⁸ Vgl. Piossek/Wölfle (2007), S. 340.

adjustierte Erträge versprechen.¹⁰⁹ Dasselbe gilt für den Anlagehorizont bei einer „zeitlichen“ Strukturierung der Transaktion.¹¹⁰ Eine Unterscheidung wird hier auch begrifflich vorgenommen, so werden kurzfristig laufende Papiere als Asset Backed Commercial Paper (ABCP), mittelfristig laufende als Medium Term Notes und langfristig laufende als Asset Backed Bonds bezeichnet.¹¹¹ Durch ABS können Investoren ein Finanzinstrument erwerben, das in der zugrunde liegenden Schuldnerstruktur diversifiziert ist.¹¹² Das systematische Risiko von ABS war in der Vergangenheit relativ gering.¹¹³ Selbiges gilt auch für das unsystematische Risiko der meisten Transaktionen, welches üblicherweise durch die hohe Granularität des Pools vermindert wird.¹¹⁴ Zu klassischen Anlageprodukten weisen ABS-Anleihen eine sehr geringe Korrelation auf.¹¹⁵ Des Weiteren ist der Investor gegen eine Änderung in der Strategie oder Fehler des Managements des SPVs insofern abgesichert, als das die Geschäftstätigkeit des SPV auf Aufgaben im Zusammenhang mit der ABS-Transaktion begrenzt ist.¹¹⁶

Ein Nachteil bei Verbriefungen kann der erhebliche Zeitaufwand sein, der mit einer Transaktionsstrukturierung eines True Sale verbunden ist. Des Weiteren verursacht die umfassende Dokumentation hohe Kosten.¹¹⁷ Zurückzuführen ist der hohe administrative Aufwand größtenteils auf die

¹⁰⁹ Vgl. Gibson (2000), S. 443.

¹¹⁰ Vgl. Arbeitskreis „Finanzierung“ der Schmalenbach-Gesellschaft (1992), S. 513.

¹¹¹ Vgl. Bär (2000), S. 160.

¹¹² Vgl. Grunow/Figgeneer (2006), S. 275.

¹¹³ Vgl. Prasad (2006), S. 8. Der Autor trifft seine Aussage aufgrund der Betrachtung der historischen Spread-Entwicklung von ABS-Bonds, die für viele Standard Assetklassen außergewöhnlich stabil war. Er weist aber ebenfalls darauf hin, dass es Krisen gab, die zu einer starken Ausweitung der Spreads geführt haben.

Anzumerken ist, dass dieser Beitrag vor der Subprime-Krise entstanden ist, in deren Rahmen es auch zu starken Spread-Ausweitungen, bei nicht direkt im Zusammenhang mit RMBS stehenden Verbriefungen, gekommen ist.

¹¹⁴ Vgl. Prasad (2006), S. 9, wobei das unsystematische Risiko für Transaktionen, deren Wertentwicklung stark von einzelnen Forderungen abhängt, (bspw. CMBS) höher ist. Zur Granularität unterschiedlicher Forderungspools vgl. Kapitel 3.2.2.1.

¹¹⁵ Vgl. Perridon/Steiner (2007), S. 445.

¹¹⁶ Vgl. Früh (1995), S. 107.

¹¹⁷ Vgl. Michel/Kleidt (2004), S. 4. Als Eckwerte der Kosten bei einer ABS-Transaktion geben Grunow/Figgeneer einmalige Gebühren zwischen 30.000 und 100.000 € an. Vgl. Grunow/Figgeneer (2006), S. 280.

Ausschaltung rechtlicher Unwägbarkeiten.¹¹⁸ Um eine zweckdienliche Strukturierung einer ABS-Transaktion, für die unter anderem ein Rating nötig sein kann, gewährleisten zu können, müssen zumindest teilweise personenbezogene Daten, EDV-technisch aufbereitet werden. Bei der Weitergabe von Daten an Dritte ist u. U. das Bankgeheimnis zu beachten.¹¹⁹

Institutionelle Investoren unterliegen gesetzlichen Anlagerichtlinien, die deren Anlageentscheidungen restringieren.¹²⁰ Obgleich sich der Anlegerkreis für europäische ABS in den letzten Jahren kontinuierlich vergrößert hat,¹²¹ treten immer noch überwiegend institutionelle Investoren am ABS-Markt auf.¹²² An Privatanleger werden ABS üblicherweise nicht verkauft.¹²³

Einen Überblick über die bereits genannten sowie weitere Vor- und Nachteile einer True-Sale-Verbriefung können der folgenden Abbildung entnommen werden. Als Vergleichsmaßstab werden die Daten ebenfalls für synthetische Verbriefungen aufgeführt.¹²⁴

¹¹⁸ Vgl. Grunow/Figgenger (2006), S. 277.

¹¹⁹ Vgl. Koberstein-Windpassinger (1999), S. 476, 481.

¹²⁰ Vgl. Funke/Johannig/Michel (2005), S. 985; Michel/Kleidt (2004), S. 18.

¹²¹ Vgl. Heinke/Steiner (2000), S. 2; Bund (2001), S. 693.

¹²² Vgl. Weber (2006), S. 15; Sengera (2002), S. 239-240; Barth/Klein (2002), S. 3; Bär (2000), S. 38.

¹²³ Vgl. SEC (2005), S. 1511.

¹²⁴ Eine Betrachtung der synthetischen Verbriefung wurde im Rahmen dieser Arbeit nur als Abgrenzung zu True-Sale-Verbriefungen vorgenommen. Für Weitergehendes sei auf die Fachliteratur zum Thema synthetische Verbriefung verwiesen. Vgl. bspw. Burghof u. a. (Hrsg.) (2005).

	True-Sale-Verbriefung	Synthetische Verbriefung
Schaffung zusätzlicher Kreditkapazitäten	Ja	Ja
Regulatorische Eigenmitteloptimierung	Ja	Ja
Refinanzierung	Ja	Eher Nein
Portfolio Transfer	Ja	Nein
SPV notwendig?	Ja	Nicht zwingend erforderlich
Bilanzverkürzung	Ja, möglich	Nein
Kosten	Hoch	Mittel
Komplexität	Hoch	Mittel
Administrativer Aufwand	Hoch	Mittel
Kontrahentenrisiko	Nein	Ja, wenn nicht mit Kapital unterlegt
Unternehmen bleibt Eigentümer der Assets	Nein	Ja
Wertberechtigung	Nein	Ja, vorübergehend verzerrte Darstellung
Rechtliche Dokumentation	Aufwändig	Durchschnittlich / gering ¹
Anforderungen an Computersysteme	Aufwändig	Gering ¹

¹ Pissek/Wölfle bezieht sich ausschließlich auf Credit Linked Notes und Credit Default Swaps

Quelle: Eigene Darstellung; in Anlehnung an Piossek/Wölfle (2007), S. 331 und Deutsche Bank (2007), S. 24.

Tab. 1: Vergleich zwischen True-Sale- und synthetischer Verbriefung

Insbesondere auf die aufwendige Dokumentation sowie auf Möglichkeiten der Komplexitätsreduktion wird, nach einer Darstellung der bei Verbriefungen auftretenden Informationsasymmetrien, in den folgenden Kapiteln eingegangen.

2.2.2 Informationsasymmetrien

Aufgrund der rechtlichen und materiellen Komplexität von Verbriefungen und der Unsicherheit darüber, ob Zahlungsströme aus den verbrieften Forderungen verzögert oder evtl. gar nicht geleistet werden,¹²⁵ entstehen vor allem zwischen Originator, Emittent und Investor Informationsasymmetrien.¹²⁶ Als *adverse selection*¹²⁷ kann hierbei z. B. der Anreiz für

¹²⁵ Vgl. Eisele/Neus (2003), S. 237.

¹²⁶ Vgl. Bund (2002), S. 24. Informationsasymmetrien und die allgemeine Unsicherheit hinsichtlich der zukünftigen wirtschaftlichen Entwicklung sind Formen der Unsicherheit, die die Wertentwicklung eines Finanztitels sowie dessen Underlyings bestimmen. Vgl. Herz (2001), S. 112.

¹²⁷ Zum Begriff der *adverse selection* siehe Akerlof (1970), S. 493-494.

den Originator bezeichnet werden, nur Verbriefungen von Vermögenswerten der bonitätsmäßig schlechteren Qualität vorzunehmen.¹²⁸ Tritt der Originator gleichzeitig als Serviceagent auf, besteht darüber hinaus ein Anreiz zum *moral hazard*¹²⁹, also der mangelnden Überwachung von Forderungen, die der Verbriefung unterliegen.¹³⁰ Deshalb hält der Originator oft das gesamte *First-Loss-Piece*,¹³¹ um glaubhaft zu signalisieren, dass seinerseits keine bewusste Auswahl von schlechten Krediten vorgenommen wurde und, dass er eine weitere Überwachung (Monitoring) der Kredite schon aus intrinsischer Motivation heraus vornehmen wird.¹³² Weitere Möglichkeiten für den Originator, glaubhafte Signale gegen opportunistisches Verhalten zu senden bestehen darin, Sicherheiten zu stellen, verschiedene Vertragsdesigns zur Auswahl anzubieten, oder ein Rating des Pools vornehmen zu lassen.¹³³ Die Möglichkeit seitens des Serviceagenten, der i. d. R. für die Erstellung des Reportings verantwortlich ist, eine gegebene Zusage bzgl. der Versorgung der Investoren mit Informationen im Anschluss an die Emission der Transaktion zu revidieren, stellt ein weiteres Risiko für Investoren dar.¹³⁴ Ohne diese Daten, durch die „ex post“-Informationsasymmetrien entstehen, ist es ihnen nicht möglich, die Entwicklung der Transaktion zu überwachen. Eine Lösung dieses Anreizproblems kann durch Reputation oder eine

¹²⁸ Vgl. Röder/Sonnemann (2005), S. 331. Die ebenfalls darauf hinweisen, dass es zu einer starken Einschränkung des Risikodiversifikationseffekts durch eine Verbriefung von nur „schlechten“ Forderungen für den Investor kommt. Es ist ebenfalls denkbar, dass der Originator ausschließlich „gute“ Forderungen verkauft und dadurch die Qualität der bei ihm verbleibenden Forderungen abnimmt, wodurch wiederum „Probleme in der Beziehung zwischen Originator und seinen Gläubigern sowie Eigenkapitalgebern entstehen“. Röder/Sonnemann (2005), S. 331; Bär (2000), S. 343.

Dieses Problem wird in dieser Arbeit nicht weiter betrachtet, da die Beziehung zwischen Originator, SPV und Investoren bei der Zertifizierung von Verbriefungstransaktionen im Vordergrund stehen soll.

¹²⁹ Zum Begriff des *moral hazard* vgl. Arrow (1963), S. 961-962; Pauly (1968), S. 535.

¹³⁰ Vgl. Altrock/Rieso (1999), S. 281.

¹³¹ Vgl. Grunow/Figgner (2006), S. 276; Deutsche Bundesbank (2004), S. 36. Als *First-Loss-Piece* wird die „nachrangigste“ Tranche einer Transaktion bezeichnet, welche die ersten Verluste des Forderungspools trägt. Vgl. OeNB (2004), S. 12.

¹³² Vgl. Rudolph (2007), S. 10, z. B. aus Sorge um einen Reputationsverlust am Markt; Röder/Sonnemann (2005), S. 331.

¹³³ Vgl. Röder/Sonnemann (2005), S. 331.

¹³⁴ Vgl. Fitch (2005), S. 5. Dies gilt auch, wenn eine andere Partei die Erstellung des Reportings übernimmt.

rechtliche bindende Verpflichtung erreicht werden, die eine Sanktionierung des vertragsbrüchigen ermöglicht.

Ihre Reputation ist für die Parteien insbesondere dann von Bedeutung, wenn sie auch in Zukunft auf dem ABS-Markt auftreten möchten. Reputation wirkt dann disziplinierend, wenn ein einmaliger Vertrauensmissbrauch, bspw. des Originators gegenüber den Investoren, keine Überrendite verspricht, die größer als die Summe der künftigen „normalen“ Gewinne, ohne Vertrauensmissbrauch, ist.¹³⁵ Ein möglicher Reputationsverlust für den Originatoren wird bspw. als Ursache dafür genannt, dass er sein Interesse an der Fortführung der Forderungsüberwachung selbst dann nicht verliert, wenn er das First-Loss-Piece nicht vollständig einbehält.¹³⁶

Dennoch wird durch die genannten Asymmetrien ein gesteigertes Bedürfnis der Investoren nach Informationen bedingt.¹³⁷

2.3 Der deutsche Verbriefungsmarkt

2.3.1 Rahmenbedingungen und Status quo

Der deutsche Verbriefungsmarkt hat sich bis dato langsam entwickelt.¹³⁸ So waren ABS als Instrument zur Unternehmensfinanzierung noch im Jahr 1998 in Deutschland weitgehend unbekannt.¹³⁹ Es verwundert daher nicht, dass der deutsche True-Sale-Markt im Vergleich mit anderen europäischen Ländern oder den USA, wo es bereits 1970 zu der ersten MBS-Transaktion kam, noch unterentwickelt ist.¹⁴⁰

¹³⁵ Vgl. Langner (2002), S. 669.

¹³⁶ Vgl. Rudolph (2007), S. 10, dieser bezieht sich auf den Markt für CLOs.

¹³⁷ Vgl. Eisele/Neus (2003), S. 237, als Möglichkeit zur Minderung der bestehenden Informationsasymmetrien führen die Autoren das Rating der ABS-Transaktion an.

¹³⁸ Vgl. Siems (2007), S. 53.

¹³⁹ Vgl. Küppers/Brause (1998), S. 413.

¹⁴⁰ Vgl. Bünnig (2005), S. 477; Deutsche Bundesbank (1997), S. 58. Als Ursache für diese frühere Entwicklung in den USA sind unter anderem die dortigen Rahmenbedingungen des Finanzsystems zu nennen. Vgl. hierzu und zu weiteren Gründen Arbeitskreis „Finanzierung“ der Schmalenbach-Gesellschaft (1992), S. 498-499.

Für die Entwicklung eines Verbriefungsmarktes bzw. -standortes ist insbesondere der rechtliche Rahmen von Bedeutung.¹⁴¹ Der Gesetzgeber in Deutschland hat bisher, im Gegensatz zu den Legislativen anderer europäischer Länder wie bspw. Luxemburg, Italien, Spanien und Frankreich, kein „Verbriefungsgesetz“ verabschiedet.¹⁴² Dadurch können die Kosten für True-Sale-ABS-Transaktionen in Deutschland, aufgrund eventuell bestehender rechtlicher Unsicherheiten, wesentlich höher sein.¹⁴³

Ungeachtet dessen haben sich in Deutschland in den vergangenen Jahren verschiedene Änderungen und Klarstellungen im rechtlichen Umfeld ergeben.¹⁴⁴ So wurde den Banken die Möglichkeit einer Eigenkapitalentlastung durch ABS-Transaktionen seitens der BAKred, in ihrem Rundschreiben 4/97, eröffnet.¹⁴⁵

Seit September 2005 steht das Refinanzierungsregister zur Verfügung.¹⁴⁶ Dies hat der Gesetzgeber durch die Einführung der §§ 22a ff. KWG geschaffen.¹⁴⁷ Es ermöglicht, auch noch nicht wirksam übertragene Forderungen im Falle einer Insolvenz des Originators aus dessen Bilanz

¹⁴¹ Vgl. Michel/Kleidt (2004), S. 4; Hartmann-Wendels (2000), S. 420 und die dort angegebenen Quellen.

¹⁴² Das Luxemburger Verbriefungsgesetz trat zum 22.03.2004 in Kraft. Der dortige Verbriefungsmarkt hat sich seit dem Inkrafttreten des Verbriefungsgesetzes stark weiterentwickelt. Vgl. PwC (2007), S. 16.

Italien, Spanien und Frankreich werden von Glüder/Bechtold (2004), S. 18 genannt. Der MFEG zufolge haben zehn EU-Staaten „some form of securitisation law“. Dies sind Frankreich (1988), Belgien (1990), Spanien (1992), Italien und Portugal (1999), Griechenland (2003), Luxemburg und Polen (2004) und Malta. Anzumerken gilt, dass die MFEG auch Deutschland und hierfür die True Sale Initiative (2004) nennt. Vgl. MFEG (2006), S. 27, bzw. zur True Sale Initiative das folgende Unterkapitel.

¹⁴³ Vgl. Wang (2006), S. 27. Wang bezieht sich in ihrem Vergleich auf Luxemburg.

¹⁴⁴ Vgl. Schöniger (2007), S. 263.

¹⁴⁵ Vgl. Zeising (2007), S. 316; Deutsche Bundesbank (1997), S. 63; BAKred (1997), S. 1821-1822, um diese zu realisieren, ist unter anderem eine Auswahl der Forderungen, die veräußert werden sollen, nach dem Zufallsprinzip zu treffen.

Auf eine ausführliche Darstellung dieses Rundschreibens wird an dieser Stelle verzichtet und diesbezüglich direkt auf das Rundschreiben 4/97 verwiesen.

¹⁴⁶ Vgl. Cerveny (2006), S. 1036. In das Refinanzierungsregister können ausschließlich Forderungen eingetragen werden, die Objekte einer Refinanzierungstransaktion und Forderungen oder Sicherheiten i. S. d. § 22a Abs. 1 KWG sind. Vgl. Tollmann (2005), S. 602.

¹⁴⁷ Vgl. Tollmann (2005), S. 595.

auszusondern und damit insolvenzfest zu machen.¹⁴⁸ Vor allem für Darlehen, die mit einer Grundschuld besichert sind, ist das Refinanzierungsregister von hoher Bedeutung, da deren Übertragung im Rahmen einer Verbriefung nicht mehr zwingend erforderlich ist.¹⁴⁹

Der Bundesgerichtshof hat in seiner Entscheidung vom 27.02.2007 dargelegt, dass der Abtretung von Kreditforderungen durch Kreditinstitute weder das Bankgeheimnis, noch das Bundesdatenschutzgesetz entgegensteht.¹⁵⁰ Zuvor hatte das Oberlandesgericht Frankfurt am Main diesbezüglich eine andere Auffassung vertreten, die eine Untersagung der Abtretung von Bankdarlehen zur Folge gehabt hätte.¹⁵¹

Im Hinblick auf die Unternehmensteuerreform 2008 wurde eine Beibehaltung des Status quo durch die Ausnahme inländischer SPVs von der sog. Zinsschranke erreicht, welche den Verbriefungsmarkt ansonsten stark beeinträchtigt hätte.¹⁵²

Neben rechtlichen Restriktionen muss die Durchführung einer Verbriefung in Deutschland wirtschaftlich mit Transaktionen, die über das Ausland abgewickelt werden, vergleichbar sein. Hierbei sind vor allem steuerrechtliche Aspekte von Bedeutung, da zusätzliche Kosten im Sinne einer steuerlichen Belastung eine Verbriefungstransaktion unrentabel erscheinen lassen, oder zu Standortverlagerungen führen können.¹⁵³ Dem gezielten Ausbau des deutschen Verbriefungsmarktes steht nach Weimar (2007) „in erster Linie die gewerbesteuerliche Hinzurechnung von Dauerschuldzinsen bei deutschen Verbriefungszweckgesellschaften, die jede direkte Verbriefung ohne Zwischenschaltung eines Kreditinstitutes

¹⁴⁸ Vgl. Zeising (2007), S. 317.

¹⁴⁹ Vgl. Weimar (2007), S. 897; Tollmann (2005), S. 596.

¹⁵⁰ Vgl. BGH (2007), S. 643; Schmid (2007), S. 6.

¹⁵¹ Vgl. Stiller (2004), S. 2027-2032; Frühauf (2004a), S. 3; Frese (2005), S. 966.

¹⁵² Vgl. Weimar (2007), S. 897. Für eine Kurzeinführung in die Problematik der Zinsschranke siehe Mertens/Bleschke (2008), S. 41.

¹⁵³ Vgl. Michel/Kleidt (2004), S. 4. Nach Küppers/Brause determiniert das deutsche Steuerrecht sogar die Frage der Auswahl des Standortes für ein SPV. Vgl. Küppers/Brause (1998), S. 414.

unrentabel macht“¹⁵⁴, entgegen.

Gewerbsteuerneutral verbrieft werden können alle Bankgeschäfte die unter § 1 KWG fallen.¹⁵⁵ Bei Verbriefung von Nicht-Bankenforderungen unterliegen deutsche Zweckgesellschaften der Gewerbesteuer auf Dauerschulden,¹⁵⁶ wodurch es bei der Verbriefung dieser Forderungen zu einer signifikanten Kostensteigerung kommt.¹⁵⁷ Diese Kostensteigerung schließt faktisch eine Verbriefung von Forderungen aus Lieferung und Leistung über eine in Deutschland angesiedelte Zweckgesellschaft aus.¹⁵⁸

Regelungsbedarf besteht darüber hinaus in den Bereichen Kapitalertrags- sowie Umsatzsteuer.¹⁵⁹ Änderungen im Körperschaftssteuerrecht sind aufgrund der geringen Erträge, die ein SPV erwirtschaftet, nicht zwingend notwendig.¹⁶⁰

Das Risikotransfervolumen und die Anzahl der Transaktionen der Jahre 2001 bis 2007 werden aus der nachfolgenden Abbildung ersichtlich, wobei angemerkt werden muss, dass das Marktvolumen stark durch einzelne Transaktionen beeinflusst wird.¹⁶¹

¹⁵⁴ Weimar (2007), S. 898.

¹⁵⁵ Vgl. Gespräch mit Herrn Bechtold am 06.12.2007, Frage 3. Der Erwerb von Kreditforderungen oder -risiken durch ein SPV ist nach § 19 Abs. 3 Satz 2 GewStDV auf das Kredit-, Diskont- und Garantiegeschäft (§ 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 2, 3 und 8 KWG) beschränkt.

¹⁵⁶ Vgl. Michel/Kleidt (2004), S. 6. Auf die üblicherweise niedrigen, von einem SPV erwirtschafteten Gewinne werden die Hälfte der auf die Wertpapiere entfallenen Zinsen nach EStG oder KStG hinzuaddiert. Vgl. Michel/Kleidt (2004), S. 5.

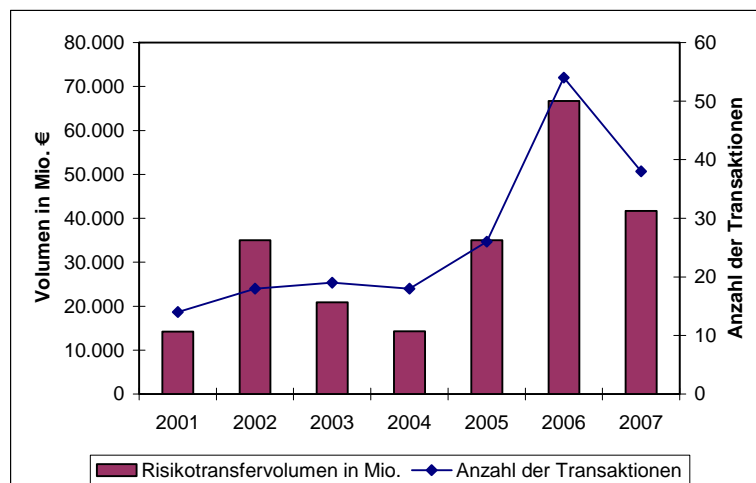
¹⁵⁷ Vgl. Büttner (1999), S. 144, der wiederum auf eine Modellrechnung in Ohl verweist. Für letztere siehe Ohl (1994), S. 293-296.

¹⁵⁸ Vgl. Bünnig (2005), S. 479.

¹⁵⁹ Für eine ausführliche Darstellung der umsatzsteuerlichen Behandlung von ABS siehe Walter (2004), S. 136-139. Bei der Verbriefung von Mezzanine-Kapital werden inländische SPVs durch die Kapitalertragssteuer gegenüber ausländischen Zweckgesellschaften benachteiligt. Bei der Umsatzsteuer hat der deutsche Gesetzgeber nicht in ausreichendem Maße von seinem Ausgestaltungsrecht einer EU-Richtlinie zum Umsatzsteuerrecht Gebrauch gemacht. o.V. (2006), Verbriefung, S. 1023.

¹⁶⁰ Vgl. Küppers/Brause (1998), S. 414.

¹⁶¹ Vgl. Gespräch mit Frau Schemann-Teuber am 26.11.2007. Gründe hierfür stellen das insgesamt geringe Marktvolumen und so genannte Jumboemissionen dar.



Quelle: Eigene Darstellung; in Anlehnung an Johannsen (2008), S. 3.¹⁶²

Abb. 5: Risikotransfervolumen und Anzahl deutscher ABS-Transaktionen

Die Auswirkungen der Subprime-Krise auf den Verbriefungsmarkt lassen sich bereits dadurch erkennen, dass das Volumen der Neuemissionen des Jahres 2007 zum Großteil auf Emissionen des ersten Halbjahrs beruht.¹⁶³ Bislang wurde ein starker Anstieg der emittierten Volumina i. d. R. im zweiten Halbjahr der Kalenderjahre beobachtet.¹⁶⁴

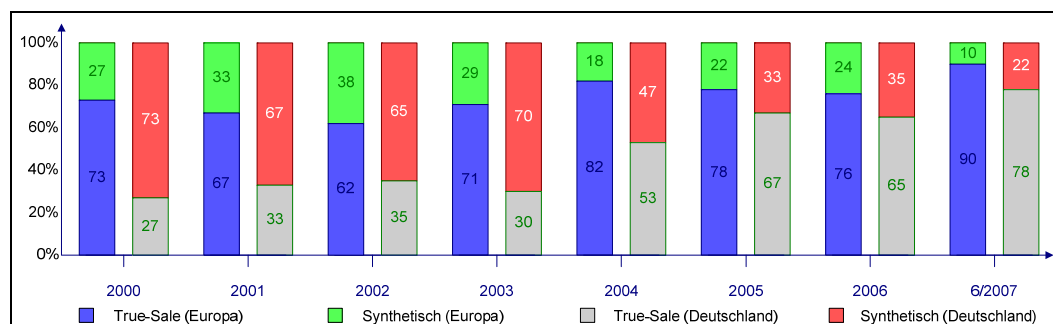
Unter dem Risikotransfervolumen wird i. d. R. das kumulierte Volumen der True-Sale- und synthetischen Verbriefungen verstanden. Insofern kann diese Abbildung nur begrenzt Aussagen zum True-Sale-Volumen des deutschen Marktes geben. Eine bessere Interpretation wird durch die folgende Abbildung möglich, durch die auch der Trend der vergangenen Jahre hin zu True-Sale-Transaktionen, veranschaulicht werden kann.¹⁶⁵

¹⁶² Johannsen greift in seinem Artikel auf Moody's als Datenquelle zurück.

¹⁶³ Vgl. Cünnen (2008), S. 28, dies gilt zumindest für öffentlich platzierte Emissionen.

¹⁶⁴ Vgl. Gespräch mit Frau Schemann-Teuber am 26.11.2007.

¹⁶⁵ Vgl. Schöniger (2007), S. 263.



Quelle: Eigene Darstellung; in Anlehnung an KfW (2007a), S. 1 und KfW (2007b), S. 1.
Abb. 6: Prozentuale Aufteilung des Risikotransfervolumens auf True-Sale- und synthetische Verbriefung¹⁶⁶

In ihrem Arbeitspapier aus dem Jahr 2004 nennen Michel/Kleidt rechtliche Unsicherheiten und Hindernisse als Grund dafür, dass bis zu diesem Zeitpunkt fast ausschließlich synthetische Verbriefungen in Deutschland durchgeführt wurden.¹⁶⁷ So stellte bis ins Jahr 2003 die Gewerbesteuerbelastung ein Hemmnis für die True-Sale-Verbriefung aller Forderungen dar.¹⁶⁸ Ebenso wird bei synthetischen Transaktionen die über die KfW abgewickelt werden, von der KfW ein sog. (Super) Senior-Swap gestellt, der zu einer 100%-Eigenkapitalentlastung für die verbriefende Bank führen kann.¹⁶⁹

Aufgrund der hohen Komplexität des Verbriefungsmarktes sind die Investoren in Deutschland fast ausnahmslos institutioneller Natur,¹⁷⁰

¹⁶⁶ Die Datenquelle stellt in beiden Fällen die KfW dar. Diese hat die Daten in Zusammenarbeit mit der Commerzbank für den europäischen- und mit Moody's für den deutschen Markt ermittelt. Eine Rückfrage bei der KfW ergab, dass die den Erhebungen zugrunde liegenden Definitionen mit denen dieser Arbeit nahezu identisch und die Zahlen somit vergleichbar sind.

¹⁶⁷ Vgl. Michel/Kleidt (2004), S. 4.

¹⁶⁸ So führt Lorenz den Anstieg von True-Sale-CMBS-Verbriefungen im Jahr 2005 direkt auf die Abschaffung der Gewerbesteuerpflicht zurück. Vgl. Lorenz (2006), S. 49 und die dort angegebene Quelle. Nach Schemann-Teuber können „die Jahre 2003/2004 (...) als ‚Übergangsjahre‘ von synthetischer zu True-Sale-Verbriefung bezeichnet werden.“ Gespräch mit Frau Schemann-Teuber am 26.11.2007.

¹⁶⁹ Vgl. Gespräch mit Herrn Bechtold am 06.12.2007, Frage 63. Braun merkt an, dass der Risikoentlastungseffekt beim Originator ausschließlich dann vollständige Wirkung entfaltet, wenn der Sicherungsgeber von erstklassiger Bonität ist. Dies sei typischerweise bei synthetischen Verbriefungen über die Verbriefungsplattformen PROMISE und PROVIDE der KfW der Fall. Vgl. Braun (2005), S. 70-71.

¹⁷⁰ Vgl. Funke/Johannig/Michel (2005), S. 985; Michel/Kleidt (2004), S. 18; Arbeitskreis „Finanzierung“ der Schmalenbach-Gesellschaft (1992), S. 508.

wobei bspw. für deutsche Banken bislang kaum verlässliche Zahlen über den Investorenkreis ermittelt wurden.¹⁷¹

2.3.2 Die True Sale International

Die True Sale International ist aus einer Verbriefungsinitiative von insgesamt 13 Banken, darunter Geschäfts- und Genossenschaftsbanken, Banken der Sparkassen-Finanzgruppe sowie der KfW Bankengruppe, hervorgegangen.¹⁷² Die TSI nahm ihre operative Tätigkeit am 26.06.2004 auf. Der Sitz der Gesellschaft ist Frankfurt am Main.¹⁷³ Im Juli desselben Jahres wurden drei Stiftungen errichtet, um Verbriefungstransaktionen vollständig über Deutschland abwickeln zu können.¹⁷⁴ Im Mai 2005 wurde als hundertprozentige Tochter der TSI, die TSI Services GmbH gegründet. Letztere ist für die Koordination der Gründung und Übertragung von deutschen SPVs verantwortlich.¹⁷⁵

Die Zielvorgabe der Verbriefungsinitiative lautete, den deutschen Verbriefungsmarkt gemeinsam voranzutreiben und weiterzuentwickeln, um die Finanzierungsmöglichkeiten des Mittelstands zu verbessern.¹⁷⁶ Einerseits sollte das steuerliche Umfeld, das die Entwicklung des deutschen Marktes für True-Sale-Transaktionen restringiert, verbessert, andererseits eine Plattform für die Verbriefung von Unternehmenskrediten geschaffen werden.¹⁷⁷ Mit der „Gewerbesteuerbefreiung“ für SPVs,¹⁷⁸ die Forderungen aus den Büchern von Banken erwerben, wurde Mitte 2003

¹⁷¹ Vgl. Deutsche Bundesbank (2004), S. 36.

¹⁷² Vgl. Böcker (2004), S. 4, in alphabetischer Reihenfolge: Bayerische Landesbank, Citigroup Deutschland, Commerzbank, DekaBank, Deutsche Bank, Dresdner Bank, DZ BANK, Eurohypo, HSH Nordbank, Helaba, HVB Group und WestLB; KfW (2003), S. 2, Flämig (2004a), S. 1, Frühauf (2005), S. 4. Initiatoren zur Gründung einer Verbriefungsinitiative waren im April 2003 die Commerzbank, die Deutsche Bank, die Dresdner Bank, die DZ BANK, die HVB Group sowie die KfW-Bankengruppe. Vgl. o.V. (2003), Finanzplatz, S. 291.

¹⁷³ Vgl. Brenken/Papenfuß (2007), S. 58; KfW (2004a), S. 2.

¹⁷⁴ Zu den Stiftungen siehe Frankfurt (2004a); Frankfurt (2004b); Frankfurt (2004c). Zur Abwicklung einer Verbriefung über die TSI siehe Kapitel 3.2.2.

¹⁷⁵ Vgl. Brenken/Papenfuß (2007), S. 55, 60.

¹⁷⁶ Vgl. Brenken/Papenfuß (2007), S. 58.

¹⁷⁷ Vgl. Breidenbach (2005), S. 501.

¹⁷⁸ Dies würde durch eine Änderung des § 19 GewStDV erreicht.

das erste Ziel teilweise erreicht.¹⁷⁹ Das zweite Ziel „eine neutrale und offene Verbriefungsinfrastruktur zur Begebung von deutschen Asset Backed Securities aufzubauen“¹⁸⁰ wurde durch die Gründung der TSI institutionalisiert.¹⁸¹

Um das Primärziel, den ABS-Markt für True-Sale-Verbriefungen in Deutschland zu fördern,¹⁸² zu erreichen, hat sich die TSI folgende „Teilziele“ gesetzt:¹⁸³

Zum einen soll Einfluss sowohl auf die rechtlichen- als auch auf die steuerlichen Rahmenbedingungen von ABS genommen werden. Zum anderen soll das Thema ABS an die wirtschaftspolitische Öffentlichkeit herangetragen, von der Bedeutung des Instruments für die wirtschaftliche Entwicklung des Standortes Deutschland überzeugt und eine Verbriefungsinfrastruktur mit deutschen SPVs bereitgestellt werden.

Die Liquidität von ABS soll durch ein Zertifizierungsverfahren, das die Implementierung von erarbeiteten Qualitätsstandards hinsichtlich der Transparenz ermöglicht, zunehmen. Papiere aus deutschen True-Sale-Transaktionen sollen standardisiert und deren liquider Handel ermöglicht werden.¹⁸⁴ Ein weiteres Ziel besteht in der weltweiten Etablierung eines, dem Pfandbrief¹⁸⁵ ähnlichen Images von „ABS ‚Qualified by TSI‘“¹⁸⁶. Der Austausch von Informationen über verbiefungsrelevante Themen soll über eine von der TSI bereitgestellte Plattform ermöglicht werden.

¹⁷⁹ Vgl. Breidenbach (2005), S. 501. Für eine ausführlichere Diskussion bzgl. der Gewerbesteuer vgl. Kapitel 2.2.1.

¹⁸⁰ Flämig (2004b), S. 5.

¹⁸¹ Vgl. Breidenbach (2005), S. 502; Trautwein/Bechtold (2005), S. 3.

¹⁸² Vgl. Bechtold/Glüder (2006), S. 1; o.V. (2006), True Sale International, S. 1024.

¹⁸³ Vgl. TSI (2007a), S. 4.

¹⁸⁴ Vgl. KfW (2004b), S. 2. Dabei soll „das TSI-Label (..) gewissermaßen Gütesiegel für die Transaktionen werden.“ Frühauf (2004b), S. 5.

¹⁸⁵ Eine Abgrenzung des Pfandbriefs von ABS findet sich in Bär (2000), S. 50-52. Der Pfandbrief kann nur von Banken, welche die Lizenzanforderungen erfüllen (siehe hierzu § 2 Abs. 1 PfandBG), und ausschließlich zur „Refinanzierung von Hypothekendarlehen, Darlehen an die öffentliche Hand und Schiffsfinanzierung verwendet werden.“ Lorenz (2006), S. 47.

¹⁸⁶ Vgl. Glüder/Bechtold (2004), S. 21.

Um ihre Ziele zu erreichen, steht die TSI im Dialog mit Politik und Verwaltung sowie mit ihren Organen.¹⁸⁷ Für die *Gesellschafterversammlung* der TSI ist der formale Rahmen des GmbHG gegeben,¹⁸⁸ Gesellschafter sind die 13 Banken der Verbriefungsinitiative. Geschäftsführer ist Herr Dr. Bechtold.¹⁸⁹ Mitglieder des *Gesellschaftsbeirates* sind neben Vorstandsmitgliedern der 13 Gründungsbanken, die Geschäftsführer der Rating-Agenturen Fitch Ratings Ltd. (Fitch), Moody's Investor Service (Moody's) sowie Standard & Poor's (S&P) und Vertreter aus Wissenschaft, Wirtschaft und Politik.¹⁹⁰ Der Gesellschaftsbeirat der TSI tagt zweimal im Jahr und bringt so seine Mitglieder zum Austausch über verbiefungsrelevante Themen zusammen. Darüber hinaus treffen sich in unregelmäßigen Abständen *Arbeitskreise*, die sich mit spezifischen Aspekten der Verbriefung beschäftigen. Des Weiteren steht die TSI mit ABS-Investoren und einem Investoren-Arbeitskreis, der unter Leitung der DWS quartalsmäßig tagt, in regem Kontakt.¹⁹¹

Die TSI ist Mitglied des European Securitisation Forum (ESF), das mit dem Ziel, den europäischen ABS Markt zu fördern, im Jahr 1998 gegründet wurde.¹⁹²

Die Resonanz auf die Verbriefungsinitiative und die TSI ist überwiegend positiv. Laut Röder/Sonnemann (2005) dürfte die True Sale Initiative „speziell in Deutschland einen Meilenstein in der Entwicklung von ABS darstellen“¹⁹³. Weimar bezeichnet die TSI als zentrale deutsche Verbriefungsplattform und als ersten und wichtigen Grundpfeiler eines

¹⁸⁷ Vgl. Weimar (2007), S. 898.

¹⁸⁸ §§ 48, 49, 50 und 57e Abs. 2 GmbHG.

¹⁸⁹ Vgl. TSI (2008a).

¹⁹⁰ Vgl. TSI (2007a), S. 5; Frühauf (2006b), S. 7. Im Einzelnen gehören dem Gesellschaftsbeirat Mitarbeiter des CFS der EBS, von PwC und KPMG an. Von politischer Seite sind der Abteilungsleiter „Kapitalmärkte“ des Bundesministeriums der Finanzen, Jörg Asmussen und der Parlamentarische Staatssekretär des Bundesministeriums für Wirtschaft und Technologie, Hartmut Schauerte, Mitglieder. Vgl. TSI (2008a).

¹⁹¹ Vgl. Gespräch mit Herrn Bechtold am 06.12.2007, Frage 1 und 29.

¹⁹² Vgl. ESF (2007). Im Gegensatz zu seinem amerikanischen Gründungsverband, der *Bond Market Association*, steht das ESF allen Marktteilnehmern offen. Vgl. o.V. (2002), ESF, S. 6.

¹⁹³ Röder/Sonnemann (2005), S. 328.

erfolgreich florierenden deutschen Verbriefungsmarktes.¹⁹⁴ Drost/Köhler (2008) charakterisieren die TSI als „ein Vorzeigeobjekt zur Stärkung des Finanzplatzes Deutschland“¹⁹⁵. Nach Breidenbach (2005) wurde die TSI zum Katalysator für eine vielversprechende Entwicklung auf dem deutschen Markt, da erstmals viele Marktbeteiligte Einigkeit darüber erreicht haben, die Verbreitung von True-Sale-Verbriefungen gemeinsam zu fördern.¹⁹⁶

Für synthetische Verbriefungen stellt die TSI seit dem Jahr 2006 Zweckgesellschaften bereit.¹⁹⁷ Einen Indikator dafür, dass die TSI im Markt akzeptiert wird, ist, dass der Marktanteil der TSI bei synthetischen- und True-Sale-Transaktionen aus Deutschland im Jahr 2007 zwischen 50 und 60 Prozent lag und zur Abwicklung von ABS-Transaktionen neben inländischen auch ausländische Originatoren bereits ein deutsches SPV genutzt haben.¹⁹⁸ Ferner werden derzeit alle True-Sale-Transaktionen, deren SPVs in Deutschland beheimatet sind und ein Rating benötigen, von der TSI abgewickelt.¹⁹⁹

Die dargestellten Geschäftsfelder und Aufgaben der TSI können wie folgt zusammengefasst werden: Einerseits bietet die TSI ihren 13 Gesellschaftern bzw. deren Verbriefungs- und Rechtsexperten eine Plattform zum Informationsaustausch und für Initiativen zur Förderung des deutschen Verbriefungsmarktes. Andererseits ermöglicht es die TSI allen Marktteilnehmern, ein deutsches SPV über die TSI bzw. TSI Services einzurichten und setzt Standards bezüglich Transparenz und Liquidität im ABS-Markt.²⁰⁰ Der letzte Punkt findet vor allem in der Zertifizierung von Verbriefungstransaktionen Ausdruck, die im folgenden Kapitel dargestellt wird.

¹⁹⁴ Vgl. o.V. (2006), Verbriefung, S. 1023.

¹⁹⁵ Drost/Köhler (2008), S. 28.

¹⁹⁶ Vgl. Breidenbach (2005), S. 502.

¹⁹⁷ Vgl. Brenken/Papenfuß (2007), S. 63.

¹⁹⁸ Vgl. TSI (2007a), S. 10.

¹⁹⁹ Vgl. Gespräch mit Herrn Bechtold am 06.12.2007, Frage 42.

²⁰⁰ Vgl. Glüder/Bechtold (2004), S. 21

3 Zertifizierung von Verbriefungstransaktionen

3.1 Definition und Einführung in die Zertifizierung

Der Begriff „Zertifikat“ stammt von den lateinischen Wörtern „*certis facere*“ ab. Diese können mit „sicher machen“ übersetzt werden und stehen im Deutschen unter anderem für eine Bescheinigung oder Beglaubigung.²⁰¹ Die Ausstellung eines Zertifikates ist häufig mit der Erlaubnis verbunden, eine Kennzeichnung des zertifizierten Produkts oder einer Dienstleistung vorzunehmen.²⁰²

Die Qualität der Partei, die ein Zertifikat ausstellt (Zertifizierer), wird oftmals durch den Staat oder von einer staatlich überwachten Stelle beglaubigt bzw. akkreditiert, welche/r die fachliche Kompetenz sowie die Neutralität der Zertifizierungsstelle sicherstellen soll.²⁰³ Eine Unterscheidung hinsichtlich der Notwendigkeit der Zertifizierung, also ob diese gesetzlich vorgeschrieben oder freiwillig vorgenommen wird,²⁰⁴ ist notwendig, um eine Aussage über die Möglichkeit und Notwendigkeit einer Akkreditierung staatlicherseits vornehmen zu können. Die Durchführung einer ABS-Transaktion ist in Deutschland gesetzlich nicht an ein Zertifikat gebunden.²⁰⁵ Dies bedeutet, dass die TSI als Zertifizierungsstelle nicht von staatlicher Seite akkreditiert werden muss.²⁰⁶ Nach Uhrmacher (2008) besteht keine „Akkreditierung der TSI durch Institutionen (..) im Hinblick auf deren Standards bei der Zertifizierung von Transaktionen“²⁰⁷. Jedoch dürfte die Vergabe des Zertifikats von den Gesellschaftern der TSI überwacht werden, da diese mit der TSI direkt in Verbindung gebracht werden, um sich gegen einen möglichen Reputationsverlust bei einer zu

²⁰¹ Vgl. Dudenverlag (2001), S. 1051. Nach der DIN-Norm EN 45011 wird die Zertifizierung eines Produktes respektive einer Dienstleistung als Verfahren oder Mittel bezeichnet, „welches sicherstellt, daß es festgelegten Normen und anderen normativen Dokumenten entspricht.“ DIN (1998), S. 4.

²⁰² Vgl. Ensthaler/Strübbe/Bock (2007), S. 15.

²⁰³ Vgl. Ensthaler/Strübbe/Bock (2007), S. 6.

²⁰⁴ Vgl. Ensthaler/Strübbe/Bock (2007), S. 14.

²⁰⁵ Vgl. Uhrmacher (2008), Anhang 13.

²⁰⁶ Da die Zertifikatsvergabe nicht staatlich gefordert wird. Zur Frage, ob das Zertifikat insgesamt als glaubwürdig einzustufen ist, sei auf das Kapitel 4.4 und 5 verwiesen.

²⁰⁷ Vgl. Uhrmacher (2008), Anhang 13.

nachlässigen Vergabe von Zertifikaten abzusichern. Ob die Zertifizierung einer Transaktion durch die TSI möglich ist, prüft diese nach Eingang eines standardisierten Antrags auf Zertifizierung.²⁰⁸

In dem „Antrag auf Zertifizierung“ der TSI findet für die Kennzeichnung der Transaktion der Begriff *Gütesiegel* Verwendung.²⁰⁹ Unter einem Gütesiegel wird eine Markierung eines Produktes verstanden, die grafisch und/oder schriftlich vorgenommen wird. Einem so gekennzeichneten Produkt wird eine bestimmte Mindestqualität durch das Gütezeichen zugesichert.²¹⁰ Im Falle der erfolgreichen Zertifizierung durch die TSI wird dem Emittenten die Möglichkeit eröffnet, das Offering Circular und die weiteren „von der Zertifizierung umfaßten Emissionsprodukte der SPV-Gesellschaft“²¹¹ mit dem Label bzw. dazugehörigen Markenzeichen „*Certified by True Sale International*“ zu kennzeichnen.²¹²



Quelle: TSI (2008 d).

Abb. 7: Logo, das bei erfolgreicher Zertifizierung der Seniortranche verwendet werden darf

Dieses Logo ist in Deutschland als Marke registriert und somit markenrechtlich geschützt.²¹³ Das Zertifikat der TSI, respektive das oben abgebildete Logo, kann nach Schemann-Teuber (2008) als Gütesiegel bezeichnet werden.²¹⁴ Als weiteres Bsp. für ein „Qualifikationssiegel“ bzw. „Gütezeichen“ im finanzwirtschaftlichen Bereich kann ein Ratingsymbol aufgeführt werden.²¹⁵

²⁰⁸ Vgl. TSI (2005b), S. 1-3.

²⁰⁹ Vgl. TSI (2005b), S. 1.

²¹⁰ Vgl. Gierl/Winkler (2000), S. 197.

²¹¹ TSI (2005a), S. 1.

²¹² Vgl. TSI (2005a), S. 1.

²¹³ Vgl. DPMA (2008).

²¹⁴ Vgl. Schemann-Teuber (2008), Anhang 12. Von der Meag werden die Zertifikate der TSI als Qualitätssiegel bezeichnet. Vgl. Frühauf (2006c), S. 4.

²¹⁵ Vgl. Pilcher (2003), S. 8; Bär (2000), S. 39.

Die Existenzberechtigung eines Zertifikats liegt darin begründet, dass sich Marktteilnehmer hinsichtlich ihres Informationsstandes unterscheiden.²¹⁶ Trägt ein Zertifikat zur Verminderung von Informationsasymmetrien bei und werden weitere als positiv zu wertende Effekte für den Investor signalisiert,²¹⁷ können unter Umständen sowohl der Originator, der Emittent als auch die Investoren von einer Zertifizierung profitieren. Auf diesen Aspekt wird, nach einer ausführlichen Darstellung der Zertifizierungsbedingungen der TSI, vertiefend eingegangen.

3.2 Zertifizierungsvoraussetzungen für Verbriefungstransaktionen

Folgende Voraussetzungen müssen erfüllt sein, damit von der TSI eine Zertifizierung der Seniortranche vorgenommen werden kann:

Zertifizierungsvoraussetzungen

1. Für die Verbriefungstransaktion muss die Verbriefungsplattform der TSI genutzt werden. Dies impliziert, dass zur Abwicklung der Transaktion ein deutsches SPV genutzt wird.
2. Das Informationsmemorandum muss sich, bezüglich dessen Aufbaus, an der Vorgabe der TSI orientieren.
3. Ein Antrag zur Börsenzulassung der Wertpapiere der Seniortranche muss vorliegen.
4. Es muss eine Erklärung vorgelegt werden, dass zumindest von zwei Market Makern die Handelbarkeit der Wertpapiere der Seniortranche am Sekundärmarkt gewährleistet wird.
5. Eine enge Anlehnung des Investorenreportings an den von der TSI erarbeiteten Standards muss gegeben sein.
6. Der Originator der Transaktion muss bereit sein, das regelmäßig vorzunehmende Investorenreporting zeitnah auf der Homepage der TSI zu veröffentlichen.

Quelle: Eigene Darstellung; in Anlehnung an TSI (2008 d).

Tab. 2: Zertifizierungsvoraussetzungen

Die einzelnen Zertifizierungsvoraussetzungen werden in den folgenden Abschnitten detaillierter erörtert.

²¹⁶ Vgl. Akerlof (1970), Kapitel 2.2.2.

²¹⁷ Wie z. B. eine wahrscheinlich höhere Sekundärmarktliquidität durch die Zertifizierung.

3.2.1 Existenz einer Seniortranche

Als Seniortranche wird die ranghöchste Tranche einer Transaktion oder auch der Teilbetrag einer Wertpapieremission bezeichnet, der vorrangig mit Zins- und/oder Tilgungszahlungen zu bedienen ist bzw. vom Forderungspool kreditmäßig bevorzugt wird.²¹⁸ Sie ist für gewöhnlich mit einem Triple- oder Double-A-Rating bewertet.²¹⁹ Eingrenzender ist eine Definition, die lediglich die mit einem AAA bewertete Tranche als Seniortranche bezeichnen.²²⁰ Dieser Definition folgt auch die TSI.²²¹ Da eine Zertifizierung der TSI ein Rating²²² der Tranchen der ABS-Transaktion bzw. die Existenz einer Seniortranche voraussetzt, können ausschließlich ABS-Transaktionen, die auf einer Pay-Through-Konstruktion basieren, zertifiziert werden.²²³

Das Ziel, das durch die Bonitätsbewertung eines Emittenten oder einer Emission in Form eines Ratings erreicht werden soll, ist der Abbau von Informationsasymmetrien, vor allem gegenüber Investoren,²²⁴ wobei für Verbriefungen die Bonität der emittierten Anleihen, also das Emissionsrating, im Vordergrund steht.²²⁵

Die Erstellung des Ratings für die zu bewertenden ABS-Tranchen wird i. d. R. von einer oder mehreren der Rating-Agenturen wie Fitch, Moody's und S&P vorgenommen. Bis zum Jahr 2005 wurde noch kein Rating für

²¹⁸ Vgl. BAKred (1997), S. 1822; Latenser (1997), S. 350.

²¹⁹ Vgl. PwC (2007), S. 6-7.

²²⁰ Vgl. Kirschner/Hermann/Wiedmann (2000), S. 362.

²²¹ Vgl. Uhrmacher (2008), Anhang 13.

²²² Eine einheitliche Definition des Begriffes Rating ist nicht existent. Ein Rating soll dazu dienen, die Bonität eines Schuldners beurteilen und einstufen zu können. Im Finanzmanagement ist das Verständnis über die Verwendung eines Ratings, sowohl von Investoren als auch von Emittenten, von elementarer Bedeutung für dessen Nutzenpotential. Vgl. Heinke/Steiner (2000), S. 1. Im Allgemeinen wird zwischen kurz- und langfristigem Rating unterschieden. Vgl. Hellmich (2002), S. 414; Aibel (2000), S. 8.

²²³ Eine Seniortranche kann bei Pass-Through-Konstruktionen nicht konstruiert werden, da es sich um direkte und unveränderte Weiterleitung des Cashflow aus dem Pool an die Investoren handelt. Vgl. hierzu Rudolph/Scholz (2007), S. 539. Bzw. Kapitel 2.1.2 dieser Arbeit.

²²⁴ Vgl. Rudolph (2005), S. 177, dasselbe Ziel, Informationsasymmetrien abzubauen, wird auch durch die Bereitstellung eines Reportings verfolgt; OeNB (2004), S. 42-43.

²²⁵ Vgl. OeNB (2004), S. 43. Aussagen über einen für ein Finanzprodukt angemessenen Preis können nicht aus den Bonitätsurteilen der Rating-Agenturen abgeleitet werden. Vgl. Maisch (2007), S. 37.

eine ABS-Transaktion von einer anderen, nationalen Rating-Agentur durchgeführt.²²⁶ Bei der Erstellung ihres Ratings untersuchen die Rating-Agenturen insbesondere die Qualität des Forderungspools, die Transaktionsstruktur und beurteilen die Kompetenz aller Beteiligten.²²⁷ Eine allgemeine Beschreibung der Transaktion bildet diesbezüglich den Ausgangspunkt für die Agenturen, um eine Vorstellung von dem durch die Transaktion verfolgten Ziel, dem Anleihevolumen und den an der Transaktion beteiligten Parteien zu erhalten. Bei der Analyse des Forderungspools obliegt der Konzentration der Schuldner, der Laufzeit der Forderungen, der Variabilität der Zahlungen und den Zulassungs- oder Austauschkriterien der Forderungen besondere Beachtung. Ebenfalls wird beachtet, ob es sich um einen statischen oder „verwalteten“ Forderungspool handelt.²²⁸ Letzterer entsteht bei revolving strukturierten Transaktionen und solchen, bei denen zu Anfang mehr Anleihen emittiert werden, als die Summe des ursprünglichen Forderungsvolumens beträgt. Diese sind üblicherweise mit so genannten „early amortisation triggers“²²⁹ ausgestattet,²³⁰ deren Verletzung zu einer vorzeitigen Beendigung einer Transaktion führen kann.²³¹ Dies gilt auch für die Verletzung weiterer vertraglich festgelegter Kennzahlen.

Anschließend begutachtet die Agentur die vorgeschlagene Struktur und deren Einfluss auf die Cashflows.²³² Innerhalb der Struktur können prinzipiell interne- und externe Besicherungsmaßnahmen unterschieden

²²⁶ Vgl. Bund/Morlok (2005), S. 969. Als dominierend im Rating-Prozess weist PwC (2007), S. 12, neben den oben Genannten, die Dominion Bond Ratings Services (DBRS) aus. Der Frankfurter Allgemeine Zeitung (FAZ) zufolge zieht sich DBRS allerdings nach der Subprime-Krise aus Europa zurück. Vgl. o.V. (2008), DBRS, S. 17.

²²⁷ Vgl. Früh (1995), S. 106; Röder/Sonnemann nennen den Serviceagenten, Treuhänder, das SPV und die Sicherungsgeber als Parteien, die beurteilt werden. Vgl. Röder/Sonnemann (2005), S. 331. Carter/Watson darüber hinaus den Originator. Vgl. Carter/Watson (2006), S. 88-89.

²²⁸ Vgl. Carter/Watson (2006), S. 88-90. Zu den Unterschieden je nach Assetklasse siehe Kapitel 3.2.2.1 dieser Arbeit.

²²⁹ Perridon/Steiner übersetzen den Begriff „Trigger“ mit Deckungstest. Vgl. Perridon/Steiner (2007), S. 441.

²³⁰ Vgl. Hesdahl/Litwin (2006), S. 170.

²³¹ Vgl. Bund (2002), S. 25.

²³² Vgl. Carter/Watson (2006), S. 89-90.

werden.²³³

Die wirtschaftliche Übersicherung (Overcollateralization), Subordination oder Bildung eines Reservefonds stellen Möglichkeiten der internen Besicherung dar.²³⁴ So stellen für die Seniortranche die schlechter gerateten Tranchen und das First-Loss-Piece eine Bonitätsverbesserung, aus der Subordination heraus, dar,²³⁵ weil sie bevorzugt mit Zins- und/oder Tilgungszahlungen bedient und so diesen Tranchen „übergeordnet“ ist.²³⁶ Es ist ebenfalls möglich, dass die Übersicherung einer Transaktion, zumindest partiell, über deren Laufzeit aufgebaut wird.²³⁷ Anzumerken ist, dass der Emittent bei nahezu jeder ABS-Transaktion die Investoren vor den ersten auftretenden Verlusten schützt.²³⁸ Rückkaufzusagen, Patronatserklärungen und Forderungsausfallgarantien, die durch den Originator und verbundene Gesellschaften gegeben werden, oder Geldeinlagen und Kreditlinien, die durch sonstige Dritte gestellt werden, sind den externen Besicherungsmaßnahmen zuzuordnen.²³⁹

²³³ Vgl. Bittelmeyer (2007), S. 346.

²³⁴ Vgl. Bittelmeyer (2007), S. 346.

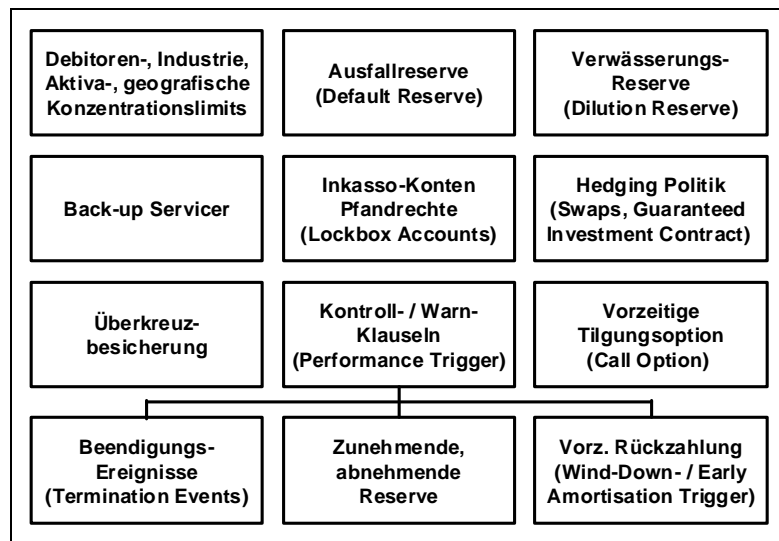
²³⁵ Vgl. Carter/Watson (2006), S. 90; Bär (2000), S. 213.

²³⁶ Übersteigen das Volumen der Verluste und Ausfälle aus dem Pool das Volumen der subordinierten Tranchen, so partizipiert der Investor der Seniortranche wieder am Kreditrisiko. Vgl. Laternser (1997), S. 19. Die Tilgung der nachrangigen Tranchen beginnt i. d. R. erst, wenn die vorrangige Tranche amortisiert ist. Vgl. Bittelmeyer (2007), S. 349. Je schneller die Tilgung des Portfolios von statten geht, desto geringer wird das Volumen des mögl. Excess Spread sein, dass für die Investoren (als Sicherheit) zur Verfügung steht. Vgl. Carter/Watson (2006), S. 92.

²³⁷ Vgl. Gespräch mit Frau Schemann-Teuber am 26.11.2007.

²³⁸ Vgl. Brewer II/Iseley (1990), S. 128.

²³⁹ Vgl. Bittelmeyer (2007), S. 347. Diese Aufzählung ist nicht abschließend zu verstehen. Abb. 8 verdeutlicht, wie vielschichtig mögliche Formen der Kreditbesicherung sein können, zumal mehrere Besicherungsmaßnahmen in einer Transaktion ergänzend auftreten können.



Quelle: Eigene Darstellung; in Anlehnung an: TSI (2007c), S. 37.

Abb. 8: Kombinierbare Elemente des Credit Enhancement²⁴⁰

Die in der Abbildung dargestellten, frei kombinierbaren Besicherungsmaßnahmen ermöglichen es, die Bedürfnisse der Investoren bspw. hinsichtlich der zeitlichen Struktur der Zahlungsströme und deren Sicherheit zu befriedigen, bei gleichzeitiger Wahrung der Flexibilität für den Emittenten in Bezug auf Rechnungslegungs-, Regulierungs- und Refinanzierungsziele respektive -vorgaben.²⁴¹ So kann das vom Arrangeur und Originator gewünschte Rating mittels einer Anpassung der Besicherungsmaßnahmen erreicht werden, welche durch die Rating-Agentur quantifiziert und ermittelt werden kann.²⁴² Das Credit Enhancement „erleichtert“ dadurch den Verbriefungsprozess.²⁴³ Auch Investoren analysieren dessen Qualität und Einfluss auf den Schutz vor Verlusten und vor nicht rechtzeitigen Zahlungseingängen.²⁴⁴

Die Rating-Agentur evaluiert die vorgeschlagene Transaktionsstruktur, aufgrund ihrer wesentlichen Auswirkungen auf das Rating, auch unter

²⁴⁰ Zur Beschreibung der Elemente sei auf Ohl (1994), S. 85-113; Bär (2000), S. 207-227 verwiesen.

²⁴¹ Vgl. Brewer II/Iseley (1990), S. 128-129.

²⁴² Vgl. Bund (2002), S. 24. Die strukturellen Anforderungen an die Transaktion müssen ebenfalls erfüllt worden sein.

²⁴³ Vgl. Brewer II/Iseley (1990), S. 127.

²⁴⁴ Vgl. SEC (2005), S. 1511.

Einbeziehung rechtlicher und steuerrechtlicher Gutachten.²⁴⁵

Gegenstand der rechtlichen Analyse der Verträge ist die Frage, ob das Eigentum an den Forderungen vollständig auf das SPV übergeht, auf Sicherungsrechte für die Investoren geachtet und für eine mögliche Verschlechterung sowohl des Forderungspools als auch der Qualität der Forderungsverwaltung Vorkehrung getroffen wurde.²⁴⁶ Das Rating des Sicherungsgebers wird in erster Linie für die Beurteilung der Güte der Absicherung herangezogen,²⁴⁷ da das Kreditrisiko zum Teil von den Investoren auf den Sicherungsgeber übergeht und das ABS-Rating so auf dessen Bonität angehoben werden kann.²⁴⁸ Kommt die Rating-Agentur hinsichtlich der Forderungsverwaltung zu dem Ergebnis, dass der Serviceagent nicht im ausreichenden Maße in der Lage sein würde, den ihm übertragenen Verpflichtungen nachzukommen, bewertet sie eine Transaktion nicht.²⁴⁹ Eine Transaktion wird bis zur vollständigen Rückzahlung der gerateten Tranche durch die Rating-Agentur überwacht.²⁵⁰

3.2.2 Nutzung der Verbriefungsplattform der TSI

3.2.2.1 Assetklassen und deren Charakteristika

Die Inhalte der Verbriefungsplattform wurden von den 13 Gründerbanken der TSI mit allen Beteiligten abgestimmt.²⁵¹ Es können derzeit True-Sale-Transaktionen zertifiziert werden, deren Referenzportfolio folgenden Assetklassen unterliegt: Unternehmens- und private Wohnungsbau-

²⁴⁵ Vgl. Carter/Watson (2006), S. 89. Bspw. Gutachten darüber, ob die Struktur des SPV insolvenzfest und von äußerlichen Einflüssen unabhängig ist.

²⁴⁶ Vgl. Bund (2002), S. 25. Denn nur wenn die zu verbriefenden Forderungen vom Insolvenzrisiko des Originators vollständig separiert sind, kann das Rating einer Tranche höher sein als das des Originators. Vgl. Hesdahl/Litwin (2006), S. 169. Anzumerken ist hier, dass das „Länderrating“ grundsätzlich das Rating einer Verbriefungstransaktion nach oben begrenzt. Vgl. Cerveny (2006), S. 1034. Leffers (1996), S. 358.

²⁴⁷ Vgl. Brewer II/Iseley (1990), S. 128.

²⁴⁸ Vgl. Hartmann-Wendels (2000), S. 420.

²⁴⁹ Vgl. Fabozzi/Davis/Choudhry (2006), S. 81. Zu den Aufgaben des Serviceagenten vgl. Kapitel 2.1.4.

²⁵⁰ Vgl. Bund (2002), S. 25.

²⁵¹ Darunter die BaFin, das Bundeskartellamt, S&P, Moody's und Fitch sowie verschiedene Wirtschaftsprüfungsgesellschaften und Anwaltskanzleien. Vgl. TSI (2008d).

darlehen, gewerbliche Immobilienfinanzierungen und Konsumentenkredite.²⁵²

Die Kenntnis der Assetklasse bzw. des Verwendungszwecks des zugrunde liegenden Kredits ist vor dem Hintergrund der damit spezifisch verbundenen Risiken vor allem für die Investoren von Bedeutung. Selbiges gilt für die geografische Verteilung der den Pool konstituierenden Forderungen, deren Laufzeiten sowie den Wohnorten der Kreditnehmer.²⁵³ Für die Eingliederung in ein Risikomanagement ist ebenfalls eine Unterscheidung der Forderungsarten nötig, da die Bewertung des Pools anhand spezifischer Parameter vorgenommen wird, die sich von Art zu Art unterscheiden.²⁵⁴

Als Konsumentenkredit (*Consumer Loans (CL)*) werden nicht mit dem Wohnungsbau zusammenhängende Kredite definiert, deren Vergabe durch Banken an private, wirtschaftlich unselbstständige Personen erfolgt. Über Konsumentenkredite werden üblicherweise Gebrauchsgüter und Dienstleistungen finanziert.²⁵⁵ Die Risikoquoten variieren je nach Verwendungszweck stark.²⁵⁶ Eine Diversifikation des Ausfallrisikos lässt sich durch die hohe Anzahl an Forderungsschuldnern erreichen. So besteht bspw. der einer typischen Verbriefung von Automobilkrediten unterliegende Pool aus zehntausenden Forderungen unterschiedlicher Schuldner.²⁵⁷

Durch eine standardisierte Kreditwürdigkeits- und Kreditfähigkeitsprüfung in der Abwicklung kann die Homogenität der Forderungen garantiert

²⁵² Vgl. Trautwein/Bechtold (2005), S. 3.

²⁵³ Vgl. Gespräch mit Herrn Bechtold am 06.12.2007, Frage 28.

²⁵⁴ Vgl. OeNB (2004), S. 13. Neben den Forderungsarten sind auch unterschiedliche Kreditarten zu berücksichtigen. Für eine ausführliche Darstellung der verschiedenen Kreditarten sei auf Eichwald/Pehle (2000), S. 742-776, verwiesen.

²⁵⁵ Vgl. David (2001), S. 77. Diese nennt als Bsp. den Kauf von Autos und High-Tech-Geräten, respektive die Finanzierung von Urlaubsreisen.

²⁵⁶ Vgl. Gespräch mit Herrn Bechtold am 06.12.2007, Frage 28, z. B. beträgt die Risikoquote von Neuwagen nur knapp die Hälfte derer von Gebrauchtwagen.

²⁵⁷ Vgl. Curtin/Deckoff (1990), S. 200. Vgl. bspw. die zertifizierten Driver Transaktionen in Tab. 7 in Kapitel 3.3.

werden. Diese Eigenschaften lassen den Konsumentenkredit als für die Verbriefung „prädestiniert“ erscheinen.²⁵⁸

Durch CLOs werden üblicherweise, im Vergleich mit ABS i. e. S., sowohl eine geringere Forderungsanzahl als auch heterogenere Forderungen verbrieft,²⁵⁹ wobei es sich i. d. R. um Unternehmenskredite handelt.²⁶⁰ Dennoch wird eine „ausreichende“ Diversität des Forderungspools als notwendige Voraussetzung für eine erfolgreiche CLO-Emission genannt.²⁶¹ Eine Verbriefung von Krediten, die Banken an mittelständischen Unternehmen gewährt haben, wird als small and medium sized enterprises CLO (SME CLO) bezeichnet.²⁶²

Die für gewöhnlich relativ geringe Größe der einzelnen Forderung führt dazu, dass ein RMBS-Verbriefungsportfolio aus sehr vielen Forderungen besteht, um ein Mindestvolumen zu generieren, dass eine wirtschaftliche Durchführung der Transaktion ermöglicht.²⁶³ Die Konzentration einzelner Schuldner ist demzufolge eher gering, respektive die Granularität des Portfolios hoch. Für die BayernLB (2006) gelten bei RMBS die Art-, der Beleihungsauslauf-, die geografische Lage- und die Nutzungsart der Immobilie als die wichtigsten Kriterien zu Risikoeinschätzung des Portfolios.²⁶⁴ Die „Qualität“ privater Hypothekendarlehen variiert beträchtlich.²⁶⁵

Als Beispiel für weniger granulare Transaktionen werden CMBS genannt.²⁶⁶ Bei CMBS-Transaktionen wird hinsichtlich deren Zusammensetzung oftmals eine Unterscheidung nach Anzahl der Schuldner und

²⁵⁸ Vgl. David (2001), S. 78-79.

²⁵⁹ Vgl. Deutsche Bundesbank (2004), S. 29. In dem Beitrag der Bundesbank wird der übergeordnete Begriff CDO verwendet, allerdings durch den Zusatz: „zumeist Unternehmensforderungen“ eingegrenzt.

²⁶⁰ Vgl. BayernLB (2006), S. 31; OeNB (2004), S. 13, diese bezieht sich auf CDOs.

²⁶¹ Vgl. Henke (2002), S. 213.

²⁶² Vgl. BayernLB (2006), S. 31.

²⁶³ Auf die Kosten einer Verbriefungstransaktion wird in Kapitel 2.2.1 eingegangen.

²⁶⁴ Vgl. BayernLB (2006), S. 28.

²⁶⁵ Vgl. Prasad (2006), S. 9.

²⁶⁶ Vgl. BayernLB (2006), S. 29; Prasad (2006), S. 9. Eine Auflistung aller europäischen CMBS-Transaktionen der Jahre 1996-2004 kann aus Breidenbach (2005), S. 388-391, entnommen werden.

finanzierter Objekte vorgenommen.²⁶⁷ Der Forderungspool bei True-Sale-MBS-Transaktionen besteht meist ausschließlich aus Darlehen eines Landes.²⁶⁸

Über alle Assetklassen hinweg variiert die Höhe der vorzeitigen Rückzahlung von Forderungen innerhalb Europas sehr stark. Auswirkung auf eine vorzeitige Rückführung haben unter anderem das Zinsniveau, der Wettbewerb unter den Kreditgebern, das Ausmaß von Vertragsstrafen bei vorzeitiger Rückzahlung, die finanzielle Erfahrung der Darlehensnehmer, die Kundenbindung sowie bürokratische Hemmnisse bei der Refinanzierung.²⁶⁹ In Deutschland ist das vor allem bei MBS-Transaktionen auftretende Prepayment-Risiko für strukturierte Transaktionen geringer, da bei vorzeitiger Tilgung eines Kredits oder einer Hypothek eine Vorfälligkeitsgebühr vom Kreditnehmer verlangt wird.²⁷⁰ Bei Verbriefungen von Autokrediten ist ein Prepayment-Risiko gegeben, da es bei Vollkaskoschäden zu einer sofortigen Auszahlung des Kredites seitens der Versicherung kommt. Kauf oder Verkauf des Automobils stellen weitere Gründe für eine vorzeitige Rückführung des Kredits dar.²⁷¹

Für die Abwicklung von Transaktionen, denen sog. Non-Performing-Loans (NPL) zugrunde liegen, stellt die TSI ihre Verbriefungsplattform nicht zur Verfügung. Dadurch wird sichergestellt, dass ausschließlich Kredite, die in der Vergangenheit vertragsgemäß bedient wurden, die Verbriefungsplattform durchlaufen können.²⁷² Für CBOs wurden keine Zertifizierungsbedingungen formuliert, da Originatoren zur Abwicklung dieser

²⁶⁷ Vgl. BayernLB (2006), S. 29.

²⁶⁸ Dies liegt an den unterschiedlichen vertraglichen Gegebenheiten innerhalb der verschiedenen Länder. Vgl. Lorenz (2006), S. 54.

²⁶⁹ Vgl. Carter/Watson (2006), S. 92.

²⁷⁰ Vgl. Bittelmeyer (2007), S. 348. Die historischen Prepayments für RMBS lagen in den letzten Jahren in England zwischen 20-50 Prozent, in Deutschland bei 5-10 Prozent pro Jahr. Daraus resultiert für Deutschland ceteris paribus eine höhere durchschnittliche Laufzeit der Forderungen und ein längerer Risikohorizont der Investoren. Vgl. Carter/Watson (2006), S. 92. David bezeichnet das Prepayment-Risiko für den deutschen Markt als „eher irrelevant“. Vgl. David (2001), S. 82.

²⁷¹ Vgl. Bittelmeyer (2007), S. 348.

²⁷² Vgl. Wang (2006), S. 34.

Transaktionen aus steuerlichen Gründen auf das Ausland ausweichen.²⁷³ Die zu verbrieften Forderungen werden nach der Zustiftung des SPVs an dieses verkauft.

3.2.2.2 Stiftungslösung

Die Abwicklung von Verbriefungstransaktionen durch die TSI-Plattform erfolgt über drei Stiftungen,²⁷⁴ welche als Gesellschafter mit jeweils einem Drittel der Anteile an der Zweckgesellschaft beteiligt sind.²⁷⁵ Im Einzelnen sind die *Stiftung Kapitalmarktrecht für den Finanzstandort Deutschland*, die *Stiftung Kapitalmarktforschung für den Finanzstandort Deutschland* sowie die *Stiftung Unternehmensfinanzierung und Kapitalmärkte für den Finanzstandort Deutschland* involviert. Die durch die Stiftung begünstigten sind das Institute for Law and Finance, das Center for Financial Studies (CFS) und das „Department of Finance“ der European Business School (EBS).²⁷⁶ Eine hohe Akzeptanz bei internationalen Investoren soll durch die Orientierung der Stiftungsstruktur an weltweit bekannten Konstruktionen erreicht werden.²⁷⁷ Gleichzeitig ermöglicht dieser Aufbau die gesellschaftsrechtliche Unabhängigkeit des SPVs vom Originator der Forderungen.²⁷⁸ Die nötige Insolvenzfestigkeit für True-Sale-Verbriefungen,²⁷⁹ die ein zentrales Erfordernis aus Sicht der Investoren und der Rating-Agenturen darstellt,²⁸⁰ wird ebenfalls erreicht.

Die Rechtsverhältnisse privater Stiftungen werden durch die §§ 80-88 BGB sowie ein evtl. vorhandenes landesrechtliches Stiftungsgesetz

²⁷³ Vgl. Uhrmacher (2008), Anhang 13. Bzw. die Ausführungen zur gewerbesteuerneutralen Verbriefung von Forderungen in Kapitel 2.3.1.

²⁷⁴ Vgl. DZ BANK (2007a), S. 22.

²⁷⁵ Vgl. Flämig (2004a), S. 1, Michel/Kleidt (2004), S. 2, KfW (2004b), S. 2.

²⁷⁶ Vgl. Frankfurt (2004a); Frankfurt (2004b); Frankfurt (2004c); Steevens (2004), S. 3; KfW (2004b), S. 3.

²⁷⁷ Vgl. Michel/Kleidt (2004), S. 25. In Form einer Stiftung werden i. d. R. SPVs in Niedrigsteuerländern wie bspw. Grand Cayman oder Jersey gegründet. Vgl. Piossek/Wölfle (2007), S. 334. Zu international seit längerer Zeit üblichen Konstruktionen vgl. Ohl (1994), S. 61-74.

²⁷⁸ Vgl. Flämig (2004b), S. 5.

²⁷⁹ Vgl. KfW (2003), S. 2.

²⁸⁰ Vgl. Michel/Kleidt (2004), S. 2.

geregelt.²⁸¹ Um als rechtsfähige Stiftung anerkannt zu werden, muss unter anderem die Erfüllung des Stiftungszwecks dauernd und nachhaltig als gesichert erscheinen.²⁸² Das Vermögen der Stiftung muss also erwarten lassen, dass dieser dauerhaft gesichert ist. Der Bestand des Grundstockvermögens ist unvermindert zu erhalten, zur Verwirklichung des Stiftungszwecks dürfen ausschließlich die aus dem Stiftungsvermögen erwirtschafteten Erträge und Stiftungszuwendungen herangezogen werden. Eine konkrete Vorgabe über den Umfang des Vermögens, mit dem eine rechtsfähige Stiftung ausgestattet werden muss, existiert nicht. Jedoch verlangen die Stiftungsbehörden i. d. R. mindestens 50.000 €.²⁸³ Das Stiftungskapital der „TSI-Stiftungen“ beträgt insgesamt 2,25 Mio. € und wurde von den 13 Gründungsgesellschaftern der TSI eingebracht.²⁸⁴ Die Haftung einer Stiftung ist auf ihr Stiftungsvermögen begrenzt.²⁸⁵

Drei Stiftungen sind notwendig, weil bei einem Anteilsbesitz einer Stiftung an einer oder mehreren Zweckgesellschaften von 50 % oder darüber die SPVs unter der Stiftung konsolidiert werden müssten.²⁸⁶ Da eine Stiftung als Gesellschafter nicht mehr als 34 % des SPVs hält, liegen keine Kreditnehmereinheiten im Sinne des KWGs vor²⁸⁷ und eine Überschreitung der Großkreditgrenze durch die Banken ist nicht nach jeder neu durchgeführten Transaktion vonnöten.²⁸⁸ D. h., es wird vermieden, dass bei einem Investor, der an einer TSI-Transaktionen partizipiert und nicht gegen die Großkreditrichtlinie „verstößt“, u. U. durch eine Transaktion, bei

²⁸¹ Vgl. Falter (2007), S. 72.

²⁸² § 80 Abs. 2 BGB.

²⁸³ Vgl. Engelsing/Geschwandter/Lüke (2007), S. 35-36, sowie 51.

²⁸⁴ Vgl. Gespräch mit Herrn Bechtold am 06.12.2007, Frage 7, das Stiftungsvermögen ist gleich verteilt.

²⁸⁵ Vgl. Falter (2007), S. 73.

²⁸⁶ § 19 Abs. 2 Satz 1 KWG und § 17 Abs. 1 AktG.

²⁸⁷ o.V. (2005), Redaktionsgespräch, S. 960.

²⁸⁸ Falls es sich bei dem Investor um eine Bank handelt, die den Bestimmungen des KwG unterliegt. Vgl. Gespräch mit Herrn Bechtold am 06.12.2007, Frage 6.

der er selbst nicht als Investor auftritt, eine Einstufung als Großkreditnehmer vorzunehmen ist.²⁸⁹

3.2.2.3 Deutsche Zweckgesellschaft

Bisher wurde für jede zertifizierte True-Sale-Transaktion eine Zweckgesellschaft in Rechtsform der GmbH gegründet.²⁹⁰ Die Firmierung als GmbH bietet sich für Verbriefungen unter anderem deshalb an, weil im Vergleich zu anderen Gesellschaftsformen, relativ wenig Eigenkapital gebunden wird²⁹¹ und eine Einflussnahme des Originators auf das SPV vermieden werden kann.²⁹² Aufgrund der Eigenständigkeit der juristischen Person der GmbH ist dieser auch die Verselbstständigung ihrer Aktiva rechtlich erlaubt.²⁹³ Des Weiteren lässt sich die Gründung einer GmbH „rascher und einfacher“ als die einer AG vollziehen.²⁹⁴ Ein Vorteil der in Deutschland angesiedelten SPV-Lösung liegt für Kunden darin, dass die Kreditabwicklung und eine mögliche Prozessführung gegenüber im Ausland angesiedelten Zweckgesellschaften leichter ist.²⁹⁵ Darüber hinaus kann gegenüber „Offshore-Lösungen“ eine größere Bandbreite an Investoren angesprochen werden.²⁹⁶

Die Abwicklung von mehreren Transaktionen über ein und dasselbe deutsche SPV ist rechtlich möglich, wurde aber bisher nicht vorge-

²⁸⁹ Vgl. Flämig (2004a), S. 1; DZ BANK (2007a), S. 22. So bedarf es nur auf Einzeltransaktionsbasis einer Prüfung, ob die Großkreditgrenze eingehalten wird, vgl. hierzu Trautwein/Bechtold (2005), S. 3.

²⁹⁰ Die für die Verbriefungstransaktion eingerichtete GmbH bilanziert nach den Vorschriften des HGB. Vgl. Gespräch mit Herrn Bechtold am 06.12.2007, Frage 4.

²⁹¹ Rosar (2000), S. 41. Nach Gögler sind zur rechtlichen Ausgestaltung eines SPV Personengesellschaften ungeeignet. Als Rechtsform eignen sich Kapitalgesellschaften, wobei der entstehende finanzielle und rechtliche Aufwand als „deutliche Vorteile für die GmbH“ sprechen, die allerdings „nur“ Inhaberschuldverschreibungen emittieren kann. Vgl. Gögler (1996), S. 59.

Zu beachten ist, dass das eingebrachte Kapital, bei einer Transaktion über die Plattform der TSI, vollständig in die Stiftungen übergeht.

²⁹² Vgl. Früh (1995), S. 107.

²⁹³ Vgl. Rosar (2000), S. 41.

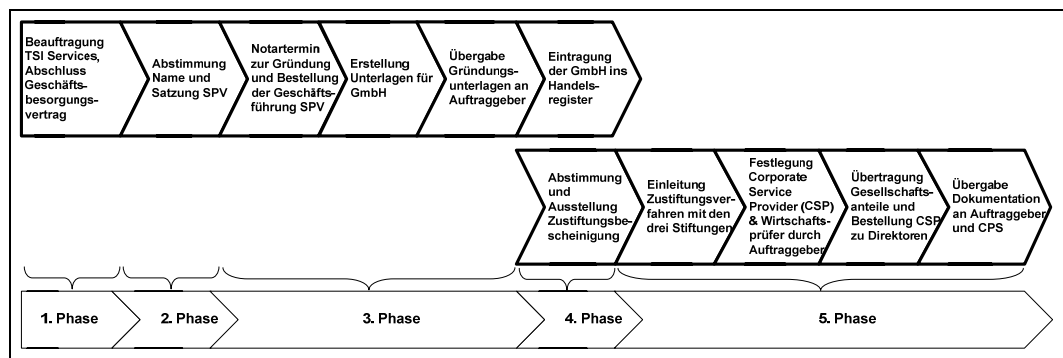
²⁹⁴ Vgl. Kübler/Assmann (2006), S. 247.

²⁹⁵ Vgl. Koberstein-Windpassinger (1999), S. 474.

²⁹⁶ Vgl. TSI (2007e), S. 11.

nommen.²⁹⁷ Hierzu müssten Investoren und Rating-Agenturen davon überzeugt werden, dass im Streitfall die Investoren einer Transaktion keinen Rückgriff auf die Vermögensmasse einer anderen Transaktion haben.²⁹⁸

Nachfolgend sind Phasen aufgeführt, die auf „dem Weg zu einem deutschen SPV“ durchlaufen werden.²⁹⁹



Quelle: Eigene Darstellung; TSI (2007a), S. 11; TSI Services (2008).

Abb. 9: Gründungsprozess und Prozess der Zustiftung

1. Der Originator beauftragt die TSI Services, durch Abschluss eines Geschäftsbesorgungsvertrags sowie Anerkennung der „Allgemeinen Vertragsbedingungen“ der TSI Services, die Gründung einer GmbH als deutsches SPV vorzunehmen und diese zu einem späteren Zeitpunkt auf die von der TSI bereitgestellte Verbriefungsplattform zu übertragen.
2. Eventuelle Abweichungen der SPV-Satzung des Auftraggebers von der Mustersatzung der TSI Services, die sowohl mit der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) als auch mit den Rating-Agenturen Moody's, S&P und Fitch abgesprochen ist,³⁰⁰

²⁹⁷ Der TSI liegen Gutachten vor, die dies bestätigen. Vgl. Gespräch mit Herrn Bechtold am 06.12.2007, Frage 4.

²⁹⁸ Vgl. Gespräch mit Herrn Bechtold am 06.12.2007, Frage 4.

²⁹⁹ Vgl. TSI Services (2008). Eine abgedruckte Version findet sich auch in Brenken/Papenfuß (2007), S. 58-59. Als Quelle wird hier die TSI angegeben, es werden bei Brenken/Papenfuß sechs Phasen bzw. Schritte aufgeführt.

³⁰⁰ Vgl. Gespräch mit Herrn Bechtold am 06.12.2007, Frage 5.

wird durch die TSI Services mit der Auftragsgeberkanzlei und mit den Rating-Agenturen abgestimmt.

3. Durch den Auftraggeber wird ein Corporate Service Provider bestellt,³⁰¹ der das SPV verwaltet und nach Zustiftung der Gesellschaft dessen Geschäftsführer stellt. Die Gründungsunterlagen der GmbH werden vorbereitet.
4. Das SPV wird von der TSI Services gegründet, die bis zur Übertragung der GmbH auf die Stiftungen ihre Geschäftsanteile hält.
5. Kurz vor „closing“ der Transaktion und nach Vorlage der von einer OECD-Bank ausgestellten Zustiftungsbescheinigung durch den Auftraggeber,³⁰² wird das SPV durch die TSI Services zu gleichen Teilen auf die drei Stiftungen übertragen. Den Stiftungen gegenüber wird durch die Zustiftungsbescheinigung die Erfüllung wesentlicher Vorgaben der TSI-Mustersatzung bescheinigt.

Im Anschluss werden die Notes durch das SPV emittiert, wobei der Lead Manager der Transaktion diese ankauft und an die Investoren weiterverkauft.³⁰³ Nach Beendigung der Transaktion wird die Gesellschaft liquidiert und dies den beteiligten Rating-Agenturen mitgeteilt.³⁰⁴ Zu bemerken ist, dass es sich insgesamt um einen standardisierten Prozess handelt.³⁰⁵ Für die von der TSI bzw. TSI Services erbrachten Leistungen wurde im Juni 2007 pro Transaktion eine Dienstleistungsgebühr i. H. v. 43.000 € zzgl. Umsatzsteuer in Rechnung gestellt.³⁰⁶

³⁰¹ Vgl. Kapitel 2.1.4.

³⁰² Diese beinhaltet die Zusicherung, dass es sich bei der Transaktion um eine ABS-Transaktion handelt und das SPV ausschließlich für diesen Zweck benutzt wird. Vgl. Gespräch mit Herrn Bechtold am 06.12.2007, Frage 5.

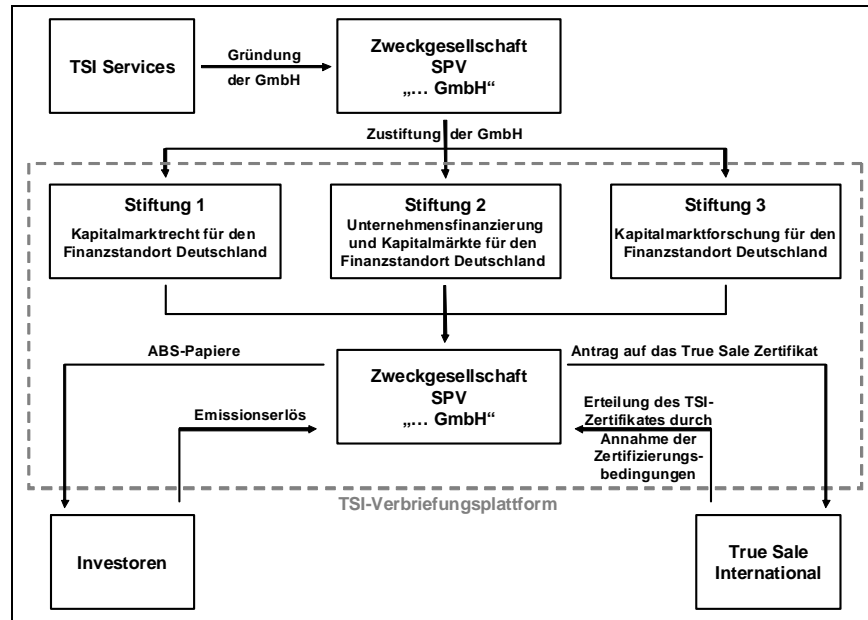
³⁰³ Gespräch mit Herrn Bechtold am 06.12.2007, Frage 5. Welche Partei die Funktion des *Lead Managers* übernimmt, hängt von deren „Vertriebskraft“ ab. Es ist möglich, dass der Arrangeur diese Funktion übernimmt. Vgl. Uhrmacher (2008), Anhang 13.

³⁰⁴ Vgl. Gespräch mit Herrn Bechtold am 06.12.2007, Frage 25.

³⁰⁵ Vgl. Brenken/Papenfuß (2007), S. 64.

³⁰⁶ Diese deckte alle entstehenden Kosten (wie bspw. Notar- und Zustiftungsgebühren, Veröffentlichungspflichten, Handelsregistereintragung, Provision für die vorläufige Geschäftsführung usw.) ab und beinhaltete 25.050 € Stammkapital des SPV.

Abschließend ist der Aufbau der Verbriefungsplattform der TSI grafisch dargestellt.



Quelle: Eigene Darstellung; in Anlehnung an Brenken/Papenfuß (2007), S. 56.

Abb. 10: Aufbau der TSI-Verbriefungsplattform

Bei einer Zertifizierung durch die TSI kommt es im Anschluss an die Zustiftung zur Bewertung, ob das SPV alle Zertifizierungsvoraussetzungen erfüllt. Darunter fällt auch die Überprüfung des Aufbaus der rechtlichen Dokumentation.

3.2.3 Informationsmemorandum

3.2.3.1 Aufbau

Eine Zusammenfassung der wichtigsten Bestandteile der Dokumentation einer ABS-Transaktion findet sich im „Offering Circular“³⁰⁷. Durch das Offering Circular werden sowohl die Art des Risikotransfers³⁰⁸ als auch die

Die Liquidationskosten für das SPV betragen einmalig 9.000 €. Vgl. TSI (2007e), S. 9. Die bei einer Zertifizierung zusätzlich anfallenden Kosten werden in Kapitel 4.4 genannt.

³⁰⁷ Im Folgenden werden die Begriffe Informationsmemorandum, Offering Circular und Prospekt synonym verwendet.

³⁰⁸ Vgl. Kapitel 2.1.2.

Rechte und Pflichten des Originators und des Trustee sowie die Aufgaben des Serviceagenten bestimmt.³⁰⁹

Eine Zertifizierung durch die TSI setzt voraus, dass sich der Aufbau des Informationsmemorandums an dem von der TSI publizierten „vorgeschlagenen Aufbau des Informations-Memorandums (Prospektaufbau)“³¹⁰ orientiert.³¹¹ Der Prospekt zertifizierter Transaktionen muss außerdem in elektronischer Form zum Abrufen auf der Webseite der TSI zur Verfügung gestellt werden.³¹²

Suggested Standardised Table of Contents

1. Summary
2. Risk Factors
3. Rating
4. Description of the Notes
5. Terms and Conditions of the Notes
6. Description of the Pool
7. Pool Servicing Standards
8. Data Protection
9. Origination and Credit Policy of Portfolio Seller
10. Description of the Issuer
11. SPV Accounts and Administration
12. Permitted Investments of Interim Liquidity
13. Description of Swap Agreements
14. The Seller
15. The Trustee
16. Trust Agreement
17. Taxation in Germany / Elsewhere
18. Clearing and Settlement
19. Selling / Transfer Restrictions
20. Subscription and Sale
21. General Information

Quelle: TSI (2005c), S. 1.

Tab. 3: Vorgeschlagener Aufbau des Informations-Memorandums

Die gesetzliche Pflicht zur Aufstellung eines Offering Circular ergibt sich der aus der Richtlinie 2003/71/EG (EU-Prospektrichtlinie) in Verbindung mit einer Börsenzulassung, die ebenfalls notwendiger Bestandteil der

³⁰⁹ Vgl. BayernLB (2006), S. 39.

³¹⁰ Vgl. TSI (2005c), S. 1.

³¹¹ Vgl. TSI (2007a), S. 13.

³¹² Vgl. TSI (2008b).

Zertifizierung durch die TSI ist.³¹³ Da die EU-Prospektrichtlinie bis zum Juli 2006 durch die Mitgliedsstaaten der EU in nationales Recht überführt werden musste, ist durch diese ein Mindeststandard für den Wertpapierprospekt europaweit gesetzt worden.³¹⁴ In deutsches Recht wurde die EU-Prospektrichtlinie durch das am 01.07.2005 in Kraft getretene Wertpapierprospektgesetz (WpPG) umgesetzt.³¹⁵

Durch das WpPG wird die Erstellung, Billigung und Veröffentlichung des Prospekts über öffentlich angebotene oder zum Handel an einem organisierten Markt zugelassene Wertpapiere geregelt.³¹⁶ Des Weiteren werden im WpPG Mindestangaben, die in einem Prospekt enthalten sein müssen, kodifiziert und Anforderungen an den Aufbau des Prospekts festgelegt.³¹⁷ Diese Anforderungen werden, neben dem Format, den enthaltenden Informationen, der Aufnahme von Informationen mittels Verweis und der Veröffentlichung und Verbreitung von Werbung durch die Verordnung 809/2004 (VO 809/2004) bestimmt, auf die in § 7 WpPG verwiesen wird.³¹⁸

Gegenstand eines Basisprospekts nach Artikel 22 Abs. 6 Nr. 1 VO 809/2004 können Asset Backed Securities sein. Über alle wesentlichen Umstände, die für die Bewertung eines Wertpapiers erforderlich sind, muss durch den Prospekt in verständlicher und leicht zu analysierender Form Auskunft gegeben werden.³¹⁹

³¹³ Vgl. Gespräch mit Herrn Bechtold am 06.12.2007, Frage 11. Vgl. hierzu ebenso Kapitel 3.2.4. Nach § 3 Abs. 3 WpPG muss ein Prospekt für Wertpapiere, die im Inland an einem organisierten Markt zugelassen werden sollen, veröffentlicht werden, sofern sich keine Ausnahme von dieser Pflicht aus § 4 Abs. 2 WpPG ergibt.

³¹⁴ Das Ziel, das durch die Richtlinie 2003/71/EC erreicht werden soll, ist, Investoren zu schützen und Kapitalmarkteffizienz, im Einklang mit hohen regulatorischen Standards, sicherzustellen. Vgl. IFSRA (2008a).

³¹⁵ Vgl. Apfelbacher/Metzner (2006), S. 81.

³¹⁶ Vgl. Apfelbacher/Metzner (2006), S. 81. Eine Definition für den Begriff des öffentlichen Markts findet sich im WpPG. Dort wird „ein Markt, der von staatlich anerkannten Stellen geregelt und überwacht wird, regelmäßig stattfindet und für das Publikum unmittelbar oder mittelbar zugänglich ist“, als öffentlicher Markt bezeichnet. § 2 Nr. 16 WpPG.

³¹⁷ § 5 Abs. 1 und Abs. 2 WpPG.

³¹⁸ Vgl. WpPG „Hinweis auf EU-Recht“. Artikel 1 VO 809/2004.

³¹⁹ Vgl. Sandberger (2004), S. 299.

3.2.3.2 Veröffentlichungspflichten

Die für das Registrierungsformular aufzuführenden Mindestangaben sind in einem festgelegten Schema³²⁰ in Anhang VII und Anhang IX der Verordnung 809/2004 zusammengestellt.³²¹ Nachfolgend abgebildet finden sich die Gliederungspunkte der ersten Ebene, um einen Überblick über die Struktur der Mindestangaben zu vermitteln.

Anhang VII
1. Verantwortliche Personen
2. Abschlussprüfer
3. Risikofaktoren
4. Angaben über den Emittenten
5. Geschäftsüberblick
6. Verwaltungs-, Management- und Aufsichtsorgane
7. Hauptaktionäre
8. Finanzielle Informationen über Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Emittenten
9. Angaben von Seiten Dritter, Erklärungen von Seiten Sachverständiger und Interessenerklärungen
10. Einsehbare Dokumente

Quelle: Eigene Darstellung; in Anlehnung an Anhang VII der VO 809/2004.

Tab. 4: Mindestangaben für das Registrierungsformular für durch Vermögenswerte unterlegte Wertpapiere („asset backed securities“/ABS) (Schema)

Ebenfalls überblicksartig zusammengestellt sind nachfolgend die, im Anhang VIII der Verordnung 809/2004 in einem festgelegten Modul³²² aufgeführten, Mindestangaben für ABS.³²³

³²⁰ Nach Artikel 2 Nr. 1 VO 809/2004 beinhaltet ein „Schema“ „eine Liste von Mindestangaben, die auf die spezifische Natur der unterschiedlichen Arten von Emittenten und/oder die verschiedenen betreffenden Wertpapiere abgestimmt sind“.

³²¹ Artikel 10 VO 809/2004. Die Mindeststückelung von ABS beträgt i. d. R. mehr als 50.000 €. Vgl. Schemann-Teuber (2008), Anhang 12. Deshalb ist Anhang IX der VO 809/2004 als Schema zu verwenden. Bei einer Mindeststückelung unter 50.000 € wäre Anhang V als Schema anzugeben.

³²² Nach Artikel 2 Nr. 1 VO 809/2004 beinhaltet ein „Modul“ „eine Liste zusätzlicher Angaben, die nicht in den Schemata enthalten sind und einem oder mehreren dieser Schemata anzufügen sind, je nachdem, um welches Instrument und/oder um welche Transaktion es sich handelt, für die ein Prospekt oder ein Basisprospekt erstellt wurde“.

³²³ Artikel 11 VO 809/2004.

Anhang VIII

1. Wertpapiere
2. Basisvermögenswerte
3. Struktur und Cash-Flow
4. «Ex Post» - Informationen

Quelle: Eigene Darstellung; in Anlehnung an Anhang VIII der VO 809/2004.

Tab. 5: Mindestangaben für durch Vermögenswerte unterlegte Wertpapiere („asset backed securities“/ABS) (Zusätzliches Modul)

Sowohl die Angaben des zusätzlichen Moduls als auch die Angaben der Schemata Anhang VII und Anhang IX sind in den Prospekt aufzunehmen.³²⁴

Anhang IX

1. Verantwortliche Personen
2. Abschlussprüfer
3. Risikofaktoren
4. Angaben über den Emittenten
5. Geschäftsüberblick
6. Organisationsstruktur
7. Trendinformationen
8. Gewinnprognose oder -Schätzung
9. Verwaltungs-, Geschäftsführungs- und Aufsichtsorgane
10. Hauptaktionäre
11. Finanzinformationen über die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Emittenten
12. Wesentliche Verträge
13. Angaben von Seiten Dritter, Erklärungen von Seiten Sachverständiger und Interessenerklärungen
14. Einsehbare Dokumente

Quelle: Eigene Darstellung; in Anlehnung an Anhang IX der VO 809/2004.

Tab. 6: Mindestangaben für das Registrierungsformular für Schuldtitel und derivative Wertpapiere (Schema) (Schuldtitel und derivative Wertpapiere mit einer Mindeststückelung von EUR 50 000)

Hervorzuheben ist Punkt vier des zusätzlichen Moduls, der die Rechtsgrundlage für ein späteres Reporting³²⁵ bildet. Der Emittent wird

³²⁴ Vgl. Zeising (2007), S. 316.

³²⁵ Im Rahmen dieser Arbeit ist mit dem Begriff Reporting die Bereitstellung von Daten/Informationen nach der Emission von Wertpapieren durch das SPV gemeint.

verpflichtet, im Prospekt Auskunft darüber zu geben, ob er beabsichtigt im Anschluss an die Emission „ex post“-Transaktionsinformationen zu veröffentlichen. Über die Art der Informationen sowie die Publikationshäufigkeit und den Ort, an dem die Informationen zum Abruf bereitgehalten werden, muss er im Falle einer Absichtsbekundung im Prospekt eine Aussage treffen.³²⁶ Dennoch wird der Emittent weder durch das WpPG noch durch die Prospektrichtlinie zur Bereitstellung weiterer laufender Informationen über die Transaktion (im Sinne eines Reporting) verpflichtet.³²⁷

Fitch (2005) bewertet es als positiv, dass für die Investoren ein rechtlich garantierter Anspruch auf ein Reporting besteht, falls sich der Emittent im Rahmen des Prospekts zur Erstellung eines Reports verpflichtet hat. Die Möglichkeit, eine diesbezüglich gegebene Zusage zu revidieren, ist nun rechtlich sanktionierbar. Als noch wichtiger bezeichnet es Fitch, dass das „Wie und Wo“ der Reportingveröffentlichung anzugeben ist, da der Zugang zu diesen Daten von (potenziellen) Investoren i. d. R. als problematisch erachtet wird.³²⁸

Für die Prüfung und Billigung des Prospekts ist die zuständige Behörde des Herkunftsstaates des Emittenten verantwortlich, falls die Mindeststückelung der Schuldverschreibungen weniger als 1.000 € beträgt. Ist dies nicht der Fall, kann als Herkunftsstaat der Sitzstaat des Emittenten oder der Staat innerhalb des EWRs gewählt werden, in dem die Wertpapiere öffentlich angeboten, zum Börsenhandel zugelassen sind oder zugelassen werden sollen.³²⁹ Da eine Stückelung der Anleihe unter

Eine Betrachtung des Reporting bis zum closing der Transaktion ist nicht Gegenstand der Zertifizierung und aufgrund dessen ebenfalls nicht Gegenstand dieser Arbeit.

³²⁶ VO 809/2004 Anhang VIII („asset backed securities“/ABS) (Zusätzliches Modul). Wobei der Umfang der Informationen auf die „Leistungskraft der Basissicherheit“ und auf die Wertpapiere, „die zum Handel zugelassenen werden sollen“ begrenzt wird. Anhang VIII Nr. 4.1. VO 809/2004.

³²⁷ Vgl. Gespräch mit Herrn Bechtold am 06.12.2007, Frage 18.

³²⁸ Vgl. Fitch (2005), S. 5.

³²⁹ § 2 Nr. 13 b WpPG.

1.000 € bei Verbriefungstransaktionen unüblich ist,³³⁰ wurde auch bei bisher zertifizierten Transaktionen die zuständige Behörde durch das Land der Börsennotierung determiniert.³³¹ Die Billigung des Prospekts ist das Ergebnis einer Prüfung, die an eher formalen Kriterien ausgerichtet ist und seitens der Aufsichtsbehörde keine Aussage über die Bonität des Emittenten beinhaltet.³³²

Nach Billigung der zuständigen Behörde, die für alle Mitgliedsstaaten Gültigkeit aufweist, darf der Prospekt veröffentlicht werden. Es obliegt dem Emittenten, den Prospekt in einer Zeitung zu veröffentlichen, oder ihn den Anlegern in gedruckter Form kostenfrei zur Verfügung zu stellen. Ebenso ist eine Veröffentlichung in elektronischer Form möglich, diese kann vom Herkunftsmitgliedstaat verlangt werden. Nach seiner Veröffentlichung behält der Prospekt ein Jahr Gültigkeit.³³³ Auf die Erstellung einer gesetzlich geforderten Zusammenfassung des Prospekts³³⁴ kann verzichtet werden, falls die Mindeststückelung der Wertpapiere größer als 50.000 € ist.³³⁵ Sind Wertpapiere an einem organisierten Markt zugelassen, so muss deren Emittent mindestens einmal jährlich ein so genanntes „jährliches Dokument“ veröffentlichen.³³⁶ Diese Verpflichtung entfällt jedoch bei einer Mindeststückelung der Wertpapiere von über 50.000 €.³³⁷ Insgesamt bezeichnet Zeising (2007) die Anforderungen, die durch die gesetzlichen Regelungen an einen Prospekt gestellt werden, als „nicht unerheblich“³³⁸. Bei der Emission von ABS ist im Allgemeinen kein

³³⁰ Vgl. Schemann-Teuber (2008), Anhang 12. Ihr sind keine ABS-Transaktionen bekannt, die mit einer Mindeststückelung der Schulverschreibungen von weniger als 1.000 € emittiert wurden. Ihres Wissens sind „Stückelungen von € 100-500 Tsd. die Regel“.

³³¹ § 2 Nr. 13 b WpPG; Vgl. das jeweilige Informationsmemorandum der zertifizierten Transaktionen (siehe Fußnote 423), bzw. Tab. 7.

³³² Vgl. Zeising (2007), S. 316.

³³³ Vgl. Sandberger (2004), S. 301.

³³⁴ Dies bezieht sich ausschließlich auf Nichtdividendenpapiere, die an einem geregelten Markt zugelassen werden sollen.

³³⁵ Artikel 5 Abs. 2 EU-Prospektrichtlinie.

³³⁶ Vgl. Leuring (2006), S. 10-11.

³³⁷ § 10 Abs. 3 WpPG und somit für alle bisher zertifizierten Transaktionen, vgl. Kapitel 3.3.

³³⁸ Zeising (2007), S. 316.

Geschäftsbetrieb oder das Management zu beschreiben. Am wichtigsten für Investoren sind oftmals Informationen über die Transaktionsstruktur, Charakteristika und Qualität der unterliegenden Forderungen sowie das Servicing.³³⁹

Die Prospektrichtlinie und die VO 809/2004 ermöglichen, dass institutionellen Investoren ihre Anlageentscheidung auf eine andere Grundlage stützen können als Kleinanleger. Für Wertpapiere mit einer Mindeststückelung von 50.000 €, die für institutionelle Investoren gedacht sind, ist ein „differentiated content“ des Prospekts erlaubt.³⁴⁰

3.2.4 Zulassung zum Börsenhandel

Für die Zertifizierung der Seniortranche stellt deren Zulassung zum Börsenhandel ein Kriterium dar, dass es zu erfüllen gilt. Gleichzeitig führt die Notierung der Wertpapiere an einer Wertpapierbörse zur Pflicht der Erstellung eines Prospekts.³⁴¹

Hinsichtlich der Publizitätswirkung kann zwischen öffentlicher und privater Platzierung unterschieden werden.³⁴² Erfolgt ein Listing der Wertpapiere an einer Börse,³⁴³ so liegt eine öffentliche Platzierung vor. Werden die Wertpapiere nur einem kleinen, ausgewählten Investorenkreis angeboten, so handelt es sich um eine private Platzierung.³⁴⁴

Welche Form der Platzierung gewählt wird, ist von verschiedenen Faktoren abhängig. Diese Faktoren sind, neben den Bedürfnissen und Zielen des Originators, bspw. der Umfang der Transaktion, die Bedürfnisse der Investoren und die Verhältnisse auf den Kapitalmärkten zum Zeitpunkt der Emission.³⁴⁵

³³⁹ Vgl. SEC (2005), S. 1508.

³⁴⁰ Vgl. Hesdahl/Litwin (2006), S. 177.

³⁴¹ Vgl. Emse (2005), S. 17.

³⁴² Vgl. Emse (2005), S. 17; Röchling (2002), S. 21.

³⁴³ Für eine Beschreibung der Leistungen, die Börsen zur „Organisation des Wertpapierhandels“ erbringen siehe Fischer/Rudolph (2000), S. 377-384.

³⁴⁴ Vgl. Röchling (2002), S. 21.

³⁴⁵ Vgl. Emse (2005), S. 17; Röchling (2002), S. 21; Bär (2000), S. 159. Neben dem Emissionsverfahren muss die Fristigkeit der Wertpapiere festgelegt werden. Diese

Es ist häufig der Fall, dass eine Börsennotierung von ABS-Papieren vorgenommen wird,³⁴⁶ obwohl eine private Platzierung aufgrund der entfallenden administrativen Vorschriften mit geringeren Kosten verbunden wäre und weniger Zeit bis zur Emission in Anspruch nimmt.³⁴⁷ Ein Grund für das Listing stellt die Möglichkeit der Diversifikation bzw. Vergrößerung des Investorenkreises für den Forderungsverkäufer dar,³⁴⁸ der i. d. R. zu einer verbesserten Sekundärmarktliquidität der Papiere führt.³⁴⁹ Ebenso werden Informations- und Transaktionskosten durch eine Börse verringert, indem sie Finanztransaktionen standardisiert und organisiert.³⁵⁰ Eine Privatplatzierung ist dann notwendig, wenn der Forderungsverkauf anonym abgewickelt werden soll.³⁵¹ Meist sind die Zahlungsströme privat platzierter Transaktionen nicht sehr gut prognostizierbar.³⁵² Eine Privatplatzierung ermöglicht es den Investoren sich diesbezüglich, bedingt durch eine eigenständige Analyse der Transaktion, mit den Zahlungsströmen vertraut zu machen.³⁵³ So können u. U. auch diese Transaktionen abgesetzt werden.³⁵⁴

Wertpapiere sind nach dem Börsengesetz (BörsG) dann in Deutschland zum Börsenhandel zuzulassen, wenn ein auf Basis des Wertpapierprospektgesetzes erstellter, gebilligter oder bescheinigter Prospekt veröffentlicht worden ist.³⁵⁵ Auch nach der Börsenzulassungsverordnung

ähnelt i. d. R. stark der Laufzeit der unterliegenden Forderungen, wobei auch eine vollkommen andere Strukturierung möglich ist. Vgl. Bär (2000), S. 160. Generell erfolgt eine Begebung von variabel verzinslichen ABS-Anleihen. Vgl. Lorenz (2006), S. 54.

³⁴⁶ Vgl. Küppers/Brause (1998), S. 414.

³⁴⁷ Vgl. Röchling (2002), S. 21; Bär (2000), S. 159. Auf ein Rating der Tranchen der Transaktion kann bei einer privaten Platzierung verzichtet werden, da davon nur begrenzt positive Effekte für den Originatoren ausgehen. Vgl. OeNB (2004), S. 43.

³⁴⁸ Vgl. Röchling (2002), S. 21.

³⁴⁹ Vgl. Bär (2000), S. 159.

³⁵⁰ Vgl. Herz (2001), S. 112.

³⁵¹ Vgl. Röchling (2002), S. 21-22, wobei die Platzier- und Handelbarkeit der Emission bzw. der Papiere mitunter schwierig sein kann.

³⁵² Vgl. Gögler (1996), S. 33. Im Vergleich zu Zahlungsströmen öffentlicher Platzierungen.

³⁵³ Vgl. Schwarcz (1993), S. 4.

³⁵⁴ Vgl. Gögler (1996), S. 32.

³⁵⁵ § 32 Abs. 3 Nr. 2 BörsG. Eine Ausnahme besteht, falls „der Emittent seine Pflichten aus der Zulassung zum regulierten Markt an einem anderen organisierten Markt nicht

(BörsZulV) muss unter anderem ein Entwurf des Prospekts oder ein gebilligter Prospekt dem Antrag auf Zulassung von Wertpapieren zum regulierten Markt einer Wertpapierbörse beigelegt werden.³⁵⁶ Ein Zulassungskriterium für den Börsenhandel in Deutschland betrifft weiterhin den Gesamtbetrag der zuzulassenden Wertpapiere, der mindestens 250.000 € betragen muss.³⁵⁷ Nach § 42 Abs. 1 Börsenordnung (BörsO) der Frankfurter Wertpapierbörse (FWB) muss der Emittent den Antrag auf Zulassung von Wertpapieren zusammen mit einem Kreditinstitut³⁵⁸ stellen.³⁵⁹ Sowohl dem BörsG als auch der BörsZulV gingen EG-Richtlinien voraus, die in nationales Recht umgesetzt wurden.³⁶⁰

3.2.5 Investorenreporting

3.2.5.1 Bedeutung als Informationsquelle

Informationen und deren zeitnahe Bereitstellung stellen eine Voraussetzung für funktionierende Märkte dar.³⁶¹ Um Investoren einen kurzfristigen Einblick sowohl in die Transaktion als auch in deren Performance zu ermöglichen, wird die Zertifizierung einer Transaktion von einem standardisierten Reporting des Originators abhängig gemacht.³⁶² Die Standards werden hierbei von der TSI gesetzt,³⁶³ durch diese soll eine fortlaufende und zeitnahe Information der Investoren mit qualitativ

erfüllt“ § 33 Abs. 4 BörsG.

Bei ABS dürfte das emittierende SPV i. d. R. nicht als Emittent an einem anderen organisierten Markt auftreten.

³⁵⁶ § 48 Abs. 2 Satz 1 BörsZulV.

³⁵⁷ § 2 Abs. 2 BörsZulV. Dies gilt für Wertpapiere, die keine Aktien sind.

³⁵⁸ Oder einem Finanzdienstleistungsinstitut oder einem Unternehmen, das nach § 53 Abs. 1 Satz 1 KWG oder § 53 b Abs. 1 Satz 1 KWG tätig ist.

³⁵⁹ Vgl. FWB (2007), S. 25. Über die Zulassung entscheidet jeweils die Geschäftsführung. § 42 Abs. 2 BörsO der FWB. § 32 Abs. 1 BörsG.

³⁶⁰ Vgl. Krebs (2007), Listing & Information Services, Deutsche Börse, E-Mail vom 21.12.

³⁶¹ Vgl. Brenken/Papenfuß (2007), S. 61. Rudolph u. a. nennen ein regelmäßiges Reporting als Mittel um die Voraussetzung einer hinreichenden Information „über die Qualität des Forderungspools“ im Rahmen einer öffentlichen Platzierung zu geben. Rudolph u. a. (2007), S. 43. Die Zertifizierung der TSI bezieht sich auf das Reporting, das der Emission der Wertpapiere folgt.

³⁶² Vgl. KfW (2004b), S. 3. Die Anforderungen die bei einer Verbriefung an die Informationstechnologie bzw. an die elektronische Datenverarbeitung gestellt werden stellen Max-Heine/Häcker (2005), S. 66-73, dar.

³⁶³ Vgl. Frühauf (2004b), S. 5.

hochwertigen Daten erreicht werden.³⁶⁴ Der Zweck des Reportings ist es, Informationsdefizite bezüglich einer laufenden Transaktion, vor allem gegenüber Investoren, abzubauen.³⁶⁵

Während des Verbriefungsprozesses stellt das Reporting für alle Beteiligten eine wichtige Informationsquelle dar,³⁶⁶ um bspw. die Wertentwicklung einer Transaktion beurteilen oder nachvollziehen und eine (Des-)Investitionsentscheidung treffen zu können.³⁶⁷ Investoren bewerten damit nicht nur die historische Wertentwicklung und zukünftigen Chancen und Risiken, sondern informieren sich auch über Preissetzung und Handel der jeweiligen Transaktion.³⁶⁸ So berücksichtigen Anleger bspw. die Verfügbarkeit und die Qualität des Reportings auch, um eine Entscheidung hinsichtlich eines Engagements in ABS und dessen Höhe zu treffen.³⁶⁹ Ebenso stellten die anderen Parteien, die in eine Transaktion involviert sind, hinsichtlich der Datenqualität eines regelmäßigen, repräsentativen Reportings hohe Anforderungen.³⁷⁰

Im Zentrum der Betrachtung der Parteien liegt die Entwicklung des Verbriefungsportfolios und die Wertentwicklung der unterschiedlichen Tranchen.³⁷¹ Aufgrund dessen umfasst ein Reporting im Allgemeinen portfolio- und wertpapierbezogene Daten als Informationsebenen.³⁷² Zum Umfang des Reporting merken Rudolph u. a. (2007) an, dass lediglich „die Forderungsart, Laufzeit und Anzahl und die durchschnittliche Höhe der

³⁶⁴ Vgl. TSI (2007e), S. 12.

³⁶⁵ Vgl. Rudolph (2005), S. 177.

³⁶⁶ Vgl. Feick (2006), S. 18, der Investoren, Rating-Agenturen, Treuhänder und Wirtschaftsprüfer aufführt.

³⁶⁷ Vgl. SEC (2005), S. 1551.

³⁶⁸ Vgl. Brenken/Papenfuß (2007), S. 61.

³⁶⁹ Vgl. SEC (2005), S. 1551. Bei Investitionen in laufende Transaktionen basiert das Monitoring im Wesentlichen auf Investorenberichten. Vgl. Rother (2006), S. 1064.

³⁷⁰ Vgl. Feick (2006), S. 18-19; Max-Heine/Häcker (2005), S. 67, die neben den Investoren, Wirtschaftsprüfer, Anwälte und Treuhänder als Parteien nennt.

Der Informationsbedarf bzw. die Informationsnachfrage von Investoren, Rating-Agenturen und Wirtschaftsprüfern ist während der gesamten Laufzeit der ABS-Transaktion sehr hoch. Durch ein regelmäßiges Reporting über die ABS-Transaktion „muss“ der Transaktionsmanager diese Informationen liefern. Vgl. Piossek/Wölfle (2007), S. 350.

³⁷¹ Vgl. Feick (2006), S. 19.

³⁷² Vgl. ESF (2001), S. 1.

Forderungen“³⁷³ Gegenstand eines Investorenreportings sind. Piossek/Wölfle (2007) nennen neben der Beurteilung der Performance des Portfolios, die ausgezahlten Beträge, Reserven, Transaktionskosten, Kennzahlberechnungen und das Forderungsvolumen als Informationen, die Bestandteile des regelmäßig zu erfolgenden Reportings sein müssen. Darüber hinaus führen sie „übliche“ Risikokennzahlen, z. B. Konzentrationsmaße, Laufzeiten und Trigger sowie allgemeine Kennzahlen, wie die Forderungs- und Kundenanzahl, Laufzeiten und den Branchenmix auf.³⁷⁴ Um das Risiko eines Forderungspools bestimmen zu können, reicht eine alleinige Betrachtung der Ausfälle oder Zahlungsstörungen nicht aus. Zusätzlich muss bspw. beurteilt werden, ob bei einer bestimmten Kreditart oder Tilgungsform Risiken erst in zukünftigen Perioden vermehrt eintreten können. Um dies beurteilen zu können, muss der Investor eine Vorstellung von dem, mit einem Kredit verbundenen, spezifischen Risiko haben.³⁷⁵

Falls der Originator sowohl das Reporting als auch das Servicing übernimmt, sollten die Aufgaben bei ihm streng getrennt werden, da es ansonsten zu einer weniger intensiven Überwachung verbriefter Forderungen kommen könnte.³⁷⁶

3.2.5.2 Veröffentlichungspflichten

Für die Assetklassen CMBS, RMBS, CLO sowie CL hat die TSI eigene Anforderungen an das Investorenreporting erstellt und über ihre Webseite veröffentlicht.³⁷⁷ Diese Anforderungen der TSI sind als Empfehlung zu verstehen.

Die Gliederung des Reportings in:

A) Overview and Notes,

³⁷³ Rudolph u. a. (2007), S. 42.

³⁷⁴ Vgl. Piossek/Wölfle (2007), S. 350-351.

³⁷⁵ Vgl. Gespräch mit Herrn Bechtold am 06.12.2007, Frage 28. Dies könnte z. B. der Fall sein, wenn Schuldner guter Bonität ihre Verbindlichkeiten, im Vergleich zu Schuldnern schlechter Bonität, schneller begleichen.

³⁷⁶ Vgl. OeNB (2004), S. 63. Dies kann für die Investoren einen Nachteil darstellen.

³⁷⁷ Vgl. TSI (2008f).

B) Pool Performance,

C) Claim Information due to Special Circumstances und

D) Cashflows,

ist für RMBS, CLO und CL identisch.³⁷⁸ Bei CMBS Transaktionen wird eine Gliederung nach C) Claim Information und darüber hinaus eine weitergehende Untergliederung in:

E) Property Information und

F) Tenant Information,

vorgenommen.

Eine vollständige Auflistung der aufzuführenden Kriterien, die hinter diesen Gliederungspunkten stehen, findet sich in Anhang 7. Die von der TSI vorgeschlagenen Definitionen der Felder sind ebenfalls online abrufbar,³⁷⁹ wobei darauf verwiesen wird, dass die im Prospekt veröffentlichten Definitionen für das Reporting bindend sind.³⁸⁰ Den Investoren soll das Reporting über die Webseite der TSI und mindestens ein weiteres öffentlich zugängliches Medium bereitgestellt werden. Die Veröffentlichung soll zeitnah und „mindestens zwei Arbeitstage vor dem jeweiligen Zahlungstag“³⁸¹ erfolgen. Es wird der für die Erstellung des Reporting verantwortlichen Partei ebenfalls angeboten, eine Datei mit dem Zahlenwerk, das dem Reporting zugrunde liegt, den Interessenten zum elektronischen Abruf zur Verfügung zu stellen.³⁸² Dies kann dem Investor eine Integration der Daten aus dem Reporting in eine eigene Auswertung erleichtern.³⁸³ Mit Hilfe des Reporting kann der Investor eine Entscheidung

³⁷⁸ Anzumerken ist, dass bei CL der Untergliederungspunkt D) als „Cash Flows at Pool Level“ bezeichnet wird.

³⁷⁹ Vgl. TSI (2008f). Dort kann die gewünschte Assetklasse ausgewählt und anschließend die jeweilige Felddefinition eingesehen werden.

³⁸⁰ Vgl. TSI (2008e).

³⁸¹ TSI (2008f).

³⁸² Derzeit machen alle zertifizierten Driver Transaktionen und die Wilco 2007-1-Transaktion von dieser Möglichkeit Gebrauch. Zu den Transaktionen siehe Kapitel 3.3.

³⁸³ Vgl. Gespräch mit Frau Schemann-Teuber am 26.11.2007, die Daten werden im Markt „zunehmend verarbeitbar“, bspw. als Excel-Datei bereitgestellt. Die Haftung für

treffen, ob er zu den von Market Makern gestellten Kursen ABS handeln möchte.

3.2.6 Market Making Agreement

Durch die Bereitschaft von Market Makern „jederzeit“ bestimmte Wertpapiere zu kaufen oder zu verkaufen, wird i. d. R. die Liquidität³⁸⁴ dieser Wertpapiere erhöht und zugleich Informations- und Transaktionskosten des Wertpapiergeschäftes gesenkt.³⁸⁵ Dass ABS nur begrenzt liquide sind, ist unter anderem auf deren komplexe und individuelle Ausgestaltung zurückzuführen.³⁸⁶ Durch die Zertifizierungsvoraussetzung, mindestens zwei Market Maker pro Transaktion zu verpflichten, soll Liquidität auf dem Sekundärmarkt sichergestellt werden.³⁸⁷

Die Market Maker verpflichten sich durch die Unterzeichnung eines Market Maker Agreements, Geld- und Briefkurse für ein Ordervolumen bis zu fünf Millionen € pro AAA-Tranche zu stellen. Die Quotierung hat zu den üblichen Geschäftszeiten zu erfolgen und ist als Spreadaufschlag auf den 1-Monats-Euro Interbank Offered Rate (EURIBOR) Zinssatz anzugeben. Diese ist über ein Nachrichten- und Informationsprogramm (bspw. Bloomberg) zu veröffentlichen. Der gestellte Kurs muss, nach Bestätigung durch den Market Maker, handelbar sein. Eine Pflicht zur Kursstellung für Laufzeiten über 10 Jahre besteht für ihn nicht.³⁸⁸

Auf die Möglichkeit, dass sich trotz der Benennung von mindestens zwei Market Makern kein liquider Sekundärmarkt einstellt, oder ein zwischenzeitlich liquider Sekundärmarkt illiquide werden kann, wird im Prospekt der

Richtigkeit und Unverfälschtheit liegt bei dem Zulieferer des Reporting. Vgl. Gespräch mit Herrn Bechtold am 06.12.2007, Frage 35.

³⁸⁴ Können marktgehandelte Objekte in liquide Mittel getauscht werden, ohne dass Transaktionskosten im weitesten Sinne anfallen, liegt vollkommene Marktliquidität vor. Für die Beurteilung der Markteffizienz wird oft der Faktor Marktliquidität herangezogen. Vgl. Aulibauer/Thießen (2007), S. 54.

³⁸⁵ Vgl. Herz (2001), S. 112.

³⁸⁶ Vgl. Dresig (2000), S. 203. Dresig führt des Weiteren die „Bewertungsproblematik der zugrunde liegenden Ansprüche“ auf.

³⁸⁷ Vgl. Flämig (2004b), S. 5.

³⁸⁸ Vgl. TSI (2007d), S. 1.

jeweiligen Transaktion hingewiesen.³⁸⁹ Dies ist auch in Verbindung mit den Ausnahmeregeln zur Kursstellung zu sehen. Danach ist ein Market Maker nur verpflichtet Preise zu quotieren, wenn genügend Liquidität im Markt vorhanden- und ein Leerverkauf auf einem funktionierenden Repo-Markt möglich ist. Dies gilt insbesondere dann, wenn es zu einer Herabstufung des Triple-A-Ratings einer Tranche kommt.³⁹⁰ Jeder Market Maker kann sich ferner, nach zweimonatiger Kündigungsfrist, von seinen Vertragsverpflichtungen entbinden lassen. Ein Vertragsrücktritt vor Ende dieser Frist ist nur möglich, wenn mindestens zwei Market Maker verbleiben, oder ein Nachfolger vom ausscheidenden Market Maker benannt wird.³⁹¹

Die vollständig ausformulierte Version einer Market Maker Vereinbarung steht auf der Webseite der TSI zum Abruf bereit.³⁹²

3.3 Zertifizierte Transaktionen

Folgende Transaktionen haben die Zertifizierungsbedingungen der TSI bislang erfüllt und das Zertifikat „Certified by True Sale International“ erhalten: Driver One, Driver Two, RCL Securitisation, TS Co.mit One, Opera Germany (No. 1), Driver Three, Wilco 2007-1, Driver Four und Driver Five. Somit wurden bisher insgesamt neun Transaktionen von der TSI zertifiziert.³⁹³

Bei Driver One, -Two, -Three, -Four und -Five handelt es sich um Verbriefungen von Automobildarlehen der VW Bank.³⁹⁴ Durch die RCL

³⁸⁹ Vgl. Driver One (2004), S. 15; Driver Two (2005), S. 26; Driver Three (2006b), S. 30 und 32; Driver Four (2007), S. 25; Wilco 2007-1 (2007b), S. 18-19; TS Co.mit One (2006), S. 35; RCL Securitisation (2006), S. 4; Opera Germany (No. 1) (2006), S. 26-27. Das aufgrund dessen ein „Buy and Hold“ der Anleihe bis zu deren Fälligkeit notwendig sein kann wird ebenfalls durch den Prospekt mitgeteilt.

³⁹⁰ Vgl. TSI (2007d), S. 2.

³⁹¹ Vgl. TSI (2007d), S. 2. Das Market Making Agreement behält seine Gültigkeit bis zwei Jahre vor dem geplanten Ende der Laufzeit der AAA-Tranche oder bis zu deren vollständigen Tilgung.

³⁹² Vgl. TSI (2007d), S. 1-3.

³⁹³ Vgl. TSI (2008c).

³⁹⁴ Der europäische Markt für „Automobil ABS“ wurde im Jahr 2004 von Volkswagen als Originator (mit 17 % Marktanteil) angeführt. Vgl. Hesdahl/Litwin (2006), S. 168.

Securitisation³⁹⁵ und TS Co.mit One³⁹⁶ wurden Darlehen aus der deutschen Mittelstandsfinanzierungen, aus den Büchern der Dresdner Bank bzw. der Commerzbank, verbrieft. Im Rahmen der Transaktionen Wilco 2007-1 und Opera Germany (No.1) sind Immobilienkredite der Westdeutsche ImmobilienBank (WIB) bzw. Eurohypo verbrieft worden.³⁹⁷ Es wurden bisher Transaktionen aller für eine Zertifizierung zugelassener Assetklassen (CL, MBS und CLO) durchgeführt.³⁹⁸

Die folgende Übersicht fasst Details der zertifizierten Transaktionen zusammen, die anschließend noch einmal aggregiert werden. Auf einen Großteil dieser Informationen wird im Laufe des vierten Kapitels zurückgegriffen.

³⁹⁵ Die Abkürzung RCL steht für Revolving Corporate Loans. Dementsprechend bilden Unternehmenskredite (3.000 Darlehen von 1.500 Kunden), die in den ersten vier Jahren bei Auslauf des Kredites revolvingend ersetzt werden, das Underlying dieser Transaktion. Vgl. Frühauf (2006a), S. 3.

³⁹⁶ Unbesicherte Schuldscheindarlehen bilden das Underlying dieser CLO-Transaktion. Vgl. Steevens (2006), S. 3.

³⁹⁷ Bei beiden Transaktionen handelt es sich um CMBS-Transaktionen. Vgl. Frühauf (2006d), S. 5 bzw. Frühauf (2007c), S. 5.

³⁹⁸ Die Zertifizierung einer RMBS-Transaktion wurde noch nicht vorgenommen. Vgl. Uhrmacher (2008), Anhang 13.

Zertifizierung von Verbriefungstransaktionen

Emittenten	Driver One	Driver Two	RCL SECURITISATION	Driver Three	TS Co.mit One	Opera Germany (No. 1)	WILCO 2007-1	Driver Four	Driver Five
Originator / Serviceagent	Volkswagen Bank Automobilkredite	Volkswagen Bank Automobilkredite	Dresdner Bank*	Volkswagen Bank Automobilkredite	Commerzbank* SME CLO	Eurohypo* CMBS	WIB CMBS	Volkswagen Bank Automobilkredite	Volkswagen Bank Automobilkredite
Asset-Klasse	111.399	96.194	SME CLO (revolvierend)	85.854	396	(revolvierend)	26	85.854	82.019
Anzahl verbriefter Kredite	Fitch Moody's	Fitch Moody's	S&P Moody's Fitch	Fitch Moody's S&P	S&P Moody's Fitch	Fitch S&P	Fitch Moody's (hat Tranche AAA nicht geratet)	Fitch Moody's S&P	Fitch Moody's S&P
Ratingagenturen	ABN AMRO Bank BNP PARIBAS Bayerische Hypo- und Vereinsbank DZ BANK The Royal Bank of Scotland	BNP Paribas WestLB Dresdner Bank London Branch DZ BANK Skandinavski Enskilda Banken	Zwei Market Maker, die jedoch nicht namentlich benannt werden	BNP Paribas London Branch SEB Barclays Capital ING Landesbank Hessen-Thüringen	Es werden keine Market Maker namentlich benannt	Credit Suisse Securities Dresdner Bank	WestLB ABN AMRO London Branch	Citigroup Global Markets DZ BANK BayernLB Commerzbank J.P. Morgan Securities	ABN AMRO Bank London Branch HSBC Calyon Landesbank Hessen- Thüringen Royal Bank of Scotland
Market Maker									
Jahr der Emission	2004	2005	2006	2006	2006	2006	2007	2007	2008
Ort der Börsenzulassung	LE	LE	FWB	LE	ISE	ISE	LE	LE	LE
AAA Tranche I	XS0207067165	XS0228171673**	DE000A0JQML7**	XS0270108573	XS0261661796	XS0268816336**	XS0285274030**	XS0295268006**	n/a
AAA Tranche II	XS0207068486**						XS0285451851		
AA Tranche							XS0285275789		
A+ Tranche	XS0207069708	XS0228172481		XS0270109621	XS0261661879	XS0268816849		XS0295269319	n/a
A Tranche					XS0261661952	XS0268817227			
BBB Tranche					XS0261662091	XS0268817904			
BB Tranche					XS0261662174				
B Tranche					XS0261662257				
AAA Tranche I	400.000.000 €	917.500.000 €	2.940.000.000 €	924.500.000 €	446.300.000 €	189.050.000 €	361.900.000 €	933.000.000 €	934.000.000
AAA Tranche II	760.000.000 €						100.000 €		
AA Tranche					15.000.000 €	25.000.000 €	42.450.000 €		
A+ Tranche	40.000.000 €	38.500.000 €		35.000.000 €				30.000.000 €	31.000.000
A Tranche					13.900.000 €	24.150.000 €			
BBB Tranche					10.200.000 €	15.800.000 €			
BB Tranche					11.300.000 €				
B Tranche					6.300.000 €				
nicht gerateten Junior Tranche			59.999.999 €						
Tranchen insgesamt	1.200.000.000	956.000.000	2.999.999.999	959.500.000	503.000.000	254.000.000	404.450.000	963.000.000	965.000.000
zertifizierten Tranche	1.160.000.000	917.500.000	2.940.000.000	924.500.000	446.300.000	189.050.000	362.000.000	933.000.000	934.000.000

* Gesellschaft der TSI; ** bei der Europäischen Zentralbank (EZB) als notenbankfähig hinterlegt

Quelle: Eigene Darstellung; Daten entnommen aus den Prospekten der zertifizierten Transaktionen, siehe Fußnote 423.

Tab. 7: Zusammenfassung wichtiger Daten zu allen Transaktionen, deren Seniortranche durch die TSI zertifiziert wurde

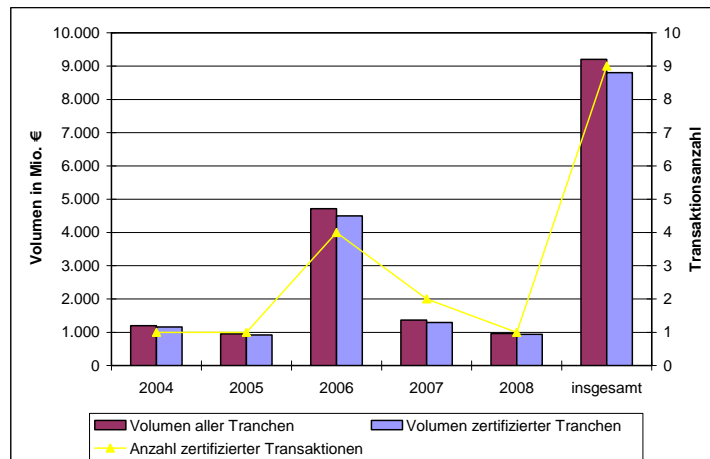
- Bei allen dargestellten Transaktionen fungiert der Originator gleichzeitig als Serviceagent. Es wird nur ein Investoren-Reporting veröffentlicht.³⁹⁹
- Sowohl Originatoren aus dem Gesellschafterkreis der TSI, als auch Originatoren, die nicht aus diesem Kreis stammen, haben Transaktionen über die Plattform der TSI abgewickelt, die zertifiziert wurden.
- Bei allen Transaktionen wurde durch Fitch und mindestens einer weiteren Rating-Agentur das Rating der Tranchen vorgenommen.
- Sämtliche gerateten Tranchen wurden zum Börsenhandel innerhalb des Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) zugelassen.
- Alle Emittenten, die ihre Market Maker im Prospekt benannten, verpflichteten mehr als die zwei, für eine Zertifizierung vorausgesetzten, Market Maker.
- Bislang sind bei zertifizierten Transaktionen ausschließlich Banken als Originator aufgetreten.
- Eine sog. Multi-Seller-Transaktion, bei der mehrere Originatoren ihre Forderungen an ein SPV verkaufen, wurde bisher nicht zertifiziert.⁴⁰⁰
- Ein Großteil des Volumens zertifizierter Transaktionen entfällt auf die Seniortranche.⁴⁰¹

³⁹⁹ Es ist bei Verbriefungen generell möglich, dass neben dem Serviceagenten der Treuhänder ein Reportingdokument erstellt. Vgl. Fitch (2004g), S. 2.

⁴⁰⁰ Vgl. OeNB (2004), S. 16; Uhrmacher (2008), Anhang 13. Ein bei Multi-Seller-Transaktionen auftretendes Problem stellt der mögliche Qualitätsunterschied der verschiedenen unterliegenden Forderungspools dar. Vgl. Rudolph u. a. (2007), S. 47.

⁴⁰¹ Dies gilt auch für nicht zertifizierte Transaktionen. Etwa 80 % des Volumens von 400 Mrd. Euro des europäischen Verbriefungsmarktes entfiel 2006 auf die AAA-Tranche. Vgl. Frühauf (2007b), S. 1. Die Aufteilung der Transaktion, von 80 % auf die Senior- bzw. vorrangige Tranchen und 20 % auf die nachrangigen Tranchen, ist üblich. Vgl. PwC (2007), S. 6. Für öffentliche Emissionen ermittelt Bär (2000) sogar einen prozentualen Anteil von 89 % des Transaktionsvolumens, der auf die AAA-Tranche entfällt. Vgl. Bär (2000), S. 240.

Um einen Vergleich des Risikotransfervolumens des deutschen Verbriefungsmarkts⁴⁰² mit dem Volumen zertifizierter Transaktionen zu ermöglichen, wurde folgende jährliche Auswertung dieser Transaktionen vorgenommen.



Quelle: Eigene Darstellung; Daten entnommen aus den Prospekten der zertifizierten Transaktionen, siehe Fußnote 423.

Abb. 11: Volumina der durch die TSI zertifizierten Tranchen und der dazugehörigen Transaktionen

Mit Ausnahme des Driver One Prospekts verweisen alle Informationsmemoranda zertifizierter Transaktionen auf die EU-Prospektrichtlinie. Der von Opera Germany One und RCL Securitisation jeweils begebene Prospekt verweist auch auf Verordnung 809/2004, letztgenannter darüber hinaus auf das WpPG.⁴⁰³

⁴⁰² Vgl. Abb. 5 in Verbindung mit Abb. 6 aus Kapitel 2.3.1.

⁴⁰³ Vgl. RCL Securitisation (2006), S. 17.

4 Vergleich von zertifizierten mit nicht zertifizierten Transaktionen sowie Bewertung der Zertifizierung

4.1 Möglichkeit und Grenzen einer Bewertung

Ein Vergleich von zertifizierten mit nicht zertifizierten True-Sale-Transaktionen, ist in einigen Bereichen nicht, oder nur sehr eingeschränkt möglich. Dies liegt zum einen daran, dass Daten, die für einen Vergleich nötig sind, nicht oder nur temporär frei verfügbar sind.⁴⁰⁴ Zum anderen lassen statistische Tests aufgrund der zu geringen Grundgesamtheit bisher zertifizierter Transaktionen keine aussagekräftigen Ergebnisse erwarten. So wäre bspw. aus einer Untersuchung auf signifikante Unterschiede in der Höhe der Spreads zwischen zertifizierten und nicht zertifizierten Transaktionen evtl. ein Nachweis über die Güte des Zertifikats möglich.⁴⁰⁵

Insgesamt erschwert der geringe Standardisierungsgrad von Verbriefungstransaktionen einen Vergleich zwischen einzelnen Transaktionen. Erschwert wird ein Vergleich auch dadurch, dass bspw. der im Folgenden für eine Beurteilung der Liquidität von ABS herangezogene Index iBoxx EUR ABS 50 nicht alle zertifizierten Transaktionen abdeckt.⁴⁰⁶ Viele Reportingstandards, die von anderen Institutionen als der TSI veröffentlicht wurden, beziehen sich ausschließlich auf bestimmte Assetklassen.⁴⁰⁷ Ebenso erfolgt eine von Fitch vorgenommene Bewertung des Reportings nicht mehr für alle Assetklassen und umfasst so ebenfalls nicht mehr alle bisher zertifizierten Transaktionen.⁴⁰⁸

⁴⁰⁴ Vgl. Bär (2000), S. 15. So werden bspw. Investorenreportings vieler Transaktionen nur den bereits investierten Anlegern zugänglich gemacht. Vgl. Gespräch mit Frau Schemann-Teuber am 26.11.2007. Prospekte müssen nur ein Jahr über die Webseite der jeweiligen Aufsichtsbehörde zum Abruf bereitgehalten werden. Artikel 14 Abs. 4 EU-Prospektrichtlinie. Siehe für in Deutschland zugelassene Prospekte BaFin (2008), für Prospekte die in Irland bzw. Luxemburg zugelassen wurden IFSRA (2008b) bzw. LSE (2008).

⁴⁰⁵ Vgl. Gespräch mit Herrn Bechtold am 06.12.2007, Frage 53. Wobei als gegenläufiger Effekt die zusätzlichen Kosten, die durch die Zertifizierung verursacht werden, berücksichtigt werden müssten. Zu den Kosten siehe Kapitel 4.4.

⁴⁰⁶ Vgl. Kapitel 4.3.3.2.

⁴⁰⁷ Vgl. Kapitel 4.3.2.1.

⁴⁰⁸ Vgl. Kapitel 4.3.2.2 und Anhang 5.

Des Weiteren kann das Ergebnis eines Vergleichs auch von „der Zielsetzung des Investors (..) und vom Zeitpunkt des Vergleichs“⁴⁰⁹ beeinflusst werden.

4.2 Privat platzierte Transaktionen

Im Folgenden werden zunächst privat platzierte Transaktionen betrachtet, die aufgrund ihrer Ausgestaltung nicht zertifiziert werden können. Es wird kurz dazu Stellung genommen, ob für den hypothetischen Fall, dass diese Transaktionen zertifiziert werden könnten, Informationsasymmetrien durch ein Zertifikat bei diesen Transaktionen überhaupt in einem Maße abgebaut werden könnten, die eine Zertifizierung als sinnvoll erscheinen lassen.

Privat platzierte Transaktionen können unter anderem nicht zertifiziert werden, da deren Tranchen nicht an einer Börse platziert sind.⁴¹⁰ Nach Schwarcz (1993) zeichnen sich Privatplatzierungen⁴¹¹ dadurch aus, dass nur relativ wenig Angaben im Rahmen von Informations-, respektive Offenlegungsdokumenten benötigt werden. Es wird angenommen, dass die Investoren die Erfahrung und eine Verhandlungsposition innehaben, die es ihnen ermöglicht, vom Emittenten und Originator Daten und Informationen zu erhalten, die sie benötigen, um eine fundierte Anlageentscheidung zu treffen.⁴¹² Dieser Auffassung scheint auch der Gesetzgeber zu folgen, indem er für den Emittenten die Möglichkeit eröffnet, bei privat platzierten Transaktionen von einer Pflicht zur

⁴⁰⁹ Schemann-Teuber (2008), Anhang 12.

⁴¹⁰ Ferner ist bei der Begebung der Anleihe die Erstellung eines Prospekts weder durch § 3 Abs. 2 WpPG noch durch Artikel 3 Abs. 2a der EU-Prospektrichtlinie rechtlich vorgegeben.

Die für eine Zertifizierung notwendige Aufstellung eines Prospekts, dessen Gliederung sich am vorgeschlagenen Aufbau der TSI orientiert, wäre möglich, ist aber aufgrund der entstehenden Kosten und der Motivation einer Privatplatzierung eher unwahrscheinlich. Vgl. Kapitel 4.2.

Ebenso ist ein Rating der Tranchen bei privat platzierten Transaktionen nicht unbedingt erforderlich.

⁴¹¹ Die i. d. R. an eine geringe Anzahl institutioneller Investoren begeben werden, bspw. Pensionsfonds und Banken. Vgl. Schwarcz (1993), S. 62.

⁴¹² Vgl. Schwarcz (1993), S. 4, 62. Nicht durch eine Rating-Agentur bewertete Privatplatzierungen bedürfen einer sorgfältigen Analyse seitens des Investors. Vgl. Meiswinkel (1989), S. 27.

Erstellung eines Prospekts abzusehen.⁴¹³ Wobei die Investoren ebenfalls ein Vertragswerk erhalten und ggf. selbst größeren Einfluss auf die Informationen nehmen können, die ihnen bereitgestellt werden.⁴¹⁴

Vor diesen Hintergrund erscheint die Zertifizierung bei privat platzierten Transaktionen als nicht notwendig, da i. d. R. ein enger Kontakt zwischen Investoren, Emittent und Originator besteht. Informationsasymmetrien können durch den direkten Kontakt der Parteien abgebaut werden. Ebenso kann davon ausgegangen werden, dass eine hohe Sekundärmarktliquidität der Papiere nicht im primären Interesse der Investoren liegt, da bekannt ist, dass Privatplatzierungen sich als relativ illiquide erweisen.⁴¹⁵

4.3 Öffentlich platzierte Transaktionen

4.3.1 Informationsmemorandum

Vor einer Beurteilung der Unterschiede innerhalb des zu erstellenden Prospekts sei auf Siems (2007) verwiesen, die hinsichtlich der Erstellung eines Prospekts anmerkt, es sei „für die beteiligten Anwälte quasi Ehrensache gewesen, Verträge (..) in möglichst komplizierten Juristen-Englisch zu verfassen, sodass kaum ein Außenstehender verstehe, was sich hinter den Zweckgesellschaften (...) verberge“⁴¹⁶. Komplizierte und umfangreiche Prospekte, die oft nur von Experten zu verstehen sind, stellen für Narat (2007) den kritischen Punkt bei komplexen Produkten dar.⁴¹⁷ Darüber hinaus könnten vielmals nur Experten der emittierenden Bank die unterliegenden Portfolios bewerten.⁴¹⁸ Im Gegensatz zu den Standardverträgen der International Swaps and Derivatives Association für Kreditderivate, die teilweise bei synthetischen Strukturen für Dokumen-

⁴¹³ § 3 Abs. 2 Nr. 1 und 2 WpPG.

⁴¹⁴ Vgl. Gespräch mit Herrn Bechtold am 06.12.2007, Frage 11.

⁴¹⁵ Vgl. Meiswinkel (1989), S. 29.

⁴¹⁶ Siems bezieht sich hierbei auf die Aussage eines Teilnehmers des TSI-Kongresses „ABS in Deutschland“ der im Sommer 2007 in Berlin stattgefunden hat. Vgl. Siems (2007), S. 55.

⁴¹⁷ Vgl. Narat (2007), S. 11, er grenzt den Kreis sogar auf die „Experten der emittierenden Bank“ ein.

⁴¹⁸ Vgl. Narat (2007), S. 11.

tationszwecke Verwendung finden, ist die Dokumentation von True-Sale-Strukturen, aufgrund deren Komplexität, überwiegend individuell vorzunehmen.⁴¹⁹ Der Analyseaufwand der rechtlichen Dokumentation kann dazu noch durch eine fehlende Strukturierungs- oder Risikotransferstandardisierung erhöht werden, was wiederum sowohl die Primär- als auch die Sekundärmarktliquidität limitieren kann.⁴²⁰

Bei Transaktionen, die über Deutschland abgewickelt werden, erfolgt die Vertragsgestaltung nach deutschem Recht. Die Vertragsstruktur ist hingegen eng am angelsächsischen Aufbau der Dokumente angelehnt, der wiederum vor dem Hintergrund der Internationalität des Geschäfts als unverzichtbar gilt und zu umfangreichen Vertragswerken führt.⁴²¹ Ein deutsches SPV, respektive eine Abwicklung einer Transaktion über die TSI, hat insofern nur bedingt Einfluss auf Vertragskomplexität und -umfang, als dass diese i. d. R. als „gegeben“ anzunehmen ist.⁴²² Darüber hinaus wird der von der TSI vorgeschlagene Aufbau des Informationsmemorandums, an dem sich der Prospekt zertifizierter Transaktionen orientieren soll, bei keiner Transaktion vollständig übernommen.⁴²³ Vielmehr kann davon ausgegangen werden, dass bspw. die für die Erstellung des Prospekts beauftragte Rechtsanwaltskanzlei auf ihre Erfahrung und bewährte Vertragsstrukturen zurückgreift und dies die Vertragsstruktur stärker beeinflusst, die wiederum durch gesetzliche Regelungen geprägt sein dürften.⁴²⁴

⁴¹⁹ Vgl. OeNB (2004), S. 14-15. Die Dokumentationsstandards sind speziell auf Credit Default Swaps und Total Return Swaps ausgerichtet, können jedoch auch auf andere Kreditderivate übertragen werden. Vgl. hierzu und zu den genannten Instrumenten Fabozzi/Davis/Choudhry (2006), S. 46-63.

⁴²⁰ Vgl. Rother (2006), S. 1062.

⁴²¹ Vgl. Schmittat (2007), S. 299; OeNB (2004), S. 21, umfangreiche und ausführliche Vertragswerke resultieren meist aus der komplexen Struktur der Verbriefung.

⁴²² Vgl. Schmittat (2007), S. 299. Nur hinsichtlich der verwendeten Sprache könnte es zu einer Vereinfachung durch ein deutsches SPV kommen.

⁴²³ Eigener Vergleich des Aufbaus anhand der Vorgabe der TSI (TSI (2005c), S. 1) und den Prospekten der Transaktionen. Vgl. Driver One (2004), S. 6; Driver Two (2005), S. 6-9; Driver Three (2006b), S. 6-12; Driver Four (2007), S. 6-10; Wilco 2007-1 (2007b), S. 6; TS Co.mit One (2006), S. 4; RCL Securitisation (2006), S. 0; Opera Germany (No. 2) (2006), S. 4; Driver Five (2008), S. 7-11.

⁴²⁴ Die gesetzlichen Rahmenbedingungen wurden in Kapitel 3.2.3 dargelegt.

4.3.2 Investorenreporting

4.3.2.1 Darstellung und Bewertung nationaler und internationaler Reportingstandards

Wie in Kapitel 3.2.5 erörtert, ermöglicht ein ausführliches Reporting den Vergleich verschiedener laufender Transaktionen und kann dadurch Investoren in ihrer Entscheidungsfindung unterstützen.⁴²⁵ Es existieren derzeit jedoch weltweit kaum regulatorische Ansätze darüber, welche Informationen bei laufenden ABS-Transaktionen den Investoren bereitgestellt werden müssen.⁴²⁶ Ebenso hat sich ein einheitlicher Standard für das Reporting bislang nicht durchgesetzt.⁴²⁷ Deshalb bestehen immer noch erkennbare Unterschiede zwischen den Reportings verschiedener Emittenten bzw. Transaktionen.⁴²⁸ Obwohl sich die Reportingstandards bezüglich der Aktualität, Qualität und dem Detaillierungsgrad der Angaben in den letzten Jahren verbessert haben,⁴²⁹ fordert die Europäische Union bzw. deren politische Vertreter die Verbriefungsindustrie derzeit vermehrt dazu auf, Transparenz auf den Märkten durch bessere Reports und die Bereitstellung von mehr Daten zu gewährleisten.⁴³⁰ Die Bereitstellung der Daten, deren Auswertung und Dokumentation, erweisen sich bei der Erstellung des Reporting als große Herausforderungen.⁴³¹

⁴²⁵ Verwiesen sei auch auf die Quellenangaben der vorangegangenen Fußnote.

⁴²⁶ Vgl. Gespräch mit Herrn Bechtold am 06.12.2007, Frage 33.

⁴²⁷ Vgl. Feick (2006), S. 19, weitgehend unstandardisiert ist deshalb dessen Inhalt und Struktur sowie die optische Gestaltung und die Art der Veröffentlichung; Bund (2001), S. 698.

Als wichtige Reporting-Standards nennt Schemann-Teuber neben den Vorgaben der TSI die des ESF, American Securitization Forum und der Commercial Mortgage Securities Association. Vgl. Schemann-Teuber (2008), Anhang 12. Als weiteres Bsp. für einen nationalen Reportingstandard findet sich im Anhang 8 die Reportingstandards des Australian Securitisation Forum.

⁴²⁸ Vgl. Hommel/Reichert (2007), S. 1142.

⁴²⁹ Vgl. Fitch (2004f), S. 1, für Whole Business Securitization; Fitch (2006a), S. 1 für CMBS; Fitch (2004a), S. 1 für CDOs; Fitch (2004e), S. 1 für RMBS. Ferner sei auf die im Folgenden dargestellten Ergebnisse der Auswertung der Bewertung von Reports durch Fitch verwiesen.

⁴³⁰ Vgl. Gespräch mit Herrn Bechtold am 06.12.2007, Frage 32.

⁴³¹ Vgl. Feick (2006), S. 19.

Heutzutage werden üblicherweise Monats- oder Quartalsreportings erstellt,⁴³² wobei Schemann-Teuber die quartalsmäßige Veröffentlichung des Reports als derzeitigen Standard bezeichnet.⁴³³ Die Frequenz des bei Mittelstands-CDOs oftmals nur einmal jährlich vorgenommenen Reporting, bezeichnet Rother als „zu gering“ und sieht einen, im Vergleich zu anderen ABS- und CDO-Produkten, gestiegenen Analyseaufwand durch ein einzelkreditbezogenes Monitoring.⁴³⁴

Reportingstandards des European Securitisation Forums (ESF)

Im Jahr 2006 hat die ESF in der Publikation „Securitisation Market Practice Guidelines“ eine Standardisierung der Begriffe und Definitionen vorgenommen, die beim Reporting von RMBS-Transaktionen Anwendung finden sollen.⁴³⁵ Die Einhaltung dieser Standards zu signalisieren ist nicht möglich.⁴³⁶ Durch die vom ESF publizierten Richtlinien soll eine Verbesserung der Qualität sowie der Einheitlichkeit und Verfügbarkeit der Informationen erreicht werden.⁴³⁷ Diese geht über die allgemeiner gehaltene „Richtlinie für die Verbriefungs-Marktpraxis“ aus dem Jahr 2004 hinaus, welche jedoch nicht nur auf RMBS, sondern auf Transaktionen aller Assetklassen angewendet werden konnte.⁴³⁸ Die Einhaltung der vom ESF veröffentlichten „Richtlinien für die Verbriefungsmarktpraxis“ kann ebenfalls ausschließlich auf freiwilliger Basis erfolgen.⁴³⁹

Fitch zufolge sind die veröffentlichten Reporting Standards des ESF für RMBS den von Fitch vorgegebenen Standards ähnlich.⁴⁴⁰

⁴³² Vgl. BayernLB (2006), S. 23.

⁴³³ Vgl. Gespräch mit Frau Schemann-Teuber am 26.11.2007. Nach Glüder/Bechtold ist für MBS-Transaktionen ein Quartalsreporting für Investoren derzeit die Regel. Vgl. Glüder/Bechtold (2007), S. 4.

⁴³⁴ Vgl. Rother (2006), S. 1064.

⁴³⁵ Vgl. ESF (2006), S. 4-11.

⁴³⁶ Vgl. ESF (2006), S. 2.

⁴³⁷ Vgl. MFEG (2006), S. 36.

⁴³⁸ Vgl. ESF (2004), S. 3.

⁴³⁹ Vgl. ESF (2004), S. 1.

⁴⁴⁰ Vgl. Fitch (2005), S. 5.

Regulation through: „Asset-Backed Securities; Final Rule“

Der amerikanische Standard des Reportings ist Fitch (2003) zufolge, für vergleichbare Transaktionen, viel höher als der Europäische. Nicht zuletzt durch mangelnde Transparenz des Reportings benötigen viele Investoren in Europa im Vorfeld des Kaufes zusätzliche Informationen, was die Entwicklung des ABS-Marktes beeinträchtigt. Unzureichende Reportingstandards begrenzen das Wachstum und die Liquidität des Sekundärmarktes.⁴⁴¹

Am 01.01.2006 trat in den USA das „Asset-Backed Securities; Final Rule“ in Kraft. Die von der United States Securities and Exchange Commission (SEC) dadurch verfolgten Ziele sind einerseits, die Einhaltung des bestehenden Exchange Acts zu garantieren und andererseits für ein höheres Transparenzniveau bei ABS zu sorgen.⁴⁴² Dahingehend werden sowohl die Registrierung und Bekanntmachung, als auch die mit dem Reporting verbundenen Erfordernisse von ABS geregelt.⁴⁴³

Ein Mehr an Transparenz soll, neben dem „normalen“ Reporting, unter anderem durch ein statisches Pool-Reporting erreicht werden, welches im „Regulation AB“ in Artikel 1105 geregelt ist. Diesem Artikel folgend, muss eine Darstellung der Wertentwicklung vergleichbarer Sicherheitenstrukturen bzw. Transaktionen der letzten Jahre sowie deren Charakteristika als Benchmark für die ABS-Transaktion im Reportingdokument oder auf einer Webseite angegeben werden.⁴⁴⁴ Es wird dem Emittenten weitgehend freigestellt, zu entscheiden, welche

⁴⁴¹ Vgl. Fitch (2003), S. 1, Fitch bezieht sich sowohl auf strukturierte Verbriefungen im Allgemeinen, als auch auf CMBS im Speziellen.

⁴⁴² Vgl. SEC (2005), S. 1506; Kieslich/Myers (2007), S. 28.

⁴⁴³ Vgl. SEC (2005), S. 1506.

⁴⁴⁴ Vgl. SEC (2005), S. 1506, 1594, maximal sind Informationen der letzten fünf Jahre anzugeben. Für eine weitergehende Beschreibung, auch der Ausnahmetatbestände sei direkt auf das Gesetz verwiesen; Marshall, Ellen (2005). Das Reporting ist über eine frei zugängliche Webseite kostenfrei, oder über das 8-K (siehe hierzu SEC (2008)) zu veröffentlichen. Vgl. Kieslich/Myers (2007), S. 28, 34.

In einer Studie über das Reporting bei RMBS und Home Equity über das erste Quartal 2006 kamen Kieslich/Myers zu dem Ergebnis, dass ca. 90 % der Sponsoren das Transaktionsreporting über das Internet veröffentlichten. Kieslich/Myers (2007), S. 28.

Daten er als wesentlich erachtet. Dies soll unter anderem von der betreffenden Asset-Klasse und von für den Investor zweckdienlichen Informationen abhängig gemacht werden.⁴⁴⁵ Einige Parameter werden von der SEC vorgeschlagen.⁴⁴⁶ Dem Emittenten obliegt ebenfalls die Art der Präsentation der Daten.⁴⁴⁷

Eine Publizitätspflicht im Rahmen der Regulation AB wurde bezüglich der Beschreibung des „Post-Issuance“-Reports, der darin enthaltenen Informationen, des Zeitpunktes und der Art der Verbreitung⁴⁴⁸ sowie darüber welche Partei für die Erstellung verantwortlich ist, eingeführt.⁴⁴⁹ Dies soll den Investoren eine Evaluation des Umfangs der Informationen, die sie erhalten, ermöglichen.⁴⁵⁰

Reportingstandards der TSI

Nach Schemann-Teuber (2008) können die von der TSI veröffentlichten Reporting-Standards als Benchmark für den deutschen Verbriefungsmarkt betrachtet werden.⁴⁵¹ So sind die von der TSI gesetzten Standards weitreichender als die vom ESF entworfenen Guide-Lines. Des Weiteren besteht der Unterschied zum ESF darin, dass die TSI die von ihr veröffentlichten Standards umsetzt und bspw. durch zertifizierte Transaktionen im Markt implementiert.⁴⁵²

Im Gegensatz zu vielen nicht zertifizierten Transaktionen ist bei zertifizierten Transaktionen ein kostenfreier Zugang zu Investorenreports möglich.⁴⁵³ Wobei unabhängig von der TSI die Anzahl der regelmäßig über Webseiten angebotenen Daten zur Wertentwicklung von Trans-

⁴⁴⁵ Vgl. Kieslich/Myers (2007), S. 29.

⁴⁴⁶ Bspw. die Höhe der Prepayments, Nichtzahlungen bei Fälligkeit und Verluste. Vgl. Marshall, Ellen (2005); Artikel 229.1105 Asset-Backed Securities; Final Rule.

⁴⁴⁷ Vgl. Kieslich/Myers (2007), S. 28. Eine exemplarische Übersicht von Webseiten, die einen Eindruck von dieser Art des Reporting ermöglichen, findet sich bspw. in Deloitte (2006), S. 2-12.

⁴⁴⁸ So muss bspw. angegeben werden, ob ein Zugriff auf das Reporting über eine Webseite möglich ist.

⁴⁴⁹ Vgl. SEC (2005), S. 1508, 1551.

⁴⁵⁰ Vgl. SEC (2005), S. 1551.

⁴⁵¹ Vgl. Schemann-Teuber (2008), Anhang 12. Siehe auch Kapitel 3.2.5 und 4.3.2.

⁴⁵² Vgl. Gespräch mit Herrn Bechtold am 06.12.2007, Frage 32.

⁴⁵³ Vgl. Gespräch mit Frau Schemann-Teuber am 26.11.2007.

aktionen zunimmt, was die Transparenz auf dem ABS-Markt erhöht.⁴⁵⁴ Dies könnte evtl. damit zusammenhängen, dass Anleger, wie bspw. die DWS-Investments, eine Anlage in ABS unter anderem davon abhängig machen, ob ein ausführliches Reporting mit Zugriff für die Öffentlichkeit⁴⁵⁵ bereitgestellt wird.⁴⁵⁶ Investoren konnten in der Vergangenheit nur in begrenztem Umfang Einfluss auf die Daten nehmen, die in ein Reporting aufgenommen wurden.⁴⁵⁷ „In Teilbereichen haben sich Investoren mehr Einfluss gewünscht“⁴⁵⁸. Einfluss auf die Reporting-Anforderungen der TSI, bzw. auf mögliche Änderungen, haben Anleger durch den Investoren-Arbeitskreis der DWS sowie durch direkten Kontakt zur TSI.⁴⁵⁹

Die Österreichische Nationalbank (OeNB) fordert, neben einer periodischen-, auch eine ereignisbezogene Veröffentlichung von Informationen über die Forderungspoolentwicklung.⁴⁶⁰ Dies wird von der TSI nicht verlangt und könnte als Verbesserungsmöglichkeit der Zertifizierungsbedingungen betrachtet werden. Ebenso könnte der Zahltag, nachdem sich die Frist zur Veröffentlichung des Reportings bemisst, auf der Webseite der TSI unter der jeweiligen Transaktion angegeben werden, um den Investoren einen Überblick zu ermöglichen, wann mit der nächsten Publikation zu rechnen ist. Die Einführung eines statischen Pool-Reportings, das in den USA gesetzlich geregelt ist, könnte eine vielversprechende Weiterentwicklung der derzeitigen Zertifizierung darstellen.

Positiv ist zu beurteilen, dass die TSI nicht nur Reporting-Anforderungen formuliert, sondern auch die hinter den Datenfeldern stehende Definition veröffentlicht. So kann es den Emittenten ermöglicht werden, im Prospekt direkt auf die Definitionen der TSI zu verweisen. Falls der Emittent diesen

⁴⁵⁴ Vgl. MFEG (2006), S. 35.

⁴⁵⁵ Baulig (2005), S. 42, Baulig fasst in ihrem Beitrag die Aussagen der DWS-Mitarbeiterin Barth zusammen.

⁴⁵⁶ Vgl. Baulig (2005), S. 42.

⁴⁵⁷ Vgl. Gespräch mit Frau Schemann-Teuber am 26.11.2007.

⁴⁵⁸ Gespräch mit Frau Schemann-Teuber am 26.11.2007.

⁴⁵⁹ Vgl. Gespräch mit Herrn Bechtold am 06.12.2007, Frage 29. Siehe auch Kapitel 2.2.2.

⁴⁶⁰ Vgl. OeNB (2004), S. 63.

Definitionen nicht folgen will, könnte es ihm, im Rahmen einer Änderung der Zertifizierungsbedingungen, auferlegt werden ein Dokument mit den Begriffen zugrunde liegenden Definitionen über die Seite der TSI zu veröffentlichen.⁴⁶¹

In einem „normalen“ Report ist eine aktualisierte Auflistung der an einer Transaktion beteiligten Gegenparteien (counterparties) sowie deren Rating sehr selten beigefügt.⁴⁶² Diese Informationen sind ein Bestandteil der Reporting-Anforderungen der TSI und erleichtern es dem Investoren, bspw. Bonitätsänderungen bei beteiligten Parteien zu erkennen.⁴⁶³ Gleiches gilt für die von der Mortgage Funding Expert Group (MFEG) als wichtigen Bestandteil des Hypothekengeschäfts bezeichnete Loan-to-Value Ratio (LTV).⁴⁶⁴ Die Reportingvorschläge der TSI berücksichtigen die verschiedenen Charakteristika der unterschiedlichen Assetklassen und nehmen Informationen, welche die Rating-Agenturen für ihre Bewertung der Tranchen heranziehen, in ihre „Reporting-Zertifizierungsvoraussetzung“ auf. Eine nicht nur auf einzelne Daten abstellende Bewertung des Reportings wird von Fitch vorgenommen.

4.3.2.2 Beurteilung des Reportings durch Fitch

Fitch hat eigene Reportingstandards für verschiedene Assetklassen formuliert und publiziert.⁴⁶⁵ Ebenso nimmt Fitch durch die regelmäßige Veröffentlichung der „Fitch Issuer Report Grades“ (IRGs) eine Beurteilung und Einstufung der Qualität des Reportings vor.⁴⁶⁶ Mit der Einführung der

⁴⁶¹ Bei der Driver Three Transaktion wird bspw. bereits ein sog. „Master Definitions Schedule“ gestellt. Vgl. Driver Three (2006a).

⁴⁶² Vgl. Gespräch mit Frau Schemann-Teuber am 26.11.2007.

⁴⁶³ Diese können, vor allem bei Sicherungsgebenden Parteien, Einfluss auf das Rating einer Tranche haben.

⁴⁶⁴ Vgl. MFEG (2006), S. 8. Übersetzt steht der Begriff „LTV“ für den „Beleihungsauslauf“.

⁴⁶⁵ Vgl. Fitch (2006a), S. 4-11 (European CMBS); Fitch (2004a), S. 4-11 (European SME CDO); Fitch (2004b), S. 3-5 (Credit Cards); Fitch (2004c), S. 3-6 (Auto Contracts and Unsecured Consumer Loans); Fitch (2004d), S. 3-7 (European NPL); Fitch (2004e), S. 4-10 (European RMBS); Fitch (2004f), S. 6-12 (European Whole Business). Sowie Fitch (2004h), S. 4-9 (Synthetic CDOs); Fitch (2003), S. 4-11 (European CMBS Standards bis 2006).

⁴⁶⁶ Vgl. Feick (2006), S. 19. Nach Erkenntnissen des Autors wird weder von Moody's noch S&P eine vergleichbare Beurteilung des Reportings von Transaktionen

IRGs im November 2004 hat Fitch das Ziel verfolgt, eine objektive und transparente Einstufung der Qualität von Reportings zu etablieren. Die Bewertung soll Investoren in die Lage versetzen, sich mit geringem Zeitaufwand über die Qualität des Reportings einer Transaktion informieren zu können, unabhängig davon, ob sie bereits Anleihen halten, oder eine Investition planen. Für Emittenten, Originatoren und Serviceagenten besteht ein Leitfaden, der ihnen aufzeigt, wie sie ihr Reporting gegenüber Investoren, deren Kreditabteilung und den Rating-Agenturen verbessern können.⁴⁶⁷

Das IRG wird von Fitch für Transaktionen berechnet, für die sie als Rating-Agentur ein öffentliches Rating vergibt.⁴⁶⁸ Die als Resultat der Berechnung von Fitch vergebene Bewertung entsteht ausschließlich aus der Betrachtung der Reportings und damit verbundener Aspekte. Die Wertentwicklung-, oder das Rating der Transaktion ist bei der Ermittlung irrelevant.⁴⁶⁹ Die Bewertung des Reportings erfolgt auf einer ordinalen Skala mittels Sternen, wobei maximal fünf Sterne erreicht werden können.

*****	Hervorragend – Erfüllt oder übertrifft die von Fitch veröffentlichten Reportingstandards in weitgehend allen Bereichen.	10 - 12 Punkte
****	Gut – Bietet gutes und anwenderfreundliches Reporting in allen Bereichen und erfüllt die von Fitch veröffentlichten Reportingstandards in den meisten Bereichen.	7 - 9 Punkte
***	Genügend – Erlaubt eine sinnvolle und zeitgemäße Analyse der Wertentwicklung und nähert sich den von Fitch veröffentlichten Reportingstandards in den meisten Bereichen an.	4 - 6 Punkte
**	Eingeschränkt – Geht über die Minimalanforderungen hinaus, erreicht aber im Durchschnitt nur ein Drittel der maximal möglichen Punktzahl.	2 - 3 Punkte
*	Einfach – Erfüllt die Minimalbedingungen um ein Rating beibehalten zu können, wengleich zusätzliche Angaben erforderlich sein können.	0 - 1 Punkt

Quelle: Eigene Darstellung; in Anlehnung an Fitch (2004g), S. 2.

Tab. 8: Aufschlüsselung der Beurteilungssymbole.

vorgenommen. Fitch betrachtet sowohl True-Sale- als auch synthetische Transaktionen.

⁴⁶⁷ Vgl. Fitch (2004g), S. 1.

⁴⁶⁸ Vgl. Fitch (2004g), S. 1, eine Einschränkung erfolgt insofern, als dass dies nur „for most of the European Structured Finance („ESF“) transactions“ gilt.

⁴⁶⁹ Vgl. Fitch (2005), S. 1.

Die einer Bewertung als Maßstab zugrunde liegenden Kriterien sind in den von Fitch veröffentlichten empfohlenen Reportingstandards fixiert.⁴⁷⁰ Ein Vergleich findet in verschiedenen Kategorien statt. Diese können in zusammengefasster Form nachfolgender Tabelle entnommen werden.

	Kategorie	Bewertungsspanne																				
A	Qualität des Datenmaterials über die	Maximum 8 Punkte																				
A1	Vermögensgegenstände (Assets) - delinquency - default and write-off information - movements in collateral principle - key collateral composition parameters - yield excess spread information - performance against formal triggers	0 - 4 Punkte 4 Punkte: Angaben > 90% 3 Punkte: Angaben < 90% > 60% 2 Punkte: Angaben < 60% > 30% 1 Punkt: Angaben < 30% > 10% 0 Punkte: Angaben < 10%																				
A2	Verbindlichkeiten (Liabilities) basic tranche information: - principal outstanding and changes in it - interest rate and amounts of interest paid, and payment dates - amount of and change in reserve funds and other key accounts (e.g. the principle deficiency ledger) - information of expenses in the relevant period - information on amounts applied under the priority of payments in the reporting period	0 - 2 Punkte 2 Punkte: Angaben > 2/3 1 Punkt: Angaben < 2/3 > 1/3 0 Punkte: Angaben < 1/3																				
A3	Gegenparteien	0 - 2 Punkte																				
B	Qualität des nicht Datenmaterials in Bezug auf	Maximum 4 Punkte																				
B1	Zugänglichkeit & Art und Weise der Bereitstellung	0 - 1 Punkt																				
B2	Häufigkeit	0 - 1 Punkt																				
B3	Aktualität Zeitraum (<i>in Tagen</i>) zwischen cut-off Datum der Daten die in den Report eingehen und der Veröffentlichung des Reports. Je öfter veröffentlicht wird, desto stärker fallen längere Zeitspannen negativ ins Gewicht.	0 - 1 Punkt <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>0 Pkt.</th> <th>0,5 Pkt.</th> <th>1 Pkt.</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>monatlich</td> <td>> 20</td> <td>13-20</td> <td>12</td> </tr> <tr> <td>vierteljährlich</td> <td>> 30</td> <td>16-30</td> <td>15</td> </tr> <tr> <td>halbjährlich</td> <td>> 45</td> <td>21-45</td> <td>20</td> </tr> <tr> <td>jährlich</td> <td>> 60</td> <td>26-60</td> <td>25</td> </tr> </tbody> </table>		0 Pkt.	0,5 Pkt.	1 Pkt.	monatlich	> 20	13-20	12	vierteljährlich	> 30	16-30	15	halbjährlich	> 45	21-45	20	jährlich	> 60	26-60	25
	0 Pkt.	0,5 Pkt.	1 Pkt.																			
monatlich	> 20	13-20	12																			
vierteljährlich	> 30	16-30	15																			
halbjährlich	> 45	21-45	20																			
jährlich	> 60	26-60	25																			
B4	Benutzerfreundlichkeit	0 - 1 Punkt																				
Summe:		Maximal 12 Punkte																				

Quelle: Eigene Darstellung; Daten entnommen aus: Fitch (2004g), S. 5-6.

Tab. 9: Überblick über das Bewertungssystem für die Fitch IRG⁴⁷¹

Nach der Darstellung der Kriterien und Bedeutung der Symbole können der folgenden Tabelle die durchschnittlichen Ergebnisse der Berechnung des IRG, getrennt für Europa und Deutschland, den Assetklassen ABS, CMBS, RMBS und SME CDO entnommen werden.⁴⁷² Für eine Erklärung

⁴⁷⁰ Vgl. Fußnote 465.

⁴⁷¹ Die unter A gegliederten Punkte wurden nicht übersetzt, um einen Vergleich mit den ausführlichen Kriterien nicht zu erschweren.

⁴⁷² Die zusammengefassten Ergebnisse für ABS, CMBS, RMBS respektive ABS, CMBS, RMBS und SME CDO ergeben sich durch die einzelnen Ergebnisse der Assetklassen gewichtet mit der Anzahl der jeweiligen Transaktionen, geteilt durch die Summe aller Transaktionen.

Vergleich von zertifizierten mit nicht zertifizierten Transaktionen sowie Bewertung der Zertifizierung

der Berechnungsmethodik sowie diverse grafische Auswertungen, sei auf Anhang 4 und 5 verwiesen.

Region / Land	Assetklasse/n	Durchschnittliche Bewertung im Beobachtungszeitpunkt			
		November 2004	Mai 2005	Mai 2006	Mai 2007
Europa	- ABS	2,84	2,89	2,87	2,95
	- CMBS	2,80	3,18	3,47	3,60
	- RMBS	2,77	3,21	3,41	3,63
	- SME CDO	2,97	3,41	3,52	n/a
	- ABS, CMBS und RMBS insgesamt	2,79	3,12	3,29	3,48
	- ABS, CMBS, RMBS und SME CDO insgesamt	2,80	3,14	3,31	n/a
Deutschland	ABS	n/a	3,57	3,66	4,00
	CMBS	n/a	3,50	3,25	4,31
	RMBS	n/a	3,22	3,74	3,75
	SME CDO	n/a	2,45	2,94	n/a
	- ABS, CMBS und RMBS insgesamt	n/a	3,29	3,69	3,94
	- ABS, CMBS, RMBS und SME CDO insgesamt	n/a	3,12	3,48	n/a

Quelle: Eigene Berechnung; Daten entnommen aus: Fitch (2007), S. 7-20; Fitch (2006b), S. 7-19; Fitch (2005), S. 7-16 und Fitch (2004g), S. 9-17.

Tab. 10: Durchschnittliche Ergebnisse der Berechnung des IRG

Die durchschnittliche Bewertung des Reportings deutscher Transaktionen ist im Vergleich zu europäischen Transaktionen, mit Ausnahme der Assetklasse der SME CDO, höher.⁴⁷³

Im ersten „IRG Bericht“ merkt Fitch bezüglich der SME CDO-Transaktionen deutschsprachiger Länder an, dass vor allem bei Transaktionen, die mit zwei- oder drei Sternen bewertet wurden, die Angabe zu Trigger-Berechnungen, den Schuldverschreibungen⁴⁷⁴ und Kontaktdaten nicht den Erwartungen entsprachen.⁴⁷⁵ Nach der Veröffentlichung dieses Berichts sind Emittenten gezielt auf Fitch zugekommen, die ihre Berichte und dadurch die von Fitch vergebene Bewertung dieser, verbessern wollten.⁴⁷⁶

Bezüglich zertifizierter Transaktionen wurde das Driver One-Reporting mit fünf Sternen bewertet. Dies war die zweite Transaktion, die diese

⁴⁷³ Dies gilt auch, mit Ausnahme von Mai 2005, für die insgesamt durchschnittliche Bewertung.

⁴⁷⁴ „note-level information“.

⁴⁷⁵ Vgl. Fitch (2004g), S. 3.

⁴⁷⁶ Vgl. Fitch (2005), S. 1.

Bewertung erhalten hat.⁴⁷⁷ Derzeit werden auch die zertifizierten Transaktionen Driver Two, Driver Three und Opera Germany (No.1) von Fitch mit dieser Höchstnote bewertet.⁴⁷⁸ Für die restlichen von der TSI zertifizierten Transaktionen wurde kein IRG ermittelt. Dies liegt daran, dass für SME CDOs seit Mai 2007 keine Daten mehr von Fitch bezüglich des IRGs erhoben werden, was die Transaktionen RCL Securitisation und TS Co.mit One betrifft.⁴⁷⁹ Ein Grund dafür, dass die Transaktion Wilco 2007-1 nicht aufgeführt wurde, ist, dass ihr Reporting erst zum Mai 2007 aufgenommen wurde.⁴⁸⁰ Für die Driver Five Transaktion wurde bisher noch kein Reporting veröffentlicht. Nach Uhrmacher (2008) erfüllen alle zertifizierten Transaktionen die Voraussetzungen, die Fitch an eine Vergabe von fünf Sternen knüpft.⁴⁸¹ Damit schneiden zertifizierte Transaktionen, die von Fitch bewertet wurden, weit überdurchschnittlich ab.

Gerade für SME CDOs könnte die TSI weiterhin Reporting-Standards setzen und durch ein Zertifikat die hohe Qualität des Reportings der jeweiligen Transaktion signalisieren. Bei anderen Assetklassen wäre es dem Emittenten auch möglich, deren Transaktion durch Fitch geratet und im Rahmen des IRGs bewertet wird, durch den Verweis auf die Sterne-Bewertung gegenüber den Investoren Qualität zu signalisieren.⁴⁸² Ein Monitoring der Qualität des TSI Zertifikats hinsichtlich der Reporting-Standards von ABS i. e. S. und MBS scheint durch die IRGs möglich zu sein.

⁴⁷⁷ Vgl. Trautwein/Bechtold (2005), S. 3. Bereits in der zweiten von Fitch veröffentlichten Studie wurden 15 Transaktionen mit fünf Sternen bewertet. Vgl. Fitch (2005), S. 1.

⁴⁷⁸ Vgl. Fitch (2007), S. 7, für die Driver- und S. 10 für die Opera Transaktion/en.

⁴⁷⁹ Vgl. Fitch (2007), S. 1.

⁴⁸⁰ Vgl. Wilco 2007-1 (2007a), S. 1. Warum die Driver Four Transaktion nicht bei in dem betreffenden Bericht aufgeführt wird, konnte nicht abschließend geklärt werden.

⁴⁸¹ Vgl. Uhrmacher (2008), Anhang 13.

⁴⁸² Dies wäre allerdings erst nach- und nicht wie bei einer Zertifizierung durch die TSI bereits vor einem ersten veröffentlichten Report möglich.

4.3.3 Sekundärmarktliquidität

4.3.3.1 Standardisierung, Börsenhandel und Market Making

Eine Beurteilung der Notwendigkeit eines Zertifikates für privat platzierte Transaktionen wurde zu Beginn dieses Kapitels vorgenommen. Im Weiteren sollen Faktoren dargestellt werden, die für einen Vergleich der Zertifizierung öffentlich platzierter Transaktionen ausschlaggebend sind und Einfluss auf deren Sekundärmarktliquidität haben könnten.

In den letzten Jahren wurden europäische ABS-Tranchen meist in Luxemburg oder Irland an den jeweiligen Börsen zum Handel zugelassen.⁴⁸³ Dies gilt auch für die von der TSI zertifizierten Tranchen, von denen sechs in Luxemburg und zwei in Irland notiert sind,⁴⁸⁴ sodass keine Besonderheiten bezüglich des Ortes der Emission zu erkennen sind, die mit einer Zertifizierung einhergehen könnten. Lediglich eine zertifizierte Transaktion bzw. deren Seniortranche ist bisher in Deutschland gelistet worden.⁴⁸⁵

Ein hohes Emissionsvolumen wird bei öffentlichen Transaktionen, durch die hohen administrativen Kosten, die im Zusammenhang mit der Platzierung entstehen, vorausgesetzt.⁴⁸⁶ Die Größe der Tranchen, die Emissionshäufigkeit und die Größe des Emittenten bzw. des begebenden Konsortiums sind Faktoren, die unabhängig von den Sicherheiten, Einfluss auf die Liquidität einer Transaktion haben. Nach Weaver/Whitten/Xu (2000) sind die liquidesten Transaktionen diejenigen, die öffentlich von Daueremittenten über ein großes Konsortium begeben wurden und die über großvolumige Tranchen verfügen.⁴⁸⁷ Darauf, dass die Entwicklung eines öffentlichen Marktes nicht garantiert werden kann, wird Meiswinkel (1989) zufolge i. d. R. in Prospekten öffentlich platzierter Emissionen hin-

⁴⁸³ Vgl. Gespräch mit Herrn Bechtold am 06.12.2007, Frage 15; PwC (2006), S. 7 und PwC (2007), S. 16-17 geben einen Überblick über die Größe des Verbriefungsmarktes Luxemburg.

⁴⁸⁴ Vgl. Tab. 7. In Luxemburg sind alle Driver- und die Wilco 2007-1 Transaktion/en-, in Irland die TS Co.mit One- und die Opera German (No. 1) Transaktion notiert.

⁴⁸⁵ Vgl. Kapitel 3.3. Tab. 7.

⁴⁸⁶ Vgl. Emse (2005), S. 17. Z. B. durch die Prospektspflicht, Gebühren für eine Börsenzulassung und Ähnliches.

⁴⁸⁷ Vgl. Weaver/Whitten/Xu (2000), S. 10.

gewiesen. Er nimmt an, dass Investmentbanken auch als Market Maker für diese Titel fungieren.⁴⁸⁸ Beim Market Making scheint die Reputation der die Kurse stellenden Banken von Bedeutung zu sein. So ist nach Strohmann (2006) „an der Liste der Leadmanager eines Deals erkennbar, ob das Market Making später gut oder weniger gut funktionieren wird“⁴⁸⁹.

Als liquide wird ein Börsenmarkt bezeichnet, „wenn Kaufs- und Verkaufsaufträge schnell und mit minimalen Auswirkungen auf den Preis ausgeführt werden können“⁴⁹⁰. Beim Preisermittlungsverfahren wird in der Literatur eine Unterscheidung zwischen dem Auktions- und dem Market-Maker-Prinzip vorgenommen. Wird nach dem Market-Maker-Prinzip gehandelt, ist den Anlegern der Kauf oder Verkauf von Wertpapieren ausschließlich zu Geld- und Briefkursen möglich, die von autorisierten Marktteilnehmern gestellt werden.⁴⁹¹ Das Ziel, das Emittenten durch den Abschluss eines Market Making Agreements verfolgen, ist in der Möglichkeit der Senkung ihrer Refinanzierungskosten zu sehen, da die Bereitschaft, Abschläge bei der Rendite für liquide Papiere hinzunehmen, bei Investoren vorhanden ist.⁴⁹² Anders ausgedrückt, die von den Investoren geforderte Verzinsung wird durch die Liquidität der Wertpapiere mitbestimmt.⁴⁹³ Dadurch ließen sich die, oftmals im Vergleich zu Unternehmensanleihen bei ABS gleicher Bonität, höheren Risikoprämien durch die Unterschiede in der Sekundärmarktliquidität erklären.⁴⁹⁴ Die Verpflichtung eines oder mehrerer Market Maker zur Kursstellung bei ABS-Transaktionen stellt eine Ausnahme dar.⁴⁹⁵ Insofern kann die diesbezügliche Zertifizierungsbedingung der TSI als außergewöhnlich auf dem

⁴⁸⁸ Vgl. Meiswinkel (1989), S. 29.

⁴⁸⁹ Vgl. Strohmann (2006), S. 40, der sich bei dieser Aussage auf die Emission von Jumbo Pfandbriefen bezieht.

⁴⁹⁰ Fischer/Rudolph (2000), S. 379.

⁴⁹¹ Vgl. Fischer/Rudolph (2000), S. 381-382.

⁴⁹² Vgl. Strohmann (2006), S. 39.

⁴⁹³ Vgl. Arbeitskreis „Finanzierung“ der Schmalenbach-Gesellschaft (1992), S. 508.

⁴⁹⁴ Vgl. Grunow/Figgenger (2006), S. 275.

⁴⁹⁵ Vgl. Schemann-Teuber (2008), Anhang 12. Falls Market Maker benannt werden, werden diese nach Schemann-Teuber, im Informationsmemorandum aufgeführt.

ABS-Markt bezeichnet werden.⁴⁹⁶ Diese Aussage wird auch dadurch gestützt, dass bei den zwei Transaktionen, die auf die zertifizierte Transaktion Opera Germany (No. 1) bisher folgten, (Opera Germany (No. 2) und -(No. 3)) keine Market Maker verpflichtet wurden.⁴⁹⁷

Für Investoren hat eine fehlende Sekundärmarktliquidität weitreichende Konsequenzen. Können sie doch „gezwungen“ sein, ungewollt eine buy-and-hold Strategie verfolgen zu müssen. Eine Fehlinvestition ist ohnehin durch die meist eingeschränkte Sekundärmarktliquidität von ABS nur schwer zu korrigieren.⁴⁹⁸ Natürlich wird die Liquidität auch durch das Verhalten der Investoren und durch deren Motive beeinflusst. So ist allein dadurch, dass viele Investoren ihre ABS-Papiere bis zur Fälligkeit halten, die Sekundärmarktliquidität dieser Papiere geringer als bspw. die von Staats- oder Unternehmensanleihen.⁴⁹⁹

Die unterschiedlichen Formen der Publikation der Daten,⁵⁰⁰ die sich zusätzlich in Quantität und Qualität je nach Emittent unterscheiden, erschweren die Sammlung und Auswertung der Informationen für den Investor, was den Sekundärhandel zusätzlich behindert.⁵⁰¹ Die Entstehung liquider Märkte kann also durch zunehmende Standardisierung von Kontrakten gefördert werden.⁵⁰² Eine

⁴⁹⁶ Demgegenüber ist eine Market Making-Verpflichtung ein international anerkannter Standard z. B. bei Pfandbriefen. Vgl. Strohmann (2006), S. 36. Bei Jumbo Pfandbriefen werden Market Maker durch Mindeststandards verpflichtet, Geld- und Briefkurse für Volumina bis zu 15 Mio. € mit engen Spreads zu stellen. Die Geld-Briefspanne ist für verschiedene Laufzeiten vorgegeben und soll je nach Laufzeit zwischen 5 und 20 Cent betragen. Vgl. Strohmann (2006), S. 36.

⁴⁹⁷ Zumindest wird die Benennung von Market Makern nicht im Prospekt festgehalten. Beide Folgetransaktionen wurden nicht über die TSI abgewickelt. Das SPV ist beiden Fällen nicht in Deutschland angesiedelt. Vgl. Opera Germany (No. 2) (2006), S. 1-198; Opera Germany (No. 3) (2007), S. 1-201.

⁴⁹⁸ Vgl. OeNB (2004), S. 27, 61.

⁴⁹⁹ Vgl. Röchling (2002), S. 31.

⁵⁰⁰ Aufgeführt sind die Möglichkeiten der Veröffentlichung in Papierform, über das Internet und über Bloomberg.

⁵⁰¹ Vgl. Bund (2001), S. 698, diese „Behinderung“ entsteht durch die für eine Portfolioüberwachung notwendige Datensammlung und Auswertung der Informationen durch den Investor.

⁵⁰² Vgl. Dresig (2000), S. 204, der sich als Bsp. auf Versicherungsrisiken bezieht. Siehe auch die Ausführungen im Rahmen des Kapitels zur Zulassung zum Börsenhandel.

Standardisierung durch die TSI wird, zumindest was die laufenden Informationen über eine Transaktion betrifft, erreicht.

Die TSI sollte im Rahmen ihrer Zertifizierung verlangen, dass die Market Maker bzw. die Banken, die sich zum Market Making verpflichtet haben, im Prospekt namentlich zu benennen sind, damit Investoren Rückschlüsse über dessen/deren „Qualität“ ziehen können. Die Veröffentlichung des Market Making Agreements der jeweiligen zertifizierten Transaktion wäre ebenfalls eine Möglichkeit mehr Transparenz herzustellen.⁵⁰³ Die Liquidität zertifizierter Tranchen könnte evtl. auch dadurch gesteigert werden, indem die Anzahl der Market Maker, die zu benennen sind, erhöht wird. Hier sei als Beispiel der Markt für Jumbo Pfandbrief angeführt. Dort müssen pro Transaktion derzeit fünf Market Maker benannt werden.⁵⁰⁴ Ebenfalls könnte das Volumen von 5. Mio. € erhöht oder die Spreads für bestimmte Laufzeiten festgelegt werden.⁵⁰⁵

Dass ein Market Making positive Effekte auf die Entwicklung eines Finanzinstruments haben kann, wird auch im Rahmen der Ausführungen von Kullig (2006) deutlich, der anmerkt, dass „der Erfolg des Jumbo Pfandbriefs (..) vermutlich ohne das Market Making undenkbar gewesen“⁵⁰⁶ wäre.

4.3.3.2 Liquiditätsbewertung von Asset Backed Securities durch den iBoxx EUR ABS 50 Index

Eine Aussage darüber, ob von der TSI zertifizierte AAA-Tranchen eine hohe Sekundärmarktliquidität aufweisen, kann zumindest für einige Transaktionen durch Betrachtung der Zusammensetzung des iBoxx EUR ABS 50 Index erfolgen.

⁵⁰³ Eine Analyse der rechtlichen Durchsetzbarkeit dieses Vorschlags wurde nicht unternommen. Ein Mehr an Transparenz könnte auch dadurch entstehen, den Begriff „analog“, der im Bezug auf die Erstellung des Market Making Agreements Verwendung findet, genauer zu erläutern. Vgl. TSI (2008f).

⁵⁰⁴ Vgl. Kullig (2006), S. 20.

⁵⁰⁵ Hier sei erneut auf die Standards bei Jumbo Pfandbriefen verwiesen, die sowohl laufzeit- als auch risikoadjustierte Spread-Aufschläge festlegen. Vgl. Kullig (2006), S. 20.

⁵⁰⁶ Kullig (2006), S. 14. Zu den Standards bei Jumbo Pfandbriefen siehe Kullig S. 20.

Der als Preisindex ausgestaltete iBoxx EUR ABS 50 umfasst die 50 größten und liquidesten Triple-A-Tranchen der Assetklassen ABS, MBS und SME CLO, die neben einer variablen Verzinsung in Euro denominieren.⁵⁰⁷ Der DZ BANK zufolge sollte der Index „ein Treiber für mehr Preistransparenz und Liquidität am ABS-Markt sein“⁵⁰⁸, er wurde am 01.02.2006 eingeführt.⁵⁰⁹ Seine Zusammensetzung wird vierteljährlich überprüft und angepasst, indem zunächst die 70 größten und „kürzlich“ begebenen Anleihen ermittelt und daraus die 50 liquidesten Tranchen anhand einer Händlerbefragung ausgewählt und in den Index aufgenommen werden.⁵¹⁰

Folgende zertifizierte Triple-A-Tranchen wurden bisher in den iBoxx EUR ABS 50 Index aufgenommen: Driver Two⁵¹¹, Driver Three⁵¹² und Driver Four⁵¹³. Die AAA-Tranche der RCL Securitisation stellte bei drei Überprüfungen eine der 70 Größten dar, deren durch die Umfrage ermittelte Liquidität reichte aber nicht zu einer Aufnahme in den Index.⁵¹⁴ Andere zertifizierte Transaktionen zählen aufgrund ihres Volumens nicht zum Kreis der 70 größten Anleihen, folglich wurde auch keine Beurteilung der Liquidität anhand der Händlerbefragung vorgenommen.

Wie am Bsp. der Transaktion RCL Securitisation gezeigt werden kann, muss eine zertifizierte Transaktion nicht per se „überdurchschnittlich“ liquide sein. Das heißt, dass ein Zertifikat, trotz market making, nicht als Liquiditätsgarantie⁵¹⁵ missverstanden werden sollte, obgleich anzumerken ist, dass der iBoxx EUR ABS 50 an sich schon einen hohen

⁵⁰⁷ Vgl. IIC (2007b), S. 3; Johannsen (2006), S. 18.

⁵⁰⁸ Johannsen (2006), S. 18.

⁵⁰⁹ Vgl. IIC (2007b), S. 3.

⁵¹⁰ Vgl. Johannsen (2006), S. 18. Von „führenden“ Market Makern wird der Preis der unterliegenden Tranchen bereitgestellt. Vgl. IIC (2007b), S. 4. Auf weitere Zulassungskriterien soll im Rahmen dieser Arbeit nicht Bezug genommen werden. Diese können einem Leitfaden der DZ BANK entnommen werden. Vgl. DZ BANK (2007b), S. 5-7. Dieser ist ebenfalls in Anhang 9 aufgenommen worden.

⁵¹¹ Vgl. DZ BANK (2007b), S. 4, Series 2006-01; IIC (2006a), S. 1, Series 2006-03.

⁵¹² Vgl. IIC (2006b), S. 1, Series 2006-04; IIC (2007a), S. 1, Series 2007-1.

⁵¹³ Vgl. Markit (2008), Series 2007-04.

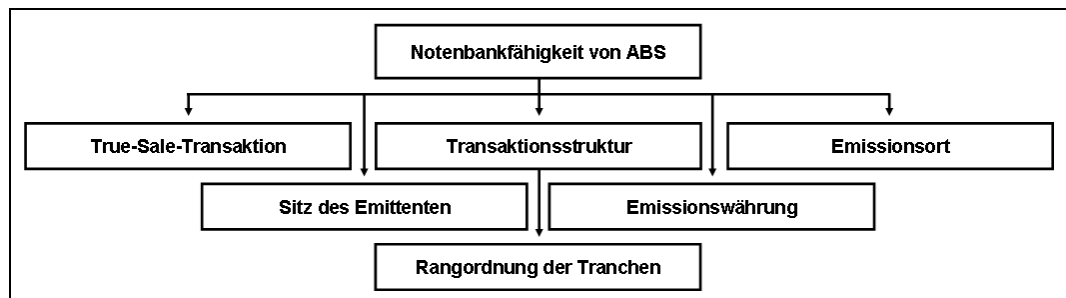
⁵¹⁴ Diese Aussage bezieht sich auf die Indexanpassungen 2006-03, -04 und 2007-01. Vgl. IIC (2006a), S. 2; IIC (2006b), S. 2; IIC (2007a), S. 2.

⁵¹⁵ Sowohl auf funktionierenden, als auch auf nicht funktionierenden Sekundärmärkten.

Vergleichsmaßstab darstellt. Gleichwohl wurden ein Drittel aller bisher zertifizierten Transaktionen in den Index aufgenommen, respektive drei Viertel aller zertifizierten Transaktionen, deren Liquidität durch die Befragung von Market Makern ermittelt wurde.

4.3.4 Notenbankfähigkeit von Asset Backed Securities

ABS können, im Gegensatz zu Aktien, als notenbankfähige Sicherheiten verwendet werden, sofern sie bestimmte Voraussetzungen erfüllen.⁵¹⁶



Quelle: Eigene Darstellung; in Anlehnung an EZB (2006), S. 44.

Abb. 12: Notenbankfähigkeit von ABS⁵¹⁷

ABS müssen die hohen Bonitätsanforderungen an marktfähigen Sicherheiten des Eurosystem Credit Assessment Framework (ECAF) erfüllen.⁵¹⁸

Hierzu muss eine Bonitätsbeurteilung der Emission durch eine externe Rating-Agentur abgegeben werden.⁵¹⁹ Die Bonität muss einen für das Eurosystem gültigen Bonitätsschwellenwert erreichen, welcher auf der Webseite der EZB veröffentlicht wird.⁵²⁰ Um von der EZB für Offengeschäfte als Sicherheit zugelassen zu werden, dürfen Wertschriften derzeit nicht unter einem Single-A-Rating bewertet worden sein.⁵²¹ Das

⁵¹⁶ Vgl. Zeising (2007), S. 311. Nach Zeising unterstreicht dies die auch makroökonomische Bedeutung von ABS.

⁵¹⁷ Für eine vollständige Darstellung marktfähiger- und nicht marktfähiger Sicherheiten sei auf Anhang 15 verwiesen.

⁵¹⁸ Vgl. EZB (2006), S. 39.

⁵¹⁹ Dies sind: S&P, Fitch und Moody's, vgl. EZB (2007a), S. 6, sowie die DBRS, vgl. EZB (2008a). Die DBRS zieht sich allerdings derzeit wieder aus Europa zurück. Vgl. o.V. (2008), DBRS, S. 17.

⁵²⁰ Vgl. EZB (2008b); EZB (2006), S. 46.

⁵²¹ Vgl. EZB (2008b). Dies wird von Niehaus als „Qualitätsklausel für die Mittelbeschaffung“ mit nicht zu unterschätzender Bedeutung bezeichnet. Vgl. Niehaus (2005), S. 2. Eine Unterordnung von (Sub-)Tranchen innerhalb einer Emission ist nicht zulässig.

Fehlen einer für den Emittenten bzw. eine Emission zulässigen Bonitätsbeurteilung kann durch Garantien eines bonitätsmäßig einwandfreien Garanten geheilt werden.⁵²² Da bei ABS regelmäßig mindestens das Rating einer External Credit Assessment Institution (ECAI) vorliegt, ist letzterer Fall eher unwahrscheinlich.

Des Weiteren muss es sich um eine gegenüber dem Originator und dessen Gläubigern insolvenzfeste True-Sale-Transaktion handeln.⁵²³ Aufgrund dessen scheiden synthetische ABS-Transaktionen als notenbankfähige Sicherheiten aus.⁵²⁴

Für die Schuldtitel bedarf es der Vorlage einer Handelszulassung an einem geregelten Markt⁵²⁵ oder des Handels an einem bestimmten, nicht geregelten Markt^{526, 527}. Der Sitz des Emittenten und Garanten von ABS muss im EWR sein.⁵²⁸ Als Emissionswährung der Schuldtitel wird ausschließlich der Euro akzeptiert.⁵²⁹

Erfüllen ABS diese Bedingungen, werden sie innerhalb der geldpolitischen Geschäfte, von der Deutschen Bundesbank in die Liquiditätskategorie IV eingeordnet.⁵³⁰ In der Praxis werden ABS, in letzter Zeit sogar vermehrt, als notenbankfähige Sicherheiten bei der EZB eingereicht.⁵³¹ Insgesamt wurden durch europäische ABS im Jahresdurchschnitt 2005 vier Prozent

Die vorrangige Bedienung mit Zins- und Kapitalbetrag und Zuweisung von Verlusten auf (Sub-)Tranchen ist möglich, muss aber in den Emissionsbedingungen festgelegt worden sein. Vgl. EZB (2006), S. 39.

⁵²² Vgl. EZB (2006), S. 42.

⁵²³ Vgl. EZB (2006), S. 38.

⁵²⁴ Da Forderungen weder dem Zugriff des Originators und dessen Gläubigern entzogen, noch insolvenzfest übertragen werden. Vgl. Zeising (2007), S. 317. Ebenso wenig dürfen die unterliegenden Vermögenswerte aus Forderungen bestehen, auf die das Kreditrisiko durch Kreditderivate, bspw. durch Credit Linked Notes, übertragen wurde. Vgl. EZB (2006), S. 38.

⁵²⁵ Im Sinne der Definition des Artikel 4 Abs. 1 Nr. 14 MiFid.

⁵²⁶ Die nicht geregelten Märkte werden hierbei von der EZB festgelegt. Eine Aktualisierung der Auflistung dieser akzeptierten Märkte findet mindestens einmal jährlich statt und wird auf den Webseiten der EZB veröffentlicht. Vgl. EZB (2006), S. 39.

⁵²⁷ Vgl. TSI (2008f); EZB (2006), S. 39-40.

⁵²⁸ Vgl. EZB (2006), S. 40. Notenbankfähige Emittenten oder Garanten sind ebenfalls internationale bzw. supranationale Organisation unabhängig vom Land ihres Sitzes.

⁵²⁹ Vgl. EZB (2008c).

⁵³⁰ Vgl. Deutsche Bundesbank (2007), S. 5.

⁵³¹ Vgl. Cünnen (2008), S. 28; Gespräch mit Herrn Bechtold am 06.12.2007, Frage 23.

der notenbankfähigen Sicherheiten des Euroraums gestellt, die wiederum etwa 58 % des ABS-Marktes entsprachen.⁵³²

Zum 31.01.2008 waren Schuldverschreibungen aus sieben ABS-Transaktionen deutscher Emittenten bei der EZB als notenbankfähige Sicherheiten hinterlegt. Neben den Schuldverschreibungen aus der zertifizierten Seniortranche der RCL Securitisation-, Wilco 2007-1-, Opera Germany (No.1)-, Driver One-, Driver Two- und Driver Four- Transaktion waren dies Schuldverschreibungen der nicht zertifizierten ABS-Transaktion Portfolio GREEN German CMBS.⁵³³

Für einen Investor kann die Möglichkeit der Refinanzierung durch die EZB bei der Zeichnung notenbankfähiger ABS einen Anreiz darstellen.⁵³⁴ Da von der TSI zertifizierte Transaktionen viele Bedingungen, die die EZB an eine Notenbankfähigkeit von ABS knüpft, bereits erfüllen,⁵³⁵ sollte überlegt werden, ob die „EZB-Fähigkeit“ nicht als zusätzliches Zertifizierungskriterium aufgenommen werden sollte.

4.4 Anmerkung zu den sonstigen Aspekten der Zertifizierung

Die TSI trifft anhand der Unterlagen, die vom Emittenten zum Zeitpunkt der Zertifizierung über den Aufbau des Prospekts und des Reportings, über die Satzung des SPV und die Handelbarkeit der Schuldverschreibungen vorgelegt werden, eine Entscheidung darüber, ob eine Transaktion zertifiziert wird.⁵³⁶ Die Zertifikatsvergabe erfolgt nach einem abwägenden Gesamturteil.⁵³⁷ Daraus folgt, dass es für einen Außen-

⁵³² Vgl. EZB (2007b), S. 104-105. Viele AAA-Tranchen europäischer MBS-Transaktionen sind als Sicherheiten notenbankfähig; der Repo-Markt noch entwicklungsfähig. Vgl. Lorenz (2006), S. 54.

⁵³³ Ob die Tranchen eine ABS-Transaktion bei der EZB als notenbankfähige Sicherheiten hinterlegt sind, kann über eine Abfrage einer Datenbank der EZB ermittelt werden. Siehe EZB (2008d).

⁵³⁴ Natürlich nur unter der Voraussetzung, dass dieser die Schuldverschreibungen bei der EZB hinterlegen kann.

⁵³⁵ So hat der Emittent bspw. seinen Sitz im EWR, die Senior-Tranche ist zum Börsenhandel zugelassen und durch mindestens eine Rating-Agentur bewertet worden.

⁵³⁶ TSI (2005a), S. 1.

⁵³⁷ Vgl. TSI (2008f).

stehenden schwer nachvollziehbar sein kann, inwieweit bestimmte Zertifizierungskriterien (bspw. beim Reporting) konkret umgesetzt wurden.

Es wird in den „allgemeinen Zertifizierungsbedingungen“ darauf hingewiesen, dass weder eine Feststellung, noch eine Aussage oder Bewertung über die Erfüllung der Voraussetzung eines True-Sale hinsichtlich zivil-, handelsbilanz-, steuer-, aufsichts- und insolvenzrechtlicher- sowie allgemeiner Kriterien durch die Zertifizierung vorgenommen wird.⁵³⁸ Dieser Hinweis findet sich auch in Anlage 1 zu den allgemeinen Zertifizierungsbedingungen der TSI und ist, neben dem Prospekt, in allen schriftlichen Unterlagen sowie bei einem Auftritt des SPV im Internet, anzugeben.⁵³⁹ Durch die Anlage 1 sichert sich die TSI gegen rechtliche Risiken ab, indem sie angibt, selbst „keinerlei Verpflichtung, die SPV-Gesellschaft auf Einhaltung ihrer Zusicherungen oder in jedweder anderer Hinsicht die Aktivitäten oder den Geschäftsbetrieb der SPV-Gesellschaft zu prüfen“⁵⁴⁰. Ohnehin sind für eine mögliche Haftung die meisten Gütesiegel bedeutungslos.⁵⁴¹

Eine Zertifizierung durch die TSI lässt des Weiteren keine Rückschlüsse auf die Qualität der unterliegenden Forderungen zu.⁵⁴² Eingeschränkt werden muss letztere Aussage dahingehen, dass eine Verbriefung von NPL nicht über die TSI abgewickelt oder zertifiziert werden kann. Jedoch wird ein Transfer von Krediten mit hoher Ausfallwahrscheinlichkeit mittels Verbriefungen in Deutschland ohnehin kaum vorgenommen,⁵⁴³ so fand eine Finanzierung über die Verbriefung von NPL in Deutschland bis zum Jahr 2006 noch nicht statt.⁵⁴⁴

⁵³⁸ Vgl. TSI (2005a), S. 1.

⁵³⁹ Vgl. TSI (2005a), S. 7-8. Für den Wortlaut sei direkt auf die allgemeinen Zertifizierungsbedingungen verwiesen.

⁵⁴⁰ Vgl. TSI (2005a), S. 7-8.

⁵⁴¹ Vgl. o.V. (1996), Gütesiegel, S. 34.

⁵⁴² Vgl. Gespräch mit Herrn Bechtold am 06.12.2007, Frage 55.

⁵⁴³ Vgl. Deutsche Bundesbank (2004), S. 36. Vielmehr werden „Problemkredite“ der Deutschen Bundesbank zufolge durch Abwicklung oder Kreditverkauf aus dem Portfolio abgetrennt.

⁵⁴⁴ Vgl. BayernLB (2006), S. 39.

Die zunehmende Anzahl an Gründungen deutscher SPVs lässt vermuten, dass zumindest keine Kostennachteile mit der Abwicklung einer Transaktion über die Plattform der TSI verbunden sind. So ist nach Brenken/Papenfuß (2007) für ABS Transaktionen eine schnelle und kosteneffiziente Gründung von SPVs über die Infrastruktur der TSI möglich.⁵⁴⁵ Da die Nutzung dieser Plattform eine Voraussetzung für die Zertifizierung darstellt, würde sich ein Kostennachteil auf zertifizierte Transaktionen auswirken.

Die bei einer Zertifizierung anfallen Kosten von etwa 25.000 bis 50.000 €, ⁵⁴⁶ müssen in Relation zu den i. d. R. hohen Transaktionsvolumina zertifizierter Transaktionen gesehen werden und sind nach Bechtold (2007) bei zertifizierten Transaktionen von untergeordneter Bedeutung.⁵⁴⁷

Eine Möglichkeit um potenzielle Investoren von einer Anlage in ABS zu überzeugen, ist, dass der Originator ausführliche Informationen über die wirtschaftlichen Charakteristika des Forderungspools und der Sicherheiten bereitstellt.⁵⁴⁸ Eine Zertifizierung kann es dem Originator bzw. dem Emittenten diesbezüglich ermöglichen, glaubhaft zu signalisieren, dass er bereit ist, diese Informationen während der Transaktionslaufzeit, gemäß den Zertifizierungsbedingungen, zu veröffentlichen. Verstößt er gegen seine Pflichten, z. B. dadurch, dass das Reporting einer Transaktion mehrmals nicht oder nicht fristgerecht eingereicht wird, muss er damit rechnen, dass der Transaktion das Zertifikat entzogen wird.⁵⁴⁹ Die „Transaktion“ würde mit dem Vermerk, dass sie die Zertifizierungsbedingungen nicht mehr erfüllt von der Webseite der TSI genommen.⁵⁵⁰ Selbiges gilt, falls das SPV länger als drei Monate mit der Zahlung von Lizenzvergütungen in

⁵⁴⁵ Vgl. Brenken/Papenfuß (2007), S. 55.

⁵⁴⁶ Vgl. Gespräch mit Herrn Bechtold am 06.12.2007, Frage 64.

⁵⁴⁷ Die durchschnittliche Transaktionsvolumen liegt bei etwa einer Mrd. € die kleinste Transaktion (Opera Germany (No. 1) umfasste ca. 250 Mio. €, die größte drei Mrd. € (RCL Securitisation). Eigene Berechnung, vgl. Tab. 7 bzw. Abb. 11.

⁵⁴⁸ Vgl. Hesdahl/Litwin (2006), S. 172, diese beziehen sich bei ihrer Aussage auf ABS-Transaktionen in deren Rahmen Automobilkredite handelbar gemacht wurden.

⁵⁴⁹ Vgl. TSI (2005a), S. 6.

⁵⁵⁰ Vgl. Gespräch mit Herrn Bechtold am 06.12.2007, Frage 36.

Verzug kommt oder generell wiederholte Verstöße gegen die Lizenzbedingungen vorliegen.⁵⁵¹ Das die Transaktion emittierende SPV ist zwar rechtlich und wirtschaftlich vom Originator unabhängig, jedoch dürfte es i. d. R. mit ihm in Verbindung gebracht werden⁵⁵² und so zu einem Reputationsverlust bei Entzug des Zertifikats für beide Parteien führen.

Der Umfang der für Investoren zugänglichen Informationen über unterliegende Sicherheiten variiert beträchtlich, da die Kapitalmärkte in Europa uneinheitlich entwickelt sind. Selbst wenn Informationen zur Verfügung gestellt werden, ist nicht sichergestellt, dass Investoren diese einheitlich auswerten können, da ihre Auswertung teilweise auf unterschiedlichen Definitionen aufbaut.⁵⁵³ Bei von der TSI zertifizierten Transaktionen sind spezifische Informationen bezüglich der Struktur und Wertentwicklung einer Transaktion standardisiert und öffentlich zugänglich sowie „Musterdefinitionen“ hinterlegt. Dies unterscheidet zertifizierte TSI- von anderen nicht zertifizierten Transaktionen.⁵⁵⁴

Das Zertifikat an sich stellt Schemann-Teuber (2008) zufolge keinen Selbstzweck sondern eine Verpflichtung des Originators dar, die einhergeht mit seiner Strategie, an einer „besseren Ausgangsposition von Anschlusstransaktionen“ und einer höheren Liquidität auf dem Sekundärmarkt interessiert zu sein.⁵⁵⁵ Für eine Anschlusstransaktion oder ein ABS-Programm, d. h. eine Emission von ABS, die mit einer bestimmten Regelmäßigkeit stattfindet, bildet die mit einem Verbriefungsprozess

⁵⁵¹ Vgl. TSI (2005a), S. 6. Bisher wurde keiner laufenden zertifizierten Transaktion das Zertifikat aberkannt. Vgl. Uhrmacher (2008), Anhang 13.

⁵⁵² Vgl. Bär (2000), S. 353 und die dort angegebene Quelle. Bär bezieht sich auf die Namensgebung bei Multi-Seller Programmen, die oftmals eine indirekte Assoziation von SPV und der jeweiligen Bank zulassen.

⁵⁵³ Die MFEG nennt unterschiedliche Definitionen der Begriffe *default*, *delinquency*, *recovery rate* und *LTV ratios* als Beispiele. Des Weiteren macht sie darauf aufmerksam, dass es sich nicht nur um ein Problem handelt das länderübergreifend auftritt. Vielmehr definieren auch unterschiedliche Emittenten eines Landes Begriffe unterschiedlich. Vgl. MFEG (2006), S. 35.

⁵⁵⁴ Vgl. Cerveny/Hilgert (2007), S. 901; Bär (2000), S. 15 sowie Kapitel 4.2.

⁵⁵⁵ Vgl. Schemann-Teuber (2008), Anhang 12.

verbundene, komplexe Organisation den Ausgangspunkt.⁵⁵⁶ Nach Rudolph u. a. (2007) bietet sich deren Ausrichtung an Benchmarktransaktionen an, da dadurch Transaktionskosten verringert- und die Abgabe eines negativen Signals an den Markt vermieden werden kann.⁵⁵⁷ Ein Zertifikat kann die fortlaufende Ausrichtung an einer Benchmarktransaktion ermöglichen sowie die Einhaltung der Zertifizierungsstandards signalisieren. Hierbei kann die TSI als Plattform für die Abwicklung der ABS-Serie genutzt werden,⁵⁵⁸ dies bietet für die Investoren den Vorteil, dass sie auf Informationen aller laufenden Transaktionen zurückgreifen können.

⁵⁵⁶ Vgl. Rudolph u. a. (2007), S. 43, die sich in ihrem Beitrag auf ABS-Programme beziehen. Gleiches dürfte aber auch für „normale“ Anschlusstransaktionen gelten.

⁵⁵⁷ Vgl. Rudolph u. a. (2007), S. 43, als negatives Signal wird von den Autoren verstanden, dass (bei unregelmäßig durchgeführten ABS-Transaktionen) ein Rückschluss auf einen „dringenden Refinanzierungs- oder Konsolidierungsbedarf“ seitens des Originators möglich wäre.

⁵⁵⁸ Als Beispiel können hier die Driver Transaktionen genannt werden.

5 Zusammenfassung

Das Ziel dieser Arbeit war es, eine Bewertung des von der TSI vergebenen Zertifikats und der mit einer Zertifizierung einhergehenden Kriterien vorzunehmen, um beurteilen zu können, ob durch ein Zertifikat Verbriefungen transparenter gestaltet und auftretende Informationsasymmetrien verringert werden können.

Um dieses Ziel zu erreichen wurde evaluiert, ob die Zertifizierung einer Verbriefungstransaktion, bzw. deren Seniortranche, das Transparenzniveau bei Verbriefungen erhöht und ob Informationsasymmetrien zwischen den an einer Transaktion beteiligten Parteien dadurch abgebaut werden. Ausgehend von einer allgemeinen Darstellung von Verbriefungstransaktionen, des deutschen Verbriefungsmarktes sowie der TSI, wurden deren Zertifizierungsbedingungen erörtert. Um zu skizzieren, welche Informationen für Investoren von Bedeutung sind, wurden unter anderem Spezifika derjenigen Assetklassen betrachtet, die im Rahmen einer zertifizierten Transaktion verbrieft werden können. Die bislang zertifizierten Transaktionen wurden für einen folgenden Vergleich mit nicht zertifizierten Transaktionen dargestellt. Anschließend erfolgte, aufbauend auf den zuvor dargestellten Zertifizierungsbedingungen der TSI, die Ermittlung von Faktoren, die einen Vergleich zwischen zertifizierten und nicht zertifizierten Transaktionen ermöglichen. Diese Faktoren wurden dargestellt und evaluiert, um eine Aussage darüber zu treffen, inwiefern sich einzelne Zertifizierungsvoraussetzungen von derzeit gängigen Marktstandards unterscheiden.

Es wurde gezeigt, dass die Orientierung am Aufbau des von der TSI vorgeschlagenen Prospekts nur begrenzt dazu beitragen kann, zusätzlich Informationsasymmetrien abzubauen oder mehr Transparenz im Verbriefungsmarkt herzustellen. Dies liegt in erster Linie an den erörterten rechtlichen Rahmenbedingungen. Die Komplexität des Prospekts lässt sich ebenfalls durch eine Transaktionsabwicklung über ein deutsches SPV nicht nennenswert vermindern, da unter anderem die Heterogenität von

Verbriefungen einer ausführlichen Beschreibung bedarf. Eine Zertifizierung von privat platzierten Transaktionen, die derzeit nicht möglich ist, wäre, wie gezeigt, nicht notwendig, da die beteiligten Parteien durch gegenseitige Absprachen Informationsasymmetrien nachhaltig abbauen können.

Im Prospekt muss der Emittent darüber Auskunft geben, ob er beabsichtigt, nach Abschluss der Emission, Informationen in Bezug auf die Wertpapiere zu veröffentlichen.⁵⁵⁹ Dass er dies beabsichtigt wird den Investoren auch durch das Zertifikat und den damit verbundenen Vorgaben zum Reporting signalisiert. Die Anleger können bei zertifizierten Transaktionen öffentlich auf viele, teilweise standardisierte, Informationen zurückgreifen, die ihnen einen Überblick über die Transaktion, deren Wertentwicklung und wichtige, mit ihr verbundenen Kennzahlen sowie einen Überblick über andere involvierte Parteien ermöglichen. Durch Einhaltung der Reportingstandards der TSI können nach der Emission der Notes auftretende Informationsasymmetrien reduziert werden. Es wurde dargelegt, dass es Emittenten ebenfalls möglich ist, über das von Fitch vergebene IRG die „Qualität“ des Reportings zu signalisieren.⁵⁶⁰ Wobei beide Möglichkeiten der Signalisierung vor dem Hintergrund zu sehen sind, dass sich ein einheitlicher Reportingstandard bislang nicht im Markt etabliert hat. Wird das IRG als Bewertungsmaßstab für die Entwicklung der Güte von Reportings herangezogen, so kann festgehalten werden, dass sich die Qualität des Reportings in den letzten Jahren teilweise deutlich erhöht hat. Der Bewertungsabstand, der mit Höchstnoten ausgezeichneten zertifizierten Transaktionen zum „Marktdurchschnitt“, nimmt daher momentan ab, was dazu führt, dass die Qualität des Reportings zertifizierter Transaktionen zumindest teilweise relativiert wird. Da Fitch für

⁵⁵⁹ „Hat der Emittent eine derartige Absicht bekundet, ist im Prospekt zu spezifizieren, welche Informationen veröffentlicht werden, wo sie erhalten werden können und wie häufig sie publiziert werden.“ Anhang VIII Nr. 4 VO 809/2004.

⁵⁶⁰ Falls Fitch eine Bewertung der Transaktion vornimmt.

SME CDOs kein IRG mehr vergibt, könnte insbesondere für Verbriefungen dieser Assets das Zertifikat der TSI als „Qualitätssignal“ genutzt werden.

Eine Weiterentwicklung des Zertifikats könnte die Einführung eines statischen Pool-Reportings darstellen, das in den USA bereits gesetzlich geregelt ist und einen Vergleich von Transaktionen vereinfacht. Ebenso wäre die Bindung der Zertifizierung an die Voraussetzungen, welche die EZB an die Notenbankfähigkeit von ABS-Tranchen knüpft, ein Kriterium, das den Investoren eine Analyse der Transaktion erleichtert würde. Darüber hinaus würden die Tranchen aus Refinanzierungsaspekten für einige Anleger attraktiver.

Das Ziel der durch eine öffentliche Platzierung der Wertpapiere implizierten Verbesserung der Sekundärmarktliquidität und der Verringerung von Transaktions- und Informationskosten wird gleichermaßen von zertifizierten als auch nicht zertifizierten Transaktionen erreicht. Die Hypothese, dass aus der durch eine Zertifizierung resultierenden Standardisierung sowie der an eine Zertifizierung gebundene Market Making Verpflichtung, eine höhere Sekundärmarktliquidität der zertifizierten Tranchen einhergeht, konnte mittels eines Vergleichs durch den iBoxx EUR ABS 50 weder widerlegt, noch bestätigt werden. Dennoch stellt die Verpflichtung von Market Makern bei ABS-Transaktionen eine Besonderheit dar. Obgleich sie nur für die Triple-A-Tranche Gültigkeit besitzt und bspw. keine Vorgaben über die Höhe der Spreadaufschläge beinhaltet, könnte sie zu einem, dem Pfandbriefen ähnlichen Erfolg von ABS-Transaktionen beitragen. Dass der Emittent einer nicht zertifizierten Transaktion einen oder mehrere Market Maker zur Kursstellung verpflichtet, könnte er allerdings auch durch eine rechtlich bindende Aussage im Prospekt festhalten.

Das Zertifikat ermöglicht es dem Emittent, glaubhaft zu signalisieren, dass er die von der TSI gesetzten Zertifizierungsvoraussetzungen zum Zeitpunkt der Vergabe des Zertifikats erfüllt und die damit verbundenen Vorgaben weiterhin einzuhalten gedenkt. Ob für Letzteres ein Entzug des

Zertifikats als ausreichende Konsequenz bezeichnet werden kann, ist schwer zu beurteilen. Nicht nur für Emittenten bzw. Originatoren, die keine ABS-Transaktion mehr durchführen wollen, wäre die Einführung einer Vertragsstrafe ein probates Mittel, um einer Verletzung der Zertifizierungsbedingungen vorzubeugen.

Da die Zertifizierung keine Aussage über die Qualität der verbrieften Forderungen oder der Ausfallwahrscheinlichkeit einer Tranche beinhaltet,⁵⁶¹ es also in erster Linie um die Bereitstellung von qualitativ hochwertigen Informationen und hohe Transparenz mit der damit erhofften höheren Liquidität der Transaktion geht, könnte nicht nur die Seniortranche, sondern die gesamte Transaktion zertifiziert werden. Dies ist auch in Zusammenhang damit zu sehen, dass die Seniortranche den Großteil des Volumens zertifizierter Transaktionen ausmacht und die Prospekte vieler zertifizierter Transaktionen bisher vermitteln, dass alle Tranchen der Transaktion bzw. die Transaktion insgesamt zertifiziert wurden.⁵⁶²

Eine Abwicklung von öffentlich platzierten True-Sale-Transaktionen über ein deutsches SPV wird auch in Zukunft wahrscheinlich ausschließlich über die TSI vorgenommen werden, da die Aufwendungen für eine Gründung einer eigenen Verbriefungsplattform für einzelne Marktteilnehmer zu hoch sein dürften.⁵⁶³ Ob sich das Zertifikat der TSI langfristig im Markt durchsetzt, wird nicht zuletzt von der „Weiterentwicklung“ der Zertifizierungsbedingungen abhängig sein.

⁵⁶¹ Vgl. Gespräch mit Herrn Bechtold am 06.12.2007, Frage 55. Oder nur insoweit, als dass keine NPL verbrieft werden.

⁵⁶² Vgl. Driver Five (2008), S. 6; Driver Four (2007), S. 5; Driver Three (2006b), S. 5; Driver Two (2005), S. 5; Driver One (2004), S. 5.

⁵⁶³ Zumindest derzeit scheint die „Stiftungslösung“ der einzig gangbare Weg in Deutschland zu sein, um eine Insolvenzfestigkeit einer True-Sale-Transaktion zu garantieren, die von den Rating-Agenturen als Notwendigkeit angesehen wird.

Anhang

Anhangverzeichnis

Anhang 1:	Aufschlüsselung der Ratingsymbole von S&P, Moody's und Fitch	96
Anhang 2:	Logo der TSI.....	96
Anhang 3:	Logo der TSI Services.....	96
Anhang 4:	Beschreibung der Auswertung der Fitch IRG Reports.....	97
Anhang 5:	Auswertung IRGs	99
Anhang 6:	Überblick über Anzahl und Volumina von über die TSI abgewickelten SPVs, Stand Oktober 2007.....	103
Anhang 7:	Reportinganforderung für CLO, CMBS, RMBS, CL.....	104
Anhang 8:	Reportingstandards des Australian Securitisation Forum..	110
Anhang 9:	iBoxx EUR ABS 50: Kriterien und Ausprägungen	111
Anhang 10:	Für geldpolitische Geschäfte des Eurosystems zugelassene Sicherheiten	112
Anhang 11:	Anmerkungen zum Protokoll des Gesprächs mit Herrn Dr. Bechtold vom 06.12.2007.....	113
Anhang 12:	Anmerkungen zum Protokoll des Gesprächs mit Frau Schemann-Teuber vom 26.11.2007 und Zusammenfassung der Ergebnisse der per E-Mail vom 21.01.2008 beantworteten Fragen	114
Anhang 13:	Zusammenfassung der Ergebnisse der von Herrn Uhrmacher per E-Mail vom 13.02.2008 beantworteten Fragen	116

Anhang 1: Aufschlüsselung der Ratingsymbole von S&P, Moody's und Fitch

	S&P	Moody's	Fitch	Bedeutung
Investmentgrade	AAA	Aaa	AAA	Extrem starke Zinszahlungs- und Tilgungskraft
	AA	Aa2	AA	Sehr starke Zinszahlungs- und Tilgungskraft
	A	A2	A	Starke Zinszahlungs- und Tilgungskraft
	BBB	Baa2	BBB	Ausreichende Fähigkeit, Zinszahlungen und Tilgungen zu leisten
Sub-Investmentgrade	BB	Ba2	BB	Noch ausreichend, mit vorhandenen Gefährdungselementen
	B	B2	B	Derzeit noch ausreichend, aber starke Gefährdungselemente
	CCC	Caa	CCC	Hohe Tendenz zu Zahlungsschwierigkeiten
	CC	Ca	CC	Diese Symbole werden bei nachrangigen Schulden vergeben, wenn der Titel mit CCC geratet wird.
	C		C	
	SD		DDD	Emittent ist zahlungsunfähig
	D		DD / D	

Quelle: Eigene Darstellung; in Anlehnung an Beckert (2007), S. 28; Emse (2005), S. 71.

Abb. 13: Aufschlüsselung der Ratingsymbole für das langfristige Emissionsrating von S&P, Moody's und Fitch

Anhang 2: Logo der TSI



Quelle: TSI (Hrsg.) (2008a).

Abb. 14: Logo der TSI

Anhang 3: Logo der TSI Services



Quelle: TSI Services (Hrsg.) (2007).

Abb. 15: Logo der TSI Services

Anhang 4: Beschreibung der Auswertung der Fitch IRG Reports

Die Auswertung der von Fitch erstellten Berichte zu den „Fitch Issuer Reporting Grades“ wurde wie folgt vorgenommen: Aus dem jeweiligen Anhang des entsprechenden Berichts⁵⁶⁴ wurden zu den angegebenen Assetklassen die Anzahl der Transaktionen sowie deren Bewertung entnommen. Die Transaktionsanzahl wurde mit dem IRG multipliziert und anschließend wurde der Durchschnitt der Assetklasse oder der Assetklassen ermittelt.

Ab dem Jahr 2005 wurde zusätzlich das der Transaktion zuzuordnende Land bei der Auswertung berücksichtigt. Für das Jahr 2004 war dies aufgrund der fehlenden Angabe nicht möglich. Für die Jahre 2004-2006 wurde das IRG für die Assetklassen ABS, SME CDO, CMBS und RMBS vergeben. Im Jahr 2007 wurde für SME CDOs keine Bewertung mehr vorgenommen.⁵⁶⁵ Um einen unverzerrten Vergleich der durchschnittlichen Ergebnisse der Jahre 2004-2007 dennoch vornehmen zu können, wurden Auswertungen, die den betreffenden Zeithorizont abbilden, (vgl. Abb. 16, 17, 18 und 21) um den Effekt der SME CDOs bereinigt.

Bei der Betrachtung der Entwicklung deutscher Transaktionen wurde, mangels Angabe im ersten Fitch IRG Report,⁵⁶⁶ auf die Einbeziehung des Jahres 2004 verzichtet. Für die Darstellung deutscher Transaktionen im Vergleich der Jahre 2005-2007 wurde ebenfalls der Effekt der nicht angegebenen SME CDOs bei der Berechnung berücksichtigt.

Abweichungen zu den von Fitch ermittelten durchschnittlichen Ergebnissen (im zweiten Nachkommabereich) können dadurch erklärt werden, dass Fitch die Ermittlung des Durchschnitts anhand der

⁵⁶⁴ Vgl. Fitch (2004g), S. 9-17; Fitch (2005), S. 7-16; Fitch (2006b), S. 8-19; Fitch (2007), S. 7-20.

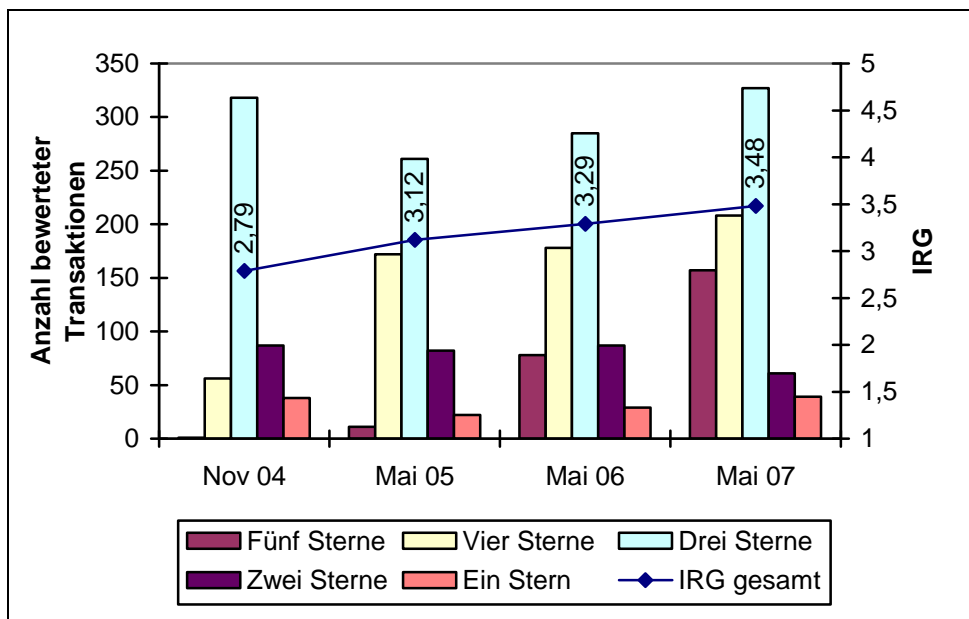
⁵⁶⁵ Eine E-Mailanfrage an Fitch bezüglich der hierfür bestehenden Gründe blieb bis zum Abgabezeitpunkt der Arbeit unbeantwortet.

⁵⁶⁶ Vgl. Fitch (2004g), S. 9-16.

gerundeten, prozentualen Verteilung der jeweiligen Assetklasse vorgenommen hat.⁵⁶⁷

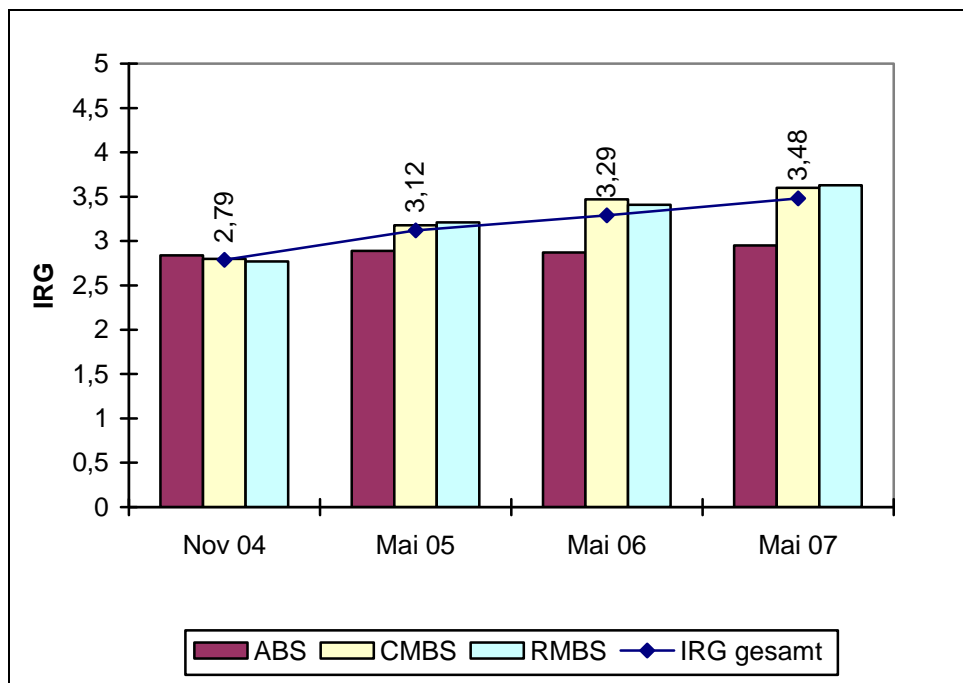
⁵⁶⁷ So ermittelt Fitch bspw. als Durchschnitt des Jahres 2004 einen IRG von 2,8 (eigene Berechnung 2,79).

Anhang 5: Auswertung IRGs



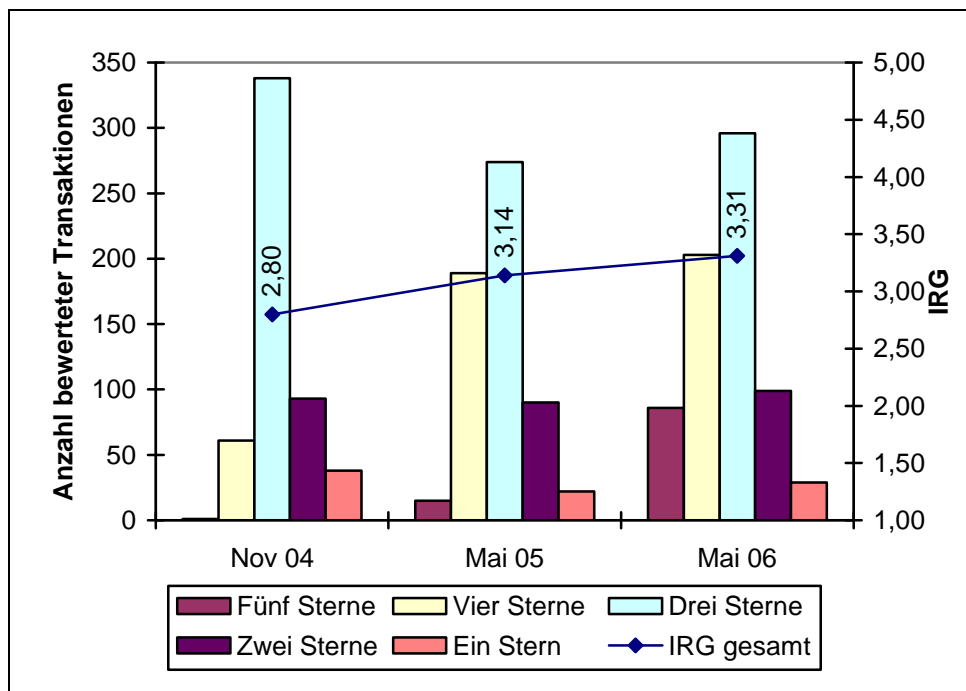
Quelle: Eigene Darstellung; Daten entnommen aus: Fitch (2004g), S. 9-17, Fitch (2005), S. 7-16, Fitch (2006b), S. 7-19 und Fitch (2007), S. 7-20.

Abb. 16: Fitch's IRG Transaktionen und durchschnittliche Bewertung für europäische ABS-, CMBS- und RMBS-Transaktionen nach Transaktionsanzahl



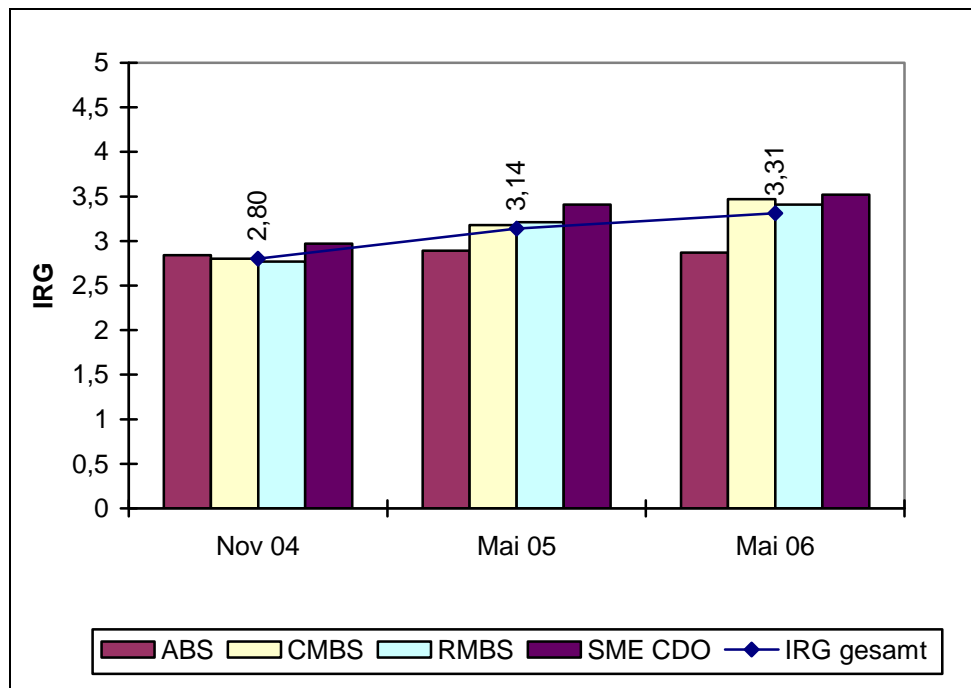
Quelle: Eigene Darstellung; Daten entnommen aus: Fitch (2004g), S. 9-17, Fitch (2005), S. 7-16, Fitch (2006b), S. 7-19 und Fitch (2007), S. 7-20.

Abb. 17: Fitch's IRG Transaktionen und durchschnittliche Bewertung für europäische ABS-, CMBS- und RMBS-Transaktionen nach Assetklassen



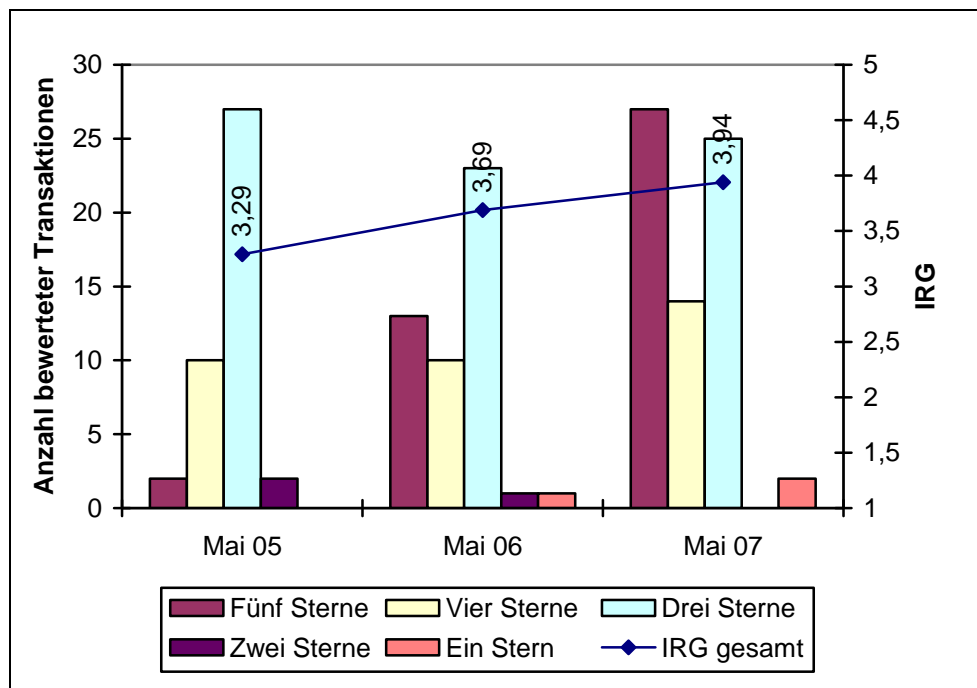
Quelle: Eigene Darstellung; Daten entnommen aus: Fitch (2004g), S. 9-17, Fitch (2005), S. 7-16 und Fitch (2006b), S. 7-19.

Abb. 18: Fitch's IRG Transaktionen und durchschnittliche Bewertung für europäische ABS-, CMBS-, RMBS- und SME CDO-Transaktionen nach Transaktionsanzahl



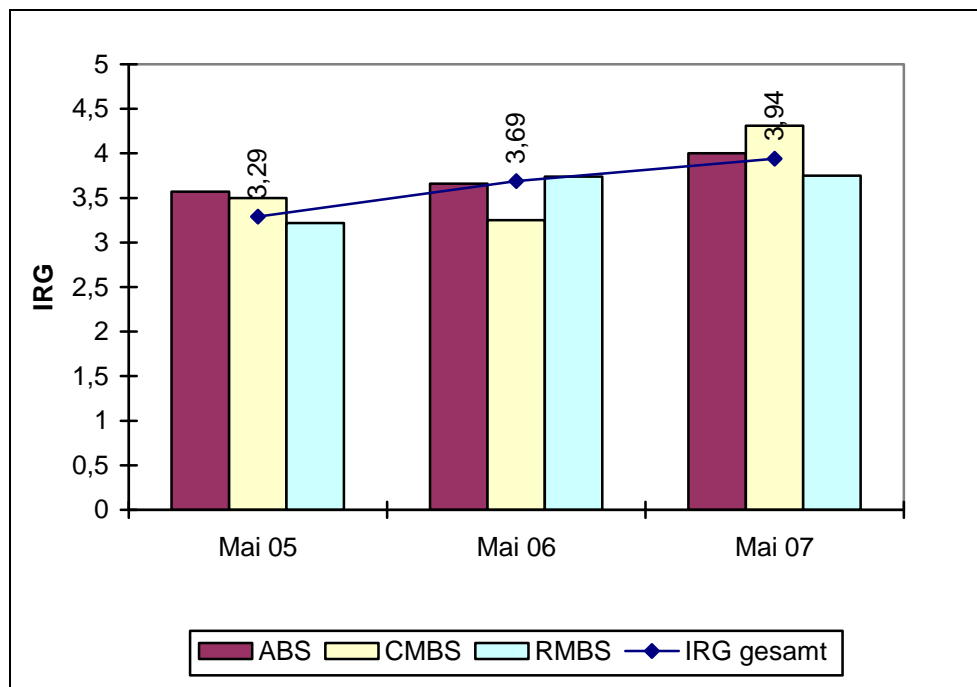
Quelle: Eigene Darstellung; Daten entnommen aus: Fitch (2004g), S. 9-17, Fitch (2005), S. 7-16 und Fitch (2006b), S. 7-19.

Abb. 19: Fitch's IRG Transaktionen und durchschnittliche Bewertung für europäische ABS-, CMBS-, RMBS- und SME CDO-Transaktionen nach Assetklassen



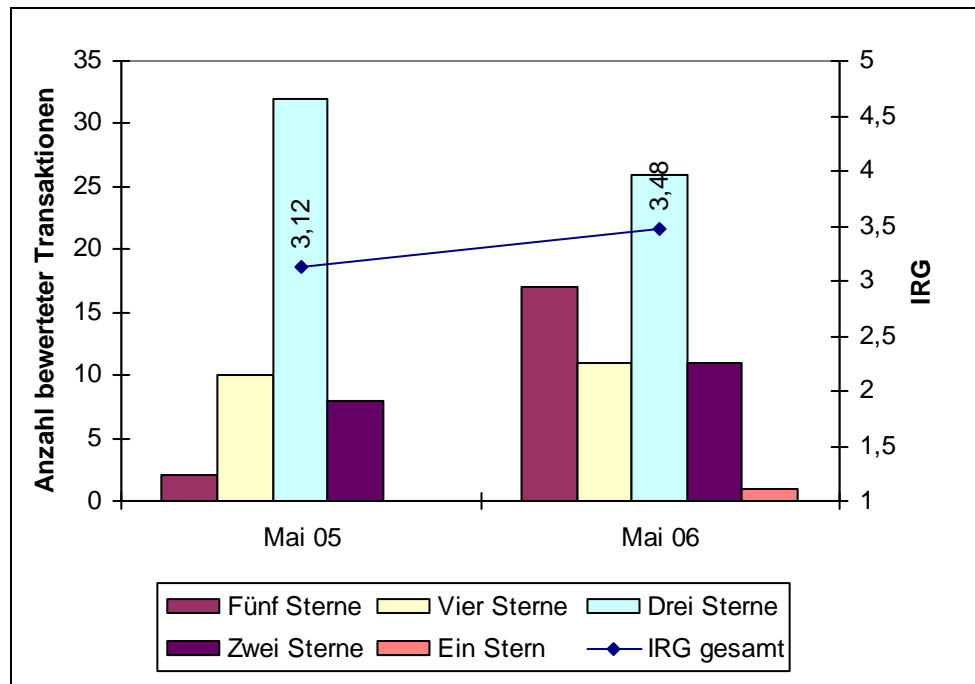
Quelle: Eigene Darstellung; Daten entnommen aus: Fitch (2005), S. 7-16, Fitch (2006b), S. 7-19 und Fitch (2007), S. 7-20.

Abb. 20: Fitch's IRG Transaktionen und durchschnittliche Bewertung für deutsche ABS-, CMBS- und RMBS-Transaktionen nach Transaktionsanzahl



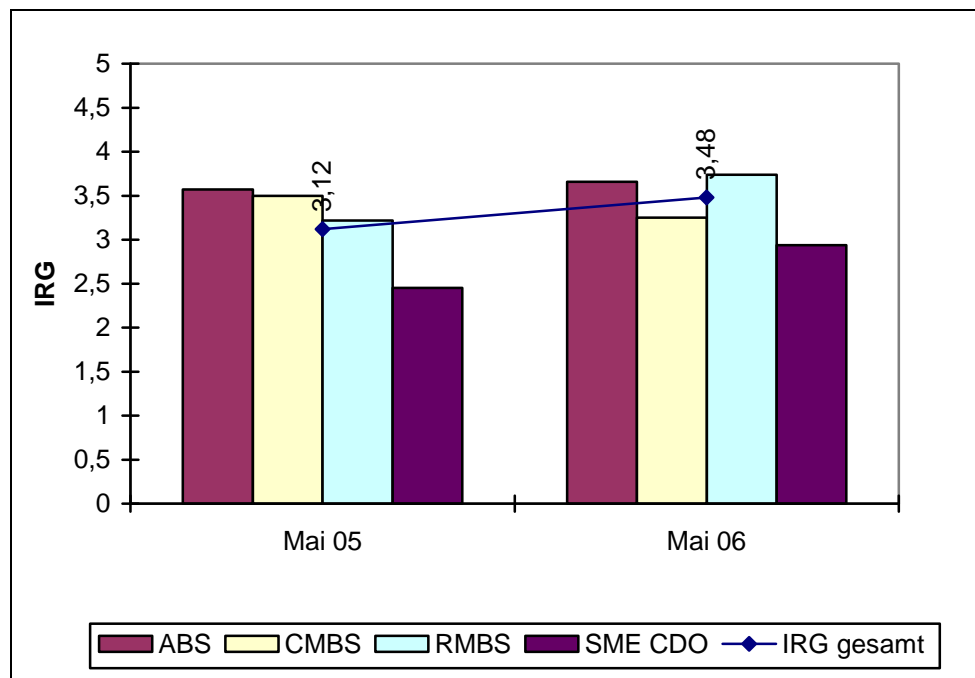
Quelle: Eigene Darstellung; Daten entnommen aus: Fitch (2005), S. 7-16, Fitch (2006b), S. 7-19 und Fitch (2007), S. 7-20.

Abb. 21: Fitch's IRG Transaktionen und durchschnittliche Bewertung für deutsche ABS-, CMBS- und RMBS-Transaktionen nach Assetklassen



Quelle: Eigene Darstellung; Daten entnommen aus: Fitch (2005), S. 7-16 und Fitch (2006b), S. 7-19.

Abb. 22: Fitch's IRG Transaktionen und durchschnittliche Bewertung für deutsche ABS-, CMBS-, RMBS- und SME CDO-Transaktionen nach Transaktionsanzahl



Quelle: Eigene Darstellung; Daten entnommen aus: Fitch (2005), S. 7-16 und Fitch (2006b), S. 7-19.

Abb. 23: Fitch's IRG Transaktionen und durchschnittliche Bewertung für deutsche ABS-, CMBS-, RMBS- und SME CDO-Transaktionen nach Assetklassen

Anhang 6: Überblick über Anzahl und Volumina von über die TSI abgewickelten SPVs, Stand Oktober 2007

	Stück	Volumina in Mio. €	in % von Stück
SPVs über TSI Plattform			
Gesamt	37	48.751	100%
davon true sale	18		49%
davon synthetisch	19		51%
davon geclosed	30	37.621	81%
davon true sale	14		47%
davon synthetisch	16		53%
davon in Pipeline	7	11.130	19%
davon true sale	4		57%
davon synthetisch	3		43%
in % von Volumina			
Assetklassen			
ABS	12	10.428	21%
davon geclosed	9	8.448	22%
davon in Pipeline	3	1.980	18%
RMBS	5	11.310	23%
davon geclosed	3	3.310	9%
davon in Pipeline	2	8.000	72%
CMBS	8	12.857	26%
davon geclosed	7	12.207	32%
davon in Pipeline	1	650	6%
CLO	12	14.156	29%
davon geclosed	11	13.656	36%
davon in Pipeline	1	500	4%

Quelle: Eigene Darstellung; Daten entnommen aus: TSI (2007e), S. 4.

Tab. 11: Überblick über Anzahl und Volumina von über die TSI abgewickelten SPVs, Stand Oktober 2007

Anhang 7: Reportinganforderung für CLO, CMBS, RMBS, CL

Anstelle einer separaten Abbildung der Reportinganforderungen für jede Assetklasse wurde eine zusammenfassende Darstellung mittels einzelner Bausteine gewählt. Diese lässt bei Kenntnis der „Lesart“ erkennen, inwiefern strengere oder mildere Anforderungen an die im Rahmen eines Reportings einer zertifizierten Transaktion zu veröffentlichenden Informationen seitens der TSI gestellt werden.

CLO-Reportinganforderungen bilden bei dieser Darstellung den Ausgangspunkt. Entfallen Reportinganforderungen bzw. sind diese für die Assetklasse nicht relevant, so sind diese für CMBS unterstrichen, für RMBS *kursiv* und für CL **fettgedruckt**. Werden zusätzliche Reportinganforderungen gestellt, so sind diese für CMBS in grauer, für RMBS in grüner Schrift und für CL in blauer Schrift eingefügt.

Baustein für CLO, CMBS, RMBS, CL
A) Overview and Notes
1. Deal Overview
<ul style="list-style-type: none"> • Deal Name • Cut-Off Date • Reporting Date • Interest Period • Current Payment Date • Next Payment Date • Days Accrued • Issuer Information • Servicer Name • Counterparty Details (Current Reserve Account • Other Key Transaction Counterparties • Amount of Liquidity Facility and Swap • other Facility Providers) Reporting Entity (Contact Telephone/eMail) • Clean-up-call • Legal Maturity Date • Scheduled Maturity Date
2. Notes Information
<ul style="list-style-type: none"> • Class of Notes • ISIN or CUSIP • Currency of notes • Rating Details • Scheduled Maturity Date • Fixed or Floating • Spread or Margin • Index Rate • Current Coupon • Interest Calculation • Days Accrued • Interest Accrued • Unpaid Interest • Cumulative unpaid Interest • Initial Principal Balance (as of Cut-Off Date) • Beginning Principal Balance (Beginning of Reporting Period) • Principal and Interest Distribution • Available Excess Spread • Current Principal Balance • Current Credit Enhancement • Beginning Balance of Principle Deficiency Ledger (PDL) per Class • Cumulative Amounts paid to PDL per Class • Cumulative losses allocated to PDL per Class • Current Balance of PDL per Class

Baustein für CLO, CMBS (<u>unterstrichenes fällt weg</u>), RMBS (<i>kursives fällt weg</i>) (<i>grünes hinzu</i>), CL (fett gedrucktes fällt weg) (<i>blau hinzu</i>)
B) Pool Performance
1. Pool Vol./No. of Claims
<ul style="list-style-type: none"> • Initial Principal Balance • Beginning Principal Balance (Beginning of Reporting Period) • Current Principal Balance (End of Reporting Period) • <u>Current Principal Balance as a % of max</u> • <u>Number of Claims (Beginning of Reporting Period) • Number of Claims (End of Reporting Period)</u> • Principal Balance and Number of Repurchases, Principal Prepayments, Scheduled Repayments, New Purchases in Current Reporting Period • Number of Claims Repurchased since Cut-Off-Date • Number of Claims Substituted since Cut-Off-Date • Cumulative Amortisation • <u>Prepayment Rate</u>
2. Information on Repurchases
<ul style="list-style-type: none"> • Number and Principal Balance of Repurchases in Current Reporting Period • <i>Security available</i> • Reasons for non-compliance of Repurchased Claims
3. Information on New Purchases
<ul style="list-style-type: none"> • Number and Principal Balance of New Purchases in Current Reporting Period • <u>Security available</u> • Total Principal Balance of New Purchases
4. Delinquencies, Defaults and Liquidated Claims
<ul style="list-style-type: none"> • Number and Principal Balance of Delinquent Claims in Current Reporting Period • <u>Delinquency Profile</u> • Number and Principal Balance of Defaulted Claims in Current Reporting Period • Current Reporting Period Recoveries • Number and Principal Balance of Liquidated Claims in Current Reporting Period • Cumulative Number and Principal Balance of Liquidated Claims • Status of Claims
5. Pool Breakdown Beginning vs. End of Reporting Period
<ul style="list-style-type: none"> • Number and Principal Balance of Claims • <i>Initial Principle Balance</i> • <i>Current Principle Balance</i> • <i>Rating</i> • <i>Industry Sector</i> • Geographic Distribution <i>of Properties</i> • <i>Single Obligor Concentration</i> • <i>Customer Type</i> • Seasoning

<ul style="list-style-type: none"> • Remaining Term • Remaining Term to Next Reset Date • Repayment Method (Annuity, Bullet, Amortising) Frequency (if the receivables are secured by collateral) • Key Figures (Weighted Average Life • Weighted Average Rating • Diversity Score (Industry Sectors) • Maximum Concentration for Industry Sectors • Claim to Appraised Lending Value (weighted average) • LTAV Range • Interest Rate • Occupancy Status (Owner occupied, Investment properties) • Property Type • Current and Cumulative Repayments • Current and Cumulative Prepayments • Asset Type/Brand • Used/New Vehicles
6. Performance Triggers (bei CMBS Punkt 5., da Pool Brakdown ... weggefallen ist.)
<ul style="list-style-type: none"> • Brief description of each test • Consequences of test breach, e.g. early amortisation • Performance of Pool vis-a-vis Triggers
Baustein für CLO, CMBS (<u>unterstrichenes fällt weg</u>) (grau hinzu), RMBS (<i>kursives fällt weg</i>) (grünes hinzu), CL (fett gedrucktes fällt weg) (blau hinzu)
C) Claim Information due to Special Circumstances (bei CMBS Gliederungspunkt D)
1. Information on Liquidated Claims
<ul style="list-style-type: none"> • Assigned Claim Number • Default Date • Claim Maturity Date • Accrued Interest in Arreas • <u>Initial Defaulted Amount (including Principal, Interest and Enforcement Costs) as of Default Date</u> • <u>Current Defaulted Amount (including Principal, Interest and Enforcement Costs) as of Reporting Date</u> • <u>Actual Liquidation Date</u> • <u>Liquidation Proceeds</u> • Aggregate Expenses (including other fees in arreas) • Claims Status • Debt Restructuring/Payment Rescheduling • <u>Loss Allocation</u> • <u>Recoveries • Late Recoveries</u> • <u>Industry Code • Federal State of the Obligor</u> • Regions of Obligor • Regions of Obligor • Remarks

2. Information on Liquidated Claims
<ul style="list-style-type: none"> • Assigned Claim Number • Default Date • Initial Defaulted Amount (including Principal, Interest and Enforcement Costs) as of Default Date • Current Defaulted Amount (including Principal, Interest and Enforcement Costs) as of Reporting Date • Actual Liquidation Date • Liquidation Proceeds • Loss Allocation • Recovered Principal Balance • Late Recoveries • Remarks
3. New Purchases need to be marked
4. Information on Repurchased Claims
<ul style="list-style-type: none"> • Assigned Claim Number • Beginning Principal Balance (Beginning of Reporting Period) • Date of Non-Compliance Notice • Date of Repurchase • Remarks
5. Information on Claims with Substitution/Disposal of Property
<ul style="list-style-type: none"> • Assigned Claim Number • Beginning Principal Balance (Beginning of Reporting Period) • Total Value of Properties (Beginning of Reporting Period) • Current Principal Balance (End of • Reporting Period) • Total Value of Properties (End of • Reporting Period) • Property Value of Original Property • Property Value of Substituted Property • Original LTV • Substituted LTV
C) Claim Information
1. General Claim Information
<ul style="list-style-type: none"> • Assigned Claim Number • Claim Currency • Prior Charges • Claim Maturity Date • Original LTV • Current LTV • Debt Service Coverage Ratio (DSCR) • Interest Coverage Ratio (IC) • Seasoning Interest Type (Fixed or Floating) Claim Current Interest Rate Interest Reset Date Hedging Details
2. Claim Information on Principal Payments

<ul style="list-style-type: none"> • Beginning Principal Balance (Beginning of Reporting Period) • Scheduled Principal Payments collected in Current Reporting Period • Scheduled Principal Payments in Arrears in Current Reporting Period • Unscheduled Principal Payments • Date of Early Claim Repayment • Current Principal Balance (End of Reporting Period) • Principal Payment Frequency • Date of Next Scheduled Principal Payments • Next Scheduled Principal Payments • Remarks
3. Claim Information on Interest Payments
<ul style="list-style-type: none"> • Assigned Claim Number • Claim Currency • Interest Due in Current Reporting Period • Interest collected in Current Reporting Period • Interest in Arrears in Current Reporting Period • All Payments due on the Next Payment Date • Interest Payment Frequency • Date of Next Scheduled Principal Payments • Next Interest Payment Date • Next Interest Reset Date • Current Interest Rate • Remarks
D) Cash Flows (Bei CMBS Gliederungspunkt G)
1. Amortisation Profile
<ul style="list-style-type: none"> • <u>Unscheduled versus Scheduled Amortisation</u> • Scheduled Amortisation • Actual Amortisation Profile
1. Illustration of Waterfall
<ul style="list-style-type: none"> • Revenues from Claims (Interest and Principal) • Application of Receipts • External Expenses to Third Parties • Interest on Notes • New Purchases • Principal Redemption on Notes • Reserve Accounts • Available Excess Spread Account • Surplus to Issuer
E) Property Information
<ul style="list-style-type: none"> • Assigned Property Number • Allocated Property Value • Country / Region

- | |
|--|
| <ul style="list-style-type: none">• Property Type• Property Value• Valuation Date• Net Property Cash Flow• Annual Passing Rent / Gross Rent• Date of Last Information• Vacancy Rate• Rental Area• Number of Leases |
|--|

F) Tenant Information

- | |
|---|
| <ul style="list-style-type: none">• Tenant Concentration• Tenant Description (required if tenants cannot be named due to bank secrecy or other reasons)• Total Aggregated Rent per major Tenant |
|---|

Quelle: Eigene Darstellung; Daten entnommen aus TSI (2008a).⁵⁶⁸

Tab. 12: Reportinganforderung für CLO, CMBS, RMBS, CL

⁵⁶⁸ Bzw. den Seiten der dort angegebenen Hyperlinks.

Anhang 8: Reportingstandards des Australian Securitisation Forum

Das Investor Issues Committee des Australian Securitisation Forum hat Post-Issuance Reporting Standards für australische RMBS-Transaktionen veröffentlicht. Der folgenden Darstellung sind die Abschnitte sowie eine kurze Beschreibung dieser zu entnehmen.

Post-Issuance Reporting Standards	
1.	Transaction Deal Summary Data (Static information) - this is static information which is unlikely to change during the life of the deal
2.	Cashflows / Distribution Data - relating to payment details of the transaction which updated each reporting period
3.	Collateral Data - relating to the assets underlying the securities on issue
4.	Performance - reporting on arrears, losses and triggers
5.	Servicer - details on the servicer

Quelle: Australian Securitisation Forum (2005), S. 2.

Tab. 13: Australian Securitisation Forum: Post-Issuance Reporting Standards für australische RMBS-Transaktionen

Das Reporting soll monatlich erfolgen und innerhalb von 15 Tagen nach dem Stichtag verfügbar sein. Historische Daten sollten für den Investor verfügbar sein. Daten über die die als Sicherheiten fungierenden Forderungen sowie die Wertentwicklung der Tranchen sollten in Excel exportierbar sein.⁵⁶⁹

⁵⁶⁹ Vgl. Australian Securitisation Forum (2005), S. 2.

Anhang 9: iBoxx EUR ABS 50: Kriterien und Ausprägungen

Kriterium	Ausprägung
Liquidität	Aus allen Neuemissionen, die die nachfolgend beschriebenen Kriterien erfüllen, werden zunächst die 70 Größten vorselektiert. Aus diesen „großen“ Transaktionen werden dann im Rahmen einer Händlerbefragung bei den Preis-Providern die 50 mit der höchsten Liquidität als Grundlage des Index ausgewählt.
Assetklassen	ABS, RMBS, CMBS, SME CLOs.
Währung, Kupon	Euro, variabler Kupon.
Wraps, Garantien	Keine Garantien Dritter bezüglich der Anleihe zulässig. Garantien auf Ebene der verbrieften Darlehen wie z. B. NHG in den Niederlanden sind hingegen erlaubt.
Datenverfügbarkeit	Cashflows der Transaktionen / Tranchen müssen in Bloomberg verfügbar sein.
Rating	AAA bzw. Aaa von mindestens zwei Rating-Agenturen (S&P, Moody's, Fitch)
Laufzeit	Zum Zeitpunkt der Indexauflegung, -anpassung muss die Weighted Average Life (WAL) der Tranche länger als 18 Monate sein.
Transaktionsvolumen, Tilgung	Zum Zeitpunkt der Indexauflegung, -anpassung muss der Poolfaktor der Tranche höher als 70% sein.
„Alter“ der Transaktion	Zum Zeitpunkt der Indexauflegung, -anpassung darf das erstmalige Pricing der Tranche nicht länger als ein Jahr zurückliegen.

Quelle: Eigene Darstellung; in Anlehnung an DZ BANK (2007b), S. 3

Tab. 14: iBoxx EUR ABS 50: Kriterien und Ausprägungen

Anhang 10: Für geldpolitische Geschäfte des Eurosystems zugelassene Sicherheiten

Zulassungs kriterien	Marktfähige Sicherheiten	Nicht marktfähige Sicherheiten	
Art der Sicherheit	EZB-Schuldverschreibungen Sonstige marktfähige Schuldtitel	Kreditforderungen	Mit hypothekarischen Darlehen am Privatkunden besicherte Schuldtitel (RMBDs)
Bonitätsanforderungen	Die Sicherheit muss den hohen Bonitätsanforderungen genügen. Die hohen Bonitätsanforderungen werden anhand der ECAF-Regeln für marktfähige Sicherheiten beurteilt.	Der Schuldner/Garant muss den hohen Bonitätsanforderungen genügen. Die Kreditwürdigkeit wird anhand der ECAF-Regeln für Kreditforderungen beurteilt.	Die Sicherheit muss den hohen Bonitätsanforderungen genügen. Die hohen Bonitätsanforderungen werden anhand der ECAF-Regeln für RMBDs beurteilt.
Emissionsort	EWR	Nicht zutreffend	Nicht zutreffend
Abwicklungs-/ Bearbeitungsverfahren	Abwicklungsort: Euro-Währungsgebiet Die Sicherheiten müssen zentral in girosammelverwahrfähiger Form bei nationalen Zentralbanken oder einem Wertpapierabwicklungssystem hinterlegt werden, das den EZB-Mindeststandards entspricht.	Verfahren des Eurosystems	Verfahren des Eurosystems
Art des Emittenten/ Schuldners/ Garanten	Zentralbanken, öffentliche Hand, privater Sektor, internationale und supranationale Organisationen	Öffentliche Hand, nichtfinanzielle Unternehmen, internationale und supranationale Organisationen	Kreditinstitute
Sitz des Emittenten/ Schuldners oder Garanten	Emittent: EWR oder G-10-Länder außerhalb des EWR Garant: EWR	Euro-Währungsgebiet	Euro-Währungsgebiet
Zugelassene Märkte	Geregelte Märkte Von der EZB zugelassene nicht geregelte Märkte	Nicht zutreffend	Nicht zutreffend
Währung	Euro	Euro	Euro
Mindestbetrag	Nicht zutreffend	Mindestbetrag zum Zeitpunkt der Einreichung der Kreditforderung 1. Januar 2007 bis 31. Dezember 2011: – Inländische Nutzung: Festlegung durch NZBen – Grenzüberschreitende Nutzung: einheitlicher Mindestbetrag von 500 000 € Ab 1. Januar 2012: Einheitlicher Mindestbetrag von 500 000 € im gesamten Euro-Währungs gebiet	Nicht zutreffend
Rechtsgrundlage bezüglich Kreditforderungen	Nicht zutreffend	Geltendes Recht für den Vertrag über die Kreditforderung und ihre Nutzung als Sicherheit: Bestimmung eines Mitglied staats des Euro-Währungsgebiets. Insgesamt darf die Zahl der geltenden Rechtsordnungen für (i) den Geschäftspartner, (ii) den Gläubiger, (iii) den Schuldner, (iv) (ggf.) den Garanten, (v) den Vertrag über die Kreditforderung und (vi) die Vereinbarung zur Nutzung der Kreditforderungen als Sicherheit zwei nicht überschreiten.	Nicht zutreffend
Grenzüberschreitende Nutzung	Ja	Ja	Ja

Quelle: Eigene Darstellung; in Anlehnung an EZB (2006), S. 44.

Tab. 15: Für geldpolitische Geschäfte des Eurosystems zugelassene Sicherheiten

Anhang 11: Anmerkungen zum Protokoll des Gesprächs mit Herrn Dr. Bechtold vom 06.12.2007

Das am 06.12.2007 mit Herrn Dr. Bechtold in den Geschäftsräumen der TSI geführte Interview liegt dieser Arbeit als mp3-Datei bei. Der komplette Fragenkatalog wurde ebenfalls als Worddatei beigefügt.

Nachfolgend sind die Anfangs- und Endzeiten der jeweiligen beantworteten und in dieser Arbeit „verwendeten“ Fragen festgehalten. Dies soll den Zugriff auf die betreffende Stelle der Aufnahme erleichtern. Ebenso wird Stichpunktartig das Thema der jeweiligen Frage aufgeführt.

Frage 1: 00:00:00 - 00:06:22	• Gesellschaftsbeirat
Frage 3: 00:06:22 - 00:07:06	• „Bankenprivileg“
Frage 4: 00:07:06 - 00:08:31	• Nutzung des SPV
Frage 5: 00:08:31 - 00:10:56	• Corporate Service Provider
Frage 6: 00:10:56 - 00:12:00	• Großkreditgrenze
Frage 7: 00:12:00 - 00:12:29	• Stiftungen
Frage 11: 00:13:57 - 00:15:18	• Privatplatzierung und Börsenzulassung
Frage 15: 00:16:10 - 00:17:15	• Erfahrung der Aufsichtsbehörden
Frage 18: 00:18:53 - 00:19:58	• Regelungen zum Reporting durch das WpPG
Frage 22: 00:20:12 - 00:20:46	• Treuhänder
Frage 23: 00:20:46 - 00:21:29	• Refinanzierung durch die EZB
Frage 25: 00:22:00 - 00:23:00	• Rating-Agenturen und SPV
Frage 28: 00:23:00 - 00:30:14	• Reporting
Frage 29: 00:30:14 - 00:30:45	• Arbeitskreis Investoren
Frage 32: 00:31:38 - 00:36:47	• Transparenz und Reportingstandards
Frage 33: 00:36:47 - 00:37:55	• Regulatorische Ansätze und Reporting
Frage 35: 00:37:55 - 00:38:24	• Haftung für übermittelte Daten
Frage 36: 00:38:24 - 00:38:44	• Entzug des Zertifikats
Frage 42: 00:42:19 - 00:43:10	• Kosten- und Zeiteffizienz
Frage 53: 00:03:05 - 00:03:38	• Zusammenhang zwischen Zertifikat und Spreads
Frage 55: 00:04:10 - 00:04:22	• Forderungsqualität
Frage 63: 00:07:36 - 00:08:34	• Senior-Swap und KfW
Frage 64: 00:08:34 - 00:08:45	• Kosten der Zertifizierung

Anhang 12: Anmerkungen zum Protokoll des Gesprächs mit Frau Schemann-Teuber vom 26.11.2007 und Zusammenfassung der Ergebnisse der per E-Mail vom 21.01.2008 beantworteten Fragen

Aussagen des am 26.11.2007 mit Frau Schemann-Teuber in Oberursel geführten Gesprächs sind dieser Arbeit als Worddatei beigelegt. Ebenfalls enthält diese Datei die Beantwortung von Fragen, die Frau Schemann-Teuber am 21.01.2007 per E-Mail gestellt wurden.

Nachfolgend sind die beantworteten und in dieser Arbeit „verwendeten“ Fragen aufgelistet.

Frage 1: Ist aus Ihrer Erfahrung heraus eine Mindeststückelung der Wertpapiere von 50.000 € bei ABS, die über Börsen platziert werden, üblich? (Hintergrund sind die im WpPG zusätzlichen Anforderungen bei kleiner gestückelten Transaktionen.) Sind Ihnen Transaktionen bekannt, bei denen die Anleihen sogar in weniger als 1.000 € gestückelt waren?

„Nein, nicht bekannt. Meines Wissens sind Stückelungen von € 100-500 Tsd. die Regel.“

Frage 3: Würden Sie die von der TSI veröffentlichten Reporting-Standards als Benchmark für den Markt bezeichnen?

„Ja, in jedem Fall für den deutschen Markt.“

Frage 4: Welche anderen Reporting-Standards würden Sie als wichtig bezeichnen (z.B. des ESF oder ASF), bzw. hat sich einer davon als Markt-Standard etabliert?

„Die RMBS, CMBS und CDO Reporting Guidelines von ESF, ASF und CMSA. Die Etablierung als Markt-Standard hinkt jedoch den guten Absichten hinterher. Bisher ist kein Issuer zum Einsatz verpflichtet, und selbst die Industrieverbände scheuen vor einer solchen Verpflichtung selbst für die Mitglieder zurück, die die Richtlinien mit erarbeitet haben. Ich verstehe die Beweggründe (Kosten, Kapazität), halte das vor dem Hintergrund der Vertrauenskrise auf Investorenseite jedoch für einen Fehler.“

Frage 7: Ist die Verpflichtung von Market Makern für ABS Transaktionen „Standard“?

„Nein, das wäre die Ausnahme.“

Frage 12: Würden Sie das Zertifikat der TSI als Gütesiegel bezeichnen?

„Aber ja!“

Frage 13: Werden die von der TSI zertifizierten Transaktionen als „qualitativ hochwertiger“ angesehen?

„Hochwertiger als was? Der ABS Markt ist zu groß, als dass ich eine generelle Aussage treffen könnte. Es gibt auch nicht TSI-zertifizierte sehr hochwertige ABS. Der Research beschränkt sich i.d.R. auf den Vergleich ausgewählter Einzeltransaktionen. Das Ergebnis kann von der Zielsetzung des Investors beeinflusst werden und vom Zeitpunkt des Vergleichs.“

Frage 14: Liegt hierin die Motivation sich von der TSI zertifizieren zu lassen?

„Das Gütesiegel ist kein Selbstzweck sondern ein „Commitment“. Solche Originatoren verfolgen nach meiner Beobachtung eine weitergehende Strategie und sind stärker an Sekundärmarktliquidität und einer besseren Ausgangsposition für Anschlusstransaktionen interessiert als Originatoren, denen es nur um eine einzelne Transaktion geht.“

Anhang 13: Zusammenfassung der Ergebnisse der von Herrn Uhrmacher per E-Mail vom 13.02.2008 beantworteten Fragen

Die am 13.02.2008 von Herrn Uhrmacher beantworteten Fragen sind dieser Arbeit als Worddatei beigelegt.

Nachfolgend sind die beantworteten und in dieser Arbeit „verwendeten“ Fragen aufgelistet.

Frage 1: Ist der Lead Manager, der die Notes aufkauft und an Investoren weiterveräußert i. d. R. mit dem Arrangeur identisch?

„Es kann sein, dass der Lead Manager mit dem Arrangeur identisch ist. Dies muss aber nicht der Fall sein und letztlich hängt die Wahl des Lead Managers von dessen Vertriebskraft ab.“

Frage 2: Ist der Arrangeur normalerweise Mitglied des Emissionskonsortiums?

„Ja, in der Regel ist der Arrangeur als Mitglied des Emissionskonsortiums tätig.“

Frage 4: Erfüllen (rein theoretisch) alle zertifizierten Transaktionen die Voraussetzungen die Fitch an eine Vorgabe von 5 Sternen knüpft?

„Die TSI orientiert sich grundsätzlich an eigenen Kriterien, die zur Erlangung des Zertifikates führen. Nach unserem Kenntnisstand verfügen aber alle zertifizierten TSI-Transaktionen über 5 Sterne von Fitch.“

Frage 5: War unter den bisher zertifizierten Transaktionen eine MBS-Transaktion?

„Zwei CMBS-Transaktionen wurden bisher zertifiziert: Opera Germany (No.1) GmbH und Wilco 2007-1 GmbH, eine RMBS-Transaktion wurde noch nicht zertifiziert.“

Frage 7: Wurde bisher ein Zertifikat gekündigt oder zurückgezogen?

„Nein.“

Frage 8: Erfolgte bisher eine Zertifizierung einer Multi-Seller-Transaktion?

„Nein.“

Frage 9: Ist die TSI akkreditiert? Wird eine Zertifizierung von Verbriefungstransaktionen gesetzlich gefordert?

„Eine gesetzlich geforderte Zertifizierung von Verbriefungstransaktionen besteht nicht, ebenso wird eine gesetzliche Bindung von Verbriefungstransaktionen an eine Zertifizierung der TSI nicht gefordert und ist auch nicht als Zielsetzung der TSI anzusehen. Eine Akkreditierung der TSI durch Institutionen besteht im Hinblick auf deren Standards bei der Zertifizierung von Transaktionen nicht.“

Frage 11: Können CBO-Transaktionen zertifiziert werden, bzw. warum können diese nicht zertifiziert werden?

„Die rechtlichen Voraussetzungen in Deutschland lassen derartige Verbriefungstransaktionen aufgrund der steuerlichen Behandlung nicht zu. Seit 2003 ist es möglich, Kredite oder Kreditrisiken über eine deutsche Zweckgesellschaft zu verbrieften, sofern es sich dabei um die Verbriefung von Bankkrediten gemäß Paragraph 1 KWG handelt. Die entsprechende Bestimmung ist der Paragraph 19 Abs. 3 Satz 2 der GewStDV.

Bei allen anderen Assetklassen (z. B. CBO) sind die an die Investoren zu zahlenden Zinsaufwendungen Dauerschuldzinsen im Sinne des Gewerbesteuerrechts, die hälftig in die Gewerbesteuerbemessungsgrundlage einfließen würden und somit die zugrunde liegende Transaktion erheblich verteuern und somit unter wirtschaftlichen Gesichtspunkten unattraktiv machen würde. In diesen Fällen wählen die Originatoren Zweckgesellschaften im Ausland, um die Transaktion abwickeln zu können.“

Frage 13: Frage bzgl. (der Definition) der Seniortranche

„Eine qualitative Voraussetzung für die Zertifizierung der Seniortranche (AAA-Tranche) der Transaktion durch die TSI ist die Börsenzulassung, die u. a. Voraussetzung für die EZB-Fähigkeit der Wertpapiere ist.“

Literaturverzeichnis

- Aberer, Bartle / Gruber, Walter (2007): Verbriefungskonstrukte – heilsame Einsichten und attraktive Aussichten, in: ZfgK, 60. Jg., Nr. 21, S. 1146-1148.
- Achleitner, Ann-Kristin (2002): Handbuch Investment Banking, 3. Aufl., Wiesbaden.
- Akerlof, George A. (1970): The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism, in: Quarterly Journal of Economics, Vol. 84, No. 3, 488-500.
- Altrock, Frank / Rieso, Sven (1999): Why Asset Backed Securities?, in: DBW, 59. Jg., Nr. 2, S. 279-282.
- Apfelbacher, Gabriele / Metzner, Manuel (2006): Das Wertpapierprospektgesetz in der Praxis - Eine erste Bestandsaufnahme, in: BKR, 6. Jg., Nr. 3, S. 81-90.
- Arbeitskreis „Finanzierung“ der Schmalenbach-Gesellschaft (Hrsg.) (1992): Asset Backed Securities – ein neues Finanzierungsinstrument für deutsche Unternehmen?, in: zfbf, 44. Jg., Nr. 6, S. 495-530.
- Arrow, Kenneth Joseph (1963): Uncertainty and the Welfare Economics of Medical Care, in: American Economic Review, Vol. 53, No. 5, S. 941-973.
- Australian Securitisation Forum (Hrsg.) (2005): Recommended Post-Issuance Reporting Standards for Australian Residential Mortgage

Securitisation Transactions, unter:

http://www.securitisation.com.au/asfwr/pdf/documents/asf_reporting_standards_2.pdf am 09.01.2008.

BAKred (Hrsg.) (1997): Rundschreiben 4/97: Veräußerung von Kundenforderungen im Rahmen von Asset-Backed Securities-Transaktionen durch deutsche Kreditinstitute, in: WM, 51. Jg., Nr. 38, S. 1821-1822.

Bär, Hans Peter (2000): Asset Securitisation: Die Verbriefung von Finanzaktiven als innovative Finanzierungstechnik und neue Herausforderung für Banken, 3. Aufl., Bern et al., zugl. Diss. Univ. Zürich, 1997.

Barth, Andreas / Klein, Jochen (2002): Spielregeln: Die Grundstruktur von Asset-Backed-Securities-Transaktionen, in: Bankinformation und Genossenschaftsforum, Nr. 4, S. 2-6.

Baulig, Bianca (2005): Akteure müssen kommunizieren, in: Bankmagazin, Nr. 9, S. 42-43.

BayernLB (Hrsg.) (2006): ABS Handbuch: Einführung in Asset-Backed Securities, München.

Bechtold, Hartmut / Glüder, Dieter (2006): Der ABS-Markt gewinnt in Deutschland an Schwung: Andere Akzente als in Europa festzustellen - Mittelstand benötigt Instrument Verbriefung in Zukunft dringend, in: Börsen-Zeitung, Nr. 179 vom 16.09.2006, S. 1 und B 2.

- Beckert, Daniel (2007): Ratings und Aktienkurse: Das Zusammenspiel von Anleiheratings und Aktienkursen, Saarbrücken.
- BGH (Hrsg.) (2007): BGH Urteil vom 27. Februar 2007 (XI ZR 195/05, Stuttgart), in: WM, 61. Jg., Nr. 14, S. 643-647.
- Bittelmeyer, Claudia (2007): Patente und Finanzierung am Kapitalmarkt: Eine theoretische und empirische Analyse, Wiesbaden, zugl. Diss. Univ. Gießen.
- Böcker, Birga (2004): Plattform für True Sales wartet auf erste Emission: System arbeitsbereit - Erster Fall vielleicht erst 2005, in: Börsen-Zeitung, Nr. 182 vom 21.09.2004, S. 4.
- Böhmer, Martina (1999): Asset-Backed Securities, in: Handbuch Strukturierte Kapitalmarktprodukte, hrgs. von Roland Eller, Walter Gruber und Markus Reif, Stuttgart 1999, S. 161-184.
- Bosak, Jan Michael (2005): Die steuerrechtlichen Konsequenzen einer Asset Backed Securitisation mittels einer deutschen Zweckgesellschaft, in: FB, 7. Jg., Nr. 9, S. 545-549.
- Braun, Hendryk (2005): Klassifizierung von Asset-Backed-Securities, in: Praktiker-Handbuch Asset-Backed-Securities und Kreditderivate, hrgs. von Josef Gruber, Walter Gruber und Hendryk Braun, Stuttgart, S. 61-75.
- Breidenbach, Marc (2005): Real Estate Securitisation – Asset-Backed Security Financing for the Property Industry: An International Comparison applied to the Case of Germany, in: Schriften zur

Immobilienökonomie, Bd. 34, hrsg. von Karl-Werner Schulte und Stephan Bone-Winkel, Köln, zugl. Diss. EBS 2005.

Brenken, Anke / Papenfuß, Holger (2007): Unternehmensfinanzierung mit ABS, Frankfurt am Main.

Brewer II, Russell B. / Iseley, Linda S. (1990): Credit Enhancement for Asset-Backed Transactions, New York 1990, in: The Handbook of Asset-Backed Securities, hrsg. von Jess Lederman, S. 127-139.

Buchert, Heiko / Hering, Thomas / Hoffjan, Andreas (1998): Finanzwirtschaftliche Probleme mittelständischer Unternehmen, in: BFuP, 50. Jg., Nr. 3, S. 241-262.

Bund, Stefan (2001): Asset Backed Securities als strukturierte Produktalternative auf den europäischen Bondmärkten, Wiesbaden, in: Handbuch Europäischer Kapitalmarkt, hrsg. von Detlev Hummel und Rolf-Ernst Breuer, S. 685-700.

Bund, Stefan (2002): Strukturiertes Rating: Rating-Agenturen gleichen Informationsasymmetrie bei ABS-Transaktionen aus, in: Bankinformation und Genossenschaftsforum, Nr. 4, S. 24-25.

Bund, Stefan / Morlok, Markus (2005): True-Sale-Verbriefungen aus Sicht einer Rating-Agentur, in: ZfgK, 58. Jg., Nr. 18, S. 969-972.

Bundesregierung (Hrsg.) (2005): Gemeinsam für Deutschland – mit Mut und Menschlichkeit: Koalitionsvertrag zwischen CDU, CSU und SPD, unter:
http://www.bundesregierung.de/Content/DE/___Anlagen/koalitionsvertrag.html am 25.12.2007.

Bünnig, Martin (2005): Steuerliche Ausgestaltung von Zweckgesellschaften im Rahmen von ABS-Transaktionen, in: Praktiker-Handbuch Asset-Backed-Securities und Kreditderivate, hrsg. von Josef Gruber, Walter Gruber und Hendryk Braun, Stuttgart, S. 475-493.

Burger, Stephanie / Unterberger, Franz Josef (2005): Verbriefung bankeigener Forderungen als Herausforderung für Genossenschaftsbanken, in: ZfgK, 58. Jg., Nr. 21, S. 1199-1201.

Burghof, Hans-Peter / Henke, Sabine / Rudolph, Bernd / Schönbücher, Philipp J. / Sommer, Daniel (Hrsg.) (2005): Kreditderivate: Handbuch für die Bank- und Anlagepraxis, 2. Aufl., Stuttgart.

Büttner, Tobias (1999): Die wertpapiermäßige Verbriefung von Bankforderungen zu Asset-backed Securities, Baden-Baden, zugl. Diss. Humboldt-Univ. Berlin, 1998.

Carter, Jeremy / Watson, Rick (2006): The rating process for structured finance instruments, in: Asset Securitisation and Synthetic Structures: Innovations in the European Credit Markets, hrsg. von Rick Watson und Jeremy Carter, London, S. 88-95.

Cervený, Frank (2006): Der Markt für True-Sale-Verbriefungen in Deutschland und Europa, in: ZfgK, 59. Jg., Nr. 19, S. 1032-1038.

Cervený, Frank / Hilgert, Heinz (2007): ABS „Made in Germany“ – bewegte Zeiten, in: ZfgK, 60. Jg., Nr. 17, S. 899-902.

Cünnen, Andrea (2008): Banken halten sich mit strukturierten Anleihen zurück: Kaum neue Emissionen wegen Subprime-Schock – Institute

parken verbriefte Produkte bei der EZB, in: Handelsblatt, Nr. 22 vom 31.01.2008, S. 28.

Curtin, William J. / Deckoff, Stephen H. (1990): Asset-Backed Securities: An Attractive Addition to the Low-Duration Sector of the Fixed Income Market, New York 1990, in: The Handbook of Asset-Backed Securities, hrsg. von Jess Lederman, S. 195-225.

David, Simone (2001): Securitisation – Verbriefung von Bankforderungen, Stuttgart.

Deloitte (Hrsg.) (2006): SOS. Speaking of Securitization: Reg AB: Static Pool Survey and Structural Diagrams of Flow of Funds, unter: www.securitization.net/pdf/Publications/DeloitteSOS_2Feb06.pdf am 09.01.2008.

Deutsche Bank (Hrsg.) (2007): Kreditportfoliomanagement und Eigenkapitalsteuerung mit ABS am Beispiel der Deutschen Bank AG, TSI Konferenz „Kreditportfoliomanagement und Gesamtbanksteuerung mit ABS“ vom 14.11.2007, Frankfurt am Main.

Deutsche Bundesbank (Hrsg.) (1997): Asset-Backed Securities in Deutschland: Die Veräußerung und Verbriefung von Kreditforderungen durch deutsche Kreditinstitute, in: Monatsbericht der Deutschen Bundesbank, 49. Jg., Nr. 7, S. 57-67.

Deutsche Bundesbank (Hrsg.) (2004): Instrumente zum Kreditrisikotransfer: Einsatz bei deutschen Banken und Aspekte der Finanzstabilität, in: Monatsbericht der Deutschen Bundesbank, 56. Jg., Nr. 4, S. 27-45.

Deutsche Bundesbank (Hrsg.) (2007): Allgemeine Geschäftsbedingungen der Deutschen Bundesbank: Bankrechtliche Regelungen 5, Frankfurt am Main.

DIN (Hrsg.) (1998): Allgemeine Anforderungen an Stellen, die Produktzertifizierungssysteme betreiben, Berlin.

Dresig, Tilo (2000): Handelbarkeit von Risiken: Erfolgsfaktoren von Verbriefungen und derivativen Finanzinstrumenten, Wiesbaden, zugl. Diss. Univ. EBS, 1999.

Driver Five (Hrsg.) (2008): Preliminary Offering Circular: Subject to completion and amendment, dated 16.01.2008, unter: <http://www.vwfsag.de/etc/medialib/vwfs/ucus/vwfsag/docfolder.Par.0247.File.pdf> am 17.01.2008.

Driver Four (Hrsg.) (2007): Offering Circular Dated 25.04.2007, unter: http://www.true-sale-international.de/fileadmin/pdf_de/transaktionen/driverfour/OC_DR4.pdf am 30.11.2007.

Driver One (Hrsg.) (2004): Offering Circular Dated 30.11.2004, unter: http://www.true-sale-international.de/fileadmin/pdf_de/transaktionen/20041130_Offering_Circular_Driver_One_GmbH.pdf am 30.11.2007.

Driver Three (Hrsg.) (2006a): Master Definitions Schedule, unter: http://www.true-sale-international.de/fileadmin/pdf_de/transaktionen/driverthree/Master_Definitions_Schedule.pdf am 30.01.2008.

Driver Three (Hrsg.) (2006b): Offering Circular Dated 25.10.2006, unter: http://www.true-sale-international.de/fileadmin/pdf_de/transaktionen/driverthree/oc_driverthree.pdf am 30.11.2007.

Driver Two (Hrsg.) (2005): Offering Circular Dated 14.09.2005, unter: http://www.true-sale-international.de/fileadmin/pdf_de/transaktionen/drivertwo/oc_drivertwo.pdf am 30.11.2007.

Drost, Frank M. / Köhler, Peter (2008): Geplantes Gesetz gefährdet Kredite: Verbriefungsinitiative der Banken fürchtet höheren Aufwand für Kredite an Mittelständlern, in: Handelsblatt, Nr. 12 vom 17.01.2008, S. 28.

Dudenverlag (Hrsg.) (2001): Duden: Das Fremdwörterbuch, 7. Aufl., Mannheim et al.

DZ BANK (Hrsg.) (2007a): ABS & Structured Credits – Driver Four: Eine Research-Publikation der DZ BANK AG, unter: http://www.true-sale-international.de/fileadmin/pdf_de/transaktionen/driverfour/DRIVER_4_DE.PDF am 29.10.2007.

DZ BANK (Hrsg.) (2007b): ABS & Structured Credits – iBoxx EUR ABS 50: Eine Research-Publikation der DZ BANK AG, unter: http://www.true-sale-international.de/fileadmin/pdf_de/presentationen/iBoxx_EUR_ABS_50_d.pdf am 30.11.2007.

- Eichwald, Berthold / Pehle, Helmut (2000): Die Kreditarten, in: Obst/Hintner: Geld-, Bank- und Börsenwesen, 40. Aufl., hrsg. von Jürgen von Hagen und Johann Heinrich von Stein, Stuttgart, S. 742-814.
- Eisele, Florian / Neus, Werner (2003): Asset-Backed Securities, Informationsasymmetrien und Regulierung, in: Neuere Finanzprodukte, Festschrift zum 65. Geburtstag von Wolfgang Eisele, hrsg. von Alois Paul Knoblauch und Norbert Kratz, München 2003, S. 233-263.
- Emse, Cordula (2005): Verbriefungstransaktionen deutscher Kreditinstitute: Eine Analyse alternativer Strukturvarianten und deren regulatorischer Erfassung nach Grundsatz I und Basel II, in: Schriftenreihe des european center for financial services, hrsg. von Hans Tietmeyer und Bernd Rolfes, Wiesbaden, zugl. Diss. Univ. Duisburg-Essen, 2004.
- Engelsing, Lutz / Geschwandter, Marcus / Lüke, Olaf (2007): Banken & Stiftungen: Recht, Steuern, Organisation, Frankfurt am Main.
- Ensthaler, Jürgen / Strübbe, Kai / Bock, Leonie (2007): Zertifizierung und Akkreditierung technischer Produkte: Ein Handlungsleitfaden für Unternehmen, Berlin et al.
- ESF (Hrsg.) (2001): Empfohlene Richtlinien für die Marktpraxis in Securitisation, unter:
<http://www.europeansecuritisation.com/pubs/FinalGERMAN605.pdf>
am 29.11.2007.

- ESF (Hrsg.) (2004): Richtlinien für die Verbriefungs-Marktpraxis, unter:
http://www.europeansecuritisation.com/pubs/ESF_German_Guidelines_Sept04.pdf am 29.11.2007.
- ESF (Hrsg.) (2006): Securitisation Market Practice Guidelines, unter:
<http://www.europeansecuritisation.com/pubs/FinalESFGuidelines16May06.pdf> am 27.11.2007.
- EZB (Hrsg.) (2006): Durchführung der Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet, September 2006: Allgemeine Regelungen für die Geldpolitischen Instrumente und Verfahren des Eurosystems, Frankfurt am Main.
- EZB (Hrsg.) (2007a): Credit claims: Eligible collateral for Eurosystem credit operations, unter:
http://www.ecb.int/events/pdf/conferences/es_collfm/credit_claims.pdf am 19.11.2007, Brüssel.
- EZB (Hrsg.) (2007b): Die Rahmenregelungen für Sicherheiten des US-Zentralbanksystems, der Bank von Japan und des Eurosystems, in: Monatsbericht Oktober 2007, S. 93-109.
- Fabozzi, Frank J. / Davis, Henry A. / Choudhry, Moorad (2006): Introduction to Structured Finance, Hoboken.
- Falter, Manuel (2007): Die Praxis des Kreditgeschäfts, 17. Aufl., Stuttgart.
- Feick, Harald (2006): So wie man sät, so erntet man! Effektives Datenmanagement als Voraussetzung für einen hohen Ertrag bei Verbriefungstransaktionen, unter:

http://www.subito.de/pdf/SUBITO_mail_32_neu.pdf am 03.01.2008,
S. 17-19.

Feld, Klaus-Peter (2007): Bilanzierung von ABS-Transaktionen im IFRS-Abschluss: Anwendung von IAS 39 und SIC-12, konzeptionelle Probleme und Folgen für die Abschlussprüfung, Düsseldorf, zugl. Diss. Univ. Ulm, 2006.

Fischer, Christoph / Rudolph, Bernd (2000): Grundformen von Finanzsystemen, in: Obst/Hintner: Geld-, Bank- und Börsenwesen, 40. Aufl., hrsg. von Jürgen von Hagen und Johann Heinrich von Stein, Stuttgart, S. 371-446.

Fitch (Hrsg.) (2003): European CMBS Surveillance: Post Issuance Reporting Standards, New York.

Fitch (Hrsg.) (2004a): European CDO Surveillance: Post Issuance Reporting Standards for SME CDOs, New York.

Fitch (Hrsg.) (2004b): European Consumer ABS Reporting Standards (Vol. I): Credit Cards, New York.

Fitch (Hrsg.) (2004c): European Consumer ABS Reporting Standards (Vol. II): Auto Contracts and Unsecured Consumer Loans, New York.

Fitch (Hrsg.) (2004d): European NPL Surveillance: Post Issuance Reporting Standards, New York.

Fitch (Hrsg.) (2004e): European RMBS Surveillance: Post Issuance Reporting Standards, New York.

Fitch (Hrsg.) (2004f): European Whole Business Surveillance: Post Issuance Reporting Standards, New York.

Fitch (Hrsg.) (2004g): Fitch Issuer Reporting Grades, New York.

Fitch (Hrsg.) (2004h): Global CDO Surveillance: Post Issuance Reporting Standards for Synthetic CDOs, New York.

Fitch (Hrsg.) (2005): Rising Stars? Fitch Issuer Report Grades H1 2005 Update, New York.

Fitch (Hrsg.) (2006a): European CMBS Surveillance: Post Issuance Reporting Standards, New York.

Fitch (Hrsg.) (2006b): Fitch Issuer Report Grades May 2006 Update, New York.

Fitch (Hrsg.) (2007): Fitch Issuer Report Grades May 2007 Update, New York.

Flämig, Michael (2004a): True Sale geht mit Stiftungen an den Start: Struktur für Verbriefungen steht - Neue Gesellschaft, in: Börsen-Zeitung, Nr. 81 vom 28.04.2004, S. 1.

Flämig, Michael (2004b): True Sale International treibt Verbriefungen in Deutschland voran: Banken haben sich auf Struktur für Transaktionen geeinigt - Neue Gesellschaft soll Marke bilden - Label für eigene Transaktionen - Sekundärmarkt wird belebt, in: Börsen-Zeitung, Nr. 81 vom 28.04.2004, S. 5.

Frese, Michael (2005): Rechtliche Rahmenbedingungen der True-Sale-Verbriefung - Was ist geschafft? Was bleibt zu tun?, in: ZfgK, 58. Jg., Nr. 18, S. 965-968.

Frese, Michael / Glüder, Dieter (2006): Neue Regeln der Bankenaufsicht für die Eigenkapitalunterlegung von Verbriefungen, in: ZfgK, 59. Jg., Nr. 19, S. 1039-1044.

Früh, Andreas (1995): Asset Backed Securities / Securitization am Finanzplatz Deutschland, in: BB, 50. Jg., Nr. 3, S. 105-109.

Frühauf, Markus (2004a): Rückschlag für Kreditverkäufe: Laut OLG-Urteil kann Forderungsabtretung wegen Bankgeheimnis unwirksam sein, in: Börsen-Zeitung, Nr. 124 vom 01.07.2004, S. 3.

Frühauf, Markus (2004b): True-Sale-Plattform startet im Juni: 13 Vorstände unterzeichnen Gründungsdokumente, in: Börsen-Zeitung, Nr. 84 vom 01.05.2004, S. 5.

Frühauf, Markus (2005): Bei Mezzanine-Finanzierungen droht Wildwuchs: HVB: Gespräche mit anderen Banken über Standardisierung - KfW lädt zu Workshop, in: Börsen-Zeitung, Nr. 164 vom 26.08.2005, S. 4.

Frühauf, Markus (2006a): Dresdner Bank füttert die True-Sale-Plattform: Allianz-Tochter verbrieft Firmenkredite über 3 Mrd. Euro - Bislang größte Transaktion der True-Sale-Initiative, in: Börsen-Zeitung, Nr. 3 vom 05.01.2006, S. 3.

Frühauf, Markus (2006b): Personen: Bräunig leitet True-Sale-Beirat, in: Börsen-Zeitung, Nr. 231 vom 30.11.2006, S. 7.

Frühauf, Markus (2006c): True-Sale-Pipeline gut gefüllt: TSI-Geschäftsführer: In diesem Jahr noch bis zu zwei Verbriefungen, in: Börsen-Zeitung, Nr. 208 vom 28.10.2006, S. 4.

Frühauf, Markus (2006d): True Sale kommt in Schwung: Eurohypo platziert 254 Mill. Euro an Krediten - Noch mehr in der Pipeline, in: Börsen-Zeitung, Nr. 172 vom 07.09.2006, S. 5.

Frühauf, Markus (2007a): Die Subprime-Krise und ihre Folgen: Firmenkunden nähern sich Kapitalmarkt an, in: Börsen-Zeitung, Nr. 249 vom 29.12.2007, S. 36.

Frühauf, Markus (2007b): Pfandbriefgesetz auf dem Prüfstand - Verband diskutiert über Novellierung: Deckungsstock soll um Verbriefungstitel erweitert werden - Mehr als 200 Mrd. Euro an zusätzlicher Masse, in: Börsen-Zeitung, Nr. 91 vom 12.05.2007, S. 1.

Frühauf, Markus (2007c): WestImmo verbrieft Fondskredite: True Sale über 400 Mill. Euro - Refinanzierungsregister erstmals genutzt, in: Börsen-Zeitung, Nr. 8 vom 12.01.2007, S. 5.

Funke, Christian / Johannig, Lutz / Michel, Gaston (2005): ABS-Anlagerichtlinien für institutionelle Investoren, in: ZfgK, 58. Jg., Nr. 18, S. 985-990.

FWB (Hrsg.) (2007): Börsenordnung für die Frankfurter Wertpapierbörse: Stand: 01.11.2007, unter: [http://www1.deutscheboerse.com/INTERNET/EXCHANGE/zpd.nsf/KIR+Web+Publikationen/HAMN-52CDY7/\\$FILE/FWB01_07-11-01.pdf?OpenElement](http://www1.deutscheboerse.com/INTERNET/EXCHANGE/zpd.nsf/KIR+Web+Publikationen/HAMN-52CDY7/$FILE/FWB01_07-11-01.pdf?OpenElement) am 02.12.2007.

- Gibson, Lang (2000): Performance, Risk, Structure, and Valuation of Credit-Sensitive ABS, in: Investing in Asset-Backed Securities, hrsg. von Frank J. Fabozzi, New Hope, S. 443-455.
- Gierl, Heribert / Winkler, Sabine (2000): Neue Gütezeichen als Qualitätssignale, in: Marketing, 22. Jg., Nr. 3, S. 197-207.
- Glüder, Dieter / Bechtold, Hartmut (2004): ABS made in Germany: True Sale Verbriefungen, in: Die Bank, 44. Jg., Nr. 12, S. 18-21.
- Glüder, Dieter / Bechtold, Hartmut (2007): Gastbeitrag: Mortgage Backed Securities für Pfandbriefdeckung zulassen: Aufnahme in Deckungsstock vorteilhaft für deutschen Kapitalmarkt - Höhere Emissionsvolumina - Bei Gesetzesänderung ist aber Eile geboten, in: Börsen-Zeitung, Nr. 108 vom 09.06.2007, S. 4.
- Gögler, Christoph (1996): Asset Backed Securities: Darstellung der US-amerikanischen Praxis, rechtliche Rahmenbedingungen für die Übertragung des Konzepts auf die Bundesrepublik Deutschland sowie Beurteilung aus Sicht der Beteiligten, in: Europäische Hochschulschriften, Reihe V: Volks- und Betriebswirtschaft, Bd. 1896, Frankfurt am Main et al., zugl. Diss. Univ. Tübingen, 1995.
- Grunow, Hans-Werner G. / Figgener, Stefanus (2006): Handbuch Moderne Unternehmensfinanzierung: Strategien zur Kapitalbeschaffung und Bilanzoptimierung, Berlin et al.
- Hartmann-Wendels, Thomas (2000): Bedingungen für die Handelbarkeit von Buchkrediten, in: Kreditderivate, Handbuch für die Bank- und Anlagepraxis, hrsg. von Hans-Peter Burghof, Sabine Henke, Bernd

Rudolph, Philipp J. Schönbücher und Daniel Sommer, Stuttgart 2000, S.419-438.

Heinke, Volker G. / Steiner, Manfred (2000): Rating am europäischen Kapitalmarkt: Aktuelle Entwicklungstendenzen – Teil 1, in: FB, 2. Jg., Nr. 1, S. 1-8.

Henke, Sabine (2002): Anreizprobleme beim Transfer der Kreditrisiken aus Buckkrediten, in: Untersuchungen über das Spar-, Giro- und Kreditwesen, Abteilung A: Wirtschaftswissenschaften, Bd. 175, hrsg. von Günter Ashauer u. a., Berlin 2002, zugl. Diss. LMU München 2001/2002.

Herz, Bernhard (2001): Finanzdienstleister und Finanzmärkte im Umbruch: Zusammenfassung und Ausblick, in: Finanzdienstleistungen und Finanzmärkte in Umbruch, Schriften des Vereins für Socialpolitik, Bd. 280, hrsg. von Peter Oberender, Berlin, S. 111-119.

Hesdahl, Ralf / Litwin, Stuart M. (2006): Auto loan and lease ABS, in: Asset Securitisation and Synthetic Structures: Innovations in the European Credit Markets, hrsg. von Rick Watson und Jeremy Carter, London, S. 168-178.

Hommel, Ulrich / Reichert, Julia (2007): Neue Spielregeln für ABS-Märkte definieren, in: ZfgK, 60. Jg., Nr. 21, S. 1142-1144.

IIC (Hrsg.) (2006a): iBoxx EUR ABS 50 Series 2006-03: Final Index Membership, unter:
http://indices.markit.com/download/news/135/ABS50_series2006_03.pdf am 14.01.2008.

- IIC (Hrsg.) (2006b): iBoxx EUR ABS 50 Series 2006-04: Final Index Membership, unter:
http://www.iboxx.com/download/news/160/ABS50_series2006_04.pdf am 14.01.2008.
- IIC (Hrsg.) (2007a): iBoxx EUR ABS 50 Series 2007-01: Final Index Membership, unter:
http://indices.markit.com/download/news/189/ABS50_series2007_05.pdf am 14.01.2008.
- IIC (Hrsg.) (2007b): Markit iBoxx ABS 50 Index: Index Guide November 2007, unter:
http://www.indexco.com/download/products/guides/Markit_iBoxx_ABS50_Guide.pdf am 14.01.2008.
- Jobst, Andreas A. (2003): Verbriefung und ihre Auswirkung auf die Finanzmarktstabilität, Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt am Main, Working Paper Series: Finance & Accounting No. 119 October 2003, 28 Seiten.
- Johannsen, Kai (2006): iBoxx bringt Index auf europäische ABS: 14 Banken sind als Preis-Anbieter dabei, in: Börsen-Zeitung, Nr. 23 vom 02.02.2006, S. 18.
- Johannsen, Kai (2008): Deutscher Verbriefungsmarkt fällt zurück: In diesem Jahr könnte das Volumen laut Moody's noch unter das Niveau von 2005 sinken, in: Börsen-Zeitung, Nr. 7 vom 11.01.2008, S. 3.
- KfW (Hrsg.) (2003): Presseerklärung vom 13.12.2003: TSI legt Geschäftsmodell der Verbriefungsplattform fest, Frankfurt am Main.

- KfW (Hrsg.) (2004a): Presseerklärung vom 14.07.2004: Kapitalmarktaktivitäten der KfW: Investorenbasis weiter ausgebaut, Frankfurt am Main.
- KfW (Hrsg.) (2004b): Presseerklärung vom 30.04.2004: Vorstände der 13 TSI-Banken beschließen TSI-Verbriefungsinfrastruktur, Frankfurt am Main.
- KfW (Hrsg.) (2007a): Entwicklung des Anteils von True Sale Transaktionen an allen Verbriefungen in Deutschland seit 2000, unter:
http://www.kfw.de/DE_Home/Kreditverbriefung/Deutscher_Verbrieungsmarkt/DeutscherVerbriefungsmarktFolie_5.pdf am 23.12.2007.
- KfW (Hrsg.) (2007b): Entwicklung des Anteils von True Sale Transaktionen an allen Verbriefungen in Europa seit 2000, unter:
http://www.kfw.de/DE_Home/Kreditverbriefung/Europaeischer_Verbrieungsmarkt/Europaeischer_Verbrieungsmarkt_6_2007_folie3.pdf am 23.12.2007.
- Kieslich, Maria / Myers, Ned (2007): Static Pool Reporting Under Regulation AB: First Quarter 2006 Status Report, in: Journal of Structured Finance, Winter 2007, S. 28-36.
- Kirschner, Wolfgang / Hermann, Frank / Wiedmann, Markus (2000): Kreditderivate im institutionellen Portfoliomanagement, in: Kreditderivate, Handbuch für die Bank- und Anlagepraxis, hrsg. von Hans-Peter Burghof, Sabine Henke, Bernd Rudolph, Philipp J. Schönbücher und Daniel Sommer, Stuttgart 2000, S.345-367.

- Koberstein-Windpassinger, Carmen (1999): Wahrung des Bankgeheimnisses bei Asset-Backed Securities-Transaktionen, in: WM, 53. Jg., Nr. 10, S. 473-482.
- Kübler, Friedrich / Assmann, Heinz-Dieter (2006): Gesellschaftsrecht: Die privatrechtlichen Ordnungsstrukturen und Regelungsprobleme von Verbänden und Unternehmen, 6. Aufl., Heidelberg.
- Kullig, Sascha (2006): Neue Regeln in den Mindeststandards stärken den Jumbo Pfandbrief, in: Der Pfandbrief 2006, hrsg. vom vdp, Berlin, S. 14-21.
- Küppers, Wolfhard / Brause, Christian (1998): Asset-Backes Securities Transaktionen: Rechtliche, bilanzielle und steuerliche Aspekte, in: Die Aktiengesellschaft, 43. Jg., Nr. 9, S. 413-420.
- Langner, Sabine (2002): Asset Backed Securities, in: zfbf, 54. Jg., Nr. 11, S. 656-673.
- Latenser, Stefan (1997): Konzept, Struktur und Bewertung von kollateralisierten Anleihen (Asset-backed securities), Bern et al., zugl. Diss. Univ. St. Gallen, 1996.
- Leuering, Dieter (2006): Prospektpflichtige Anlässe im WpPG, in: Der Konzern, 4. Jg., Nr. 1, S. 4-11.
- Lorenz, Michaela (2006): Pfandbriefe versus MBS – Rivalen oder komplementäre Instrumente?, in: Der Pfandbrief 2006, hrsg. vom vdp, Berlin, S. 47-57.

Maisch, Michael (2007): Moody's wehrt sich: Ratingagenturen wollen Risiken nach Kreditkrise mit neuen Methoden bewerten, in: Handelsblatt, Nr. 198 vom 15.10.2007, S. 37.

Max-Heine, Claudia / Häcker, Jürgen (2005): Verbriefung & IT: Die Strukturierung ist nur die Spitze des Eisbergs, in: Die Bank, 45. Jg., Nr. 7, S. 66-73.

Meiswinkel, Christoph (1989): Asset-Backed Securities, in: Mitteilungen aus dem Institut für das Spar-, Giro- und Kreditwesen an der Universität Bonn, Nr. 32, Bonn.

Mertens, Kai / Bleschke, Christian (2008): Immobilienbrief: Die Zinsschranke umgehen, in: FAZ, Nr. 15 vom 18.01.2008, S. 41.

MFEG (Hrsg.) (2006): Report of the Mortgage Funding Expert Group, unter: http://ec.europa.eu/internal_market/financeservices-retail/docs/home-loans/mfeg/final_report-en.pdf am 16.01.2008.

Michel, Gaston / Kleidt, Benjamin (2004): Die Rahmenbedingungen für True Sale-Transaktionen in Deutschland, EBS, Department of Finance Working Paper Series, No.06-2004, 36 Seiten.

Müller, Reinhold (2007): Mehr Durchblick bei Forderungsverkäufen: Die Folgen der US-Immobilienkrise rufen wegen der Gefahr für die Mittelstandsfinanzierung auch die bayerische Staatsregierung und die ABS-Spezialisten auf den Plan, in: Bayerische Staatszeitung, Nr. 46 vom 16.11.2007, S. 13.

Narat, Ingo (2007): „Bald kommen die Leichenfledderer“: Der Vermögensverwalter Martin Stürner erlebt die schwersten Stunden

seiner Kunden, in: Handelsblatt, Nr. 247 vom 21. bis 26.12.2007, S. 11.

Neinhaus, Andreas (2005): Für die EZB ist künftig nur noch die A-Klasse gut genug, in: Finanz und Wirtschaft, Nr. 90 vom 12.11.2005, S. 2.

o. V. (1996): Interview: „Ruhiger schlafen“: Hans Josef Kullmann über Gütesiegel und die Haftung der Unternehmen (Gütesiegel), in: Wirtschaftswoche, 50. Jg., Nr. 30, S. 34.

o. V. (2002): Das ESF: Vertretung der ABS-Interessierten (ESF), in: Börsen-Zeitung, Nr. 48 vom 09.03.2002, S. 6.

o. V. (2003): Banken starten „True Sale-Initiative“ für den Finanzplatz (Finanzplatz), in: FB, 5. Jg., Nr. 5, S. 291.

o. V. (2005): Redaktionsgespräch mit Hartmut Bechtold / Dieter Glüder: „Eine Hauptaufgabe ist die steuerliche Gleichstellung von Unternehmens- und Leasingforderungen.“ (Redaktionsgespräch), in: ZfgK, 58. Jg., Nr. 18, S. 956-961.

o. V. (2006): Frage an Karlheinz Weimar: Verbriefung am Finanzplatz Frankfurt – Stimmen die rechtlichen Rahmenbedingungen? (Verbriefung), in: ZfgK, 59. Jg., Nr. 19, S. 1022-1023.

o. V. (2006): Fragen an Hartmut Bechtold und Dieter Glüder: Wo steht die TSI - wo will sie hin? (True Sale International), in: ZfgK, 59. Jg., Nr. 19, S. 1024-1025.

o. V. (2007): Securitisation: When it goes wrong... (Securitisation), in: The Economist, Vol. 384, Issue 8547, S. 76-78.

o. V. (2008): Ratingagentur DBRS verlässt Europa (DBRS), in: FAZ, Nr. 7 vom 09.01.2008, S. 17.

OeNB (Hrsg.) (2004): Best Practice im Risikomanagement von Verbriefungen: Leitfadenreihe zum Kreditrisiko, Wien.

Ohl, Hanns-Peter (1994): Asset-Backed Securities: Ein innovatives Instrument zur Finanzierung deutscher Unternehmen, in: Schriftenreihe für Kreditwirtschaft und Finanzierung, Bd. 17, hrsg. vom Karl Friedrich Hagenmüller, Wolfram Engels und Rosemarie Kolbeck, Wiesbaden, zugl. Diss. Univ. Darmstadt, 1993.

Opera Germany (No. 1) (Hrsg.) (2006): Prospectus Dated 21.09.2006, unter: http://www.true-sale-international.de/fileadmin/pdf_de/transaktionen/operagermany1/OperaNr1_final_prospectus.pdf am 30.11.2007.

Opera Germany (No. 2) (Hrsg.) (2006): Prospectus Dated 19.12.2006, unter: http://www.ifsra.ie/data/in_mark_prosp/5165Final%20Prospectus-Opera%20Germany%20No2.pdf am 29.12.2007.

Opera Germany (No. 3) (Hrsg.) (2007): Prospectus Dated 17.04.2007, unter: http://www.ifsra.ie/data/in_mark_prosp/6170opera.pdf am 29.12.2007.

Pauly, Mark V. (1968): The Economics of Moral Hazard: Comment, in: American Economic Review, 58. Jg., Nr. 3/1, S. 531-537.

Perridon, Louis / Steiner, Manfred (2007): Finanzwirtschaft der Unternehmung, 14. Aufl., München.

- Pilcher, Simon (2003): Rating als Gütezeichen für die Glaubwürdigkeit: Gängige Kürzel zeigen die Qualität von Anleihen, in: GoingPublic, Sonderausgabe „Anleihen“, S. 8.
- Piossek, Ines / Wölfle, Peter (2007): ABS-Transaktionen, in: Investment Banking, 2. Aufl., hrsg. von Heinz J. Hockmann und Friedrich Thießen, Stuttgart 2007, S. 329-351.
- Prasad, Krishna (2006): The boom in asset securitisation, in: Asset Securitisation and Synthetic Structures: Innovations in the European Credit Markets, hrsg. von Rick Watson und Jeremy Carter, London, S. 3-10.
- PwC (Hrsg.) (2006): The Luxembourg Stock Exchange: A prime location for listing, unter: http://www.pwc.com/lu/eng/ins-sol/publ/pwc_bourse_lux.pdf am 01.12.2007.
- PwC (Hrsg.) (2007): Verbriefung in Luxemburg: Leitfaden zur Bilanzierung, Besteuerung und zu Aspekten des Aufsichtsrechts, unter: www.pwc.com/lu/eng/ins-sol/publ/pwc_securitisation_de.pdf am 28.01.2008.
- Rajendra, Ganesh (2007): European structured finance market: review of 2006 and outlook for 2007, in: Global Securitisation and Structured Finance 2007, hrsg. von Deutsche Bank, London, S. 196-201.
- RCL Securitisation (Hrsg.) (2006): Base Prospectus Dated 07.04.2006, unter: http://www.true-sale-international.de/fileadmin/pdf_de/transaktionen/rcls/20060407_Offering_Circular_RCL_Securitisation_GmbH.pdf am 30.11.2007.

- Reich, Hans W. (2005): Deutscher Verbriefungsmarkt ist den Kinderschuhen entwachsen: Für Frankfurt liegt in der Entwicklung kapitalmarktfähiger Produkte für den Mittelstand eine große Chance, in: Börsen-Zeitung, Nr. 110 vom 11.06.2005, Sonderbeilage: Finanzplatz Frankfurt, S. 5.
- Rettberg, Udo (2007): Geheimnisvolle Derivate: Experten fordern mehr Transparenz und besseres Risikomanagement bei Kombi-Produkten, in: Handelsblatt, Nr. 178 vom 14.15.16.09.2007, S. 38.
- Röchling, Arndt (2002): Loan-Backed Securities: Verbriefung von Firmenkrediten in einem Verbund von Kreditinstituten am Beispiel der deutschen Sparkassen, Lohmar, zugl. Diss. Europa-Univ. Frankfurt (Oder).
- Röder, Klaus / Sonnemann, Ulrich (2005): Asset Backed Securities: Chance ohne Risiko?, in: WiSt, 34. Jg., Nr. 6, S. 328-333.
- Rosar, Maximilian (2000): Asset-Backed Securities: Chancen und Risiken einer derivaten Finanzinnovation, Aachen, zugl. Diss. Univ. Trier 1999.
- Rother, Sandra (2006): Mittelstand-CDOs – Muntermacher für den ABS-Markt?, in: ZfgK, 59. Jg., Nr. 19, S. 1061-1064.
- Rudolph, Bernd (2005): Risikotransferinstrumente und Unternehmensfinanzierung, in: zfbf, 57. Jg., Nr. 3, S. 176-181.
- Rudolph, Bernd (2007): Kreditrisikotransfer – Abbau alter gegen den Aufbau neuer Risiken?, in: Kredit und Kapital, 40. Jg., Nr. 1, S. 1-16.

Rudolph, Bernd / Hofmann, Bernd / Schaber, Albert / Schäfer, Klaus (2007): Kreditrisikotransfer: Moderne Instrumente und Methoden, Berlin et al.

Rudolph, Bernd / Scholz, Julia (2007): Pooling und Tranching im Rahmen von ABS-Transaktionen, in: Bank-Archiv: Zeitschrift für das gesamte Bank- und Börsenwesen, 55. Jg., Nr. 7, S. 538-548.

Sandberger, Christoph (2004): Die EU-Prospektrichtlinie – „Europäischer Pass für Emittenten“, in: EWS, 15. Jg., Nr. 7, S. 297-303.

Sanio, Jochen (2008): Giftmüll im internationalen Finanzsystem – Abfuhr tut not, in: ZfgK, 61. Jg., Nr. 1, S. 16-18.

Schmeisser, Wilhelm / Leonhardt, Maik (2006): Asset-Backed-Securities-Transaktionen als Finanzierungsalternative für den deutschen Mittelstand, in: Finanzwirtschaft, Finanzdienstleistungen, empirische Wirtschaftsforschung, Bd. 3, hrsg. von Wilhelm Schmeisser, Horst Zündorf und Peter Eckstein, München und Mering.

Schmid, Ralph (2007): Urteilsbesprechung: Wirksame Abtretung von Kreditforderungen durch Kreditinstitute, in: BaFinJournal, 1. Jg., Nr. 4, S. 4-7.

Schmittat, Johannes E. (2007): Asset Backed Securities: Die Verbriefung von Handelsforderungen als Finanzalternative für den großen Mittelstand, Wiesbaden, zugl. Diss. Univ. EBS.

Schöniger, Sandra (2007): Overview of the German securitisation market, in: Global Securitisation and Structured Finance 2007, hrsg. von Deutsche Bank, London, S. 263-266.

Schwarcz, Steven L. (1993): Structured Finance: A Guide to the Principles of Asset Securitization, 2. Aufl., New York.

Schwarcz, Steven L. (1994): The Alchemy of Asset Securitization, in: Stanford Journal of Law, Business and Finance, Vol.1, S. 133-154.

Sengera, Jürgen (2002): Verbriefung – und Disintermediation, in: Die Bank, 42. Jg., Nr. 4, S. 238-242.

Sidki, Marcus (2007): Die Verbriefung von Finanzaktiva: Asset Securitisation und weitere Methoden zum Transfer von Bankenrisiken, Saarbrücken.

Siems, Silke (2007): Lehren aus der Krise: Verbriefungsmarkt Deutschland, in: Banken & Partner, 4. Jg., Nr. 5, S. 53-55.

Steevens, Carsten (2004): VW Bank belebt deutschen True-Sale-Verbriefungsmarkt: Erste ABS-Transaktion noch in diesem Jahr mit einem Volumen von 1,1 Mrd. Euro - Arrangeur ist ABN Amro - Höhere Erwartungen an 2005, in: Börsen-Zeitung, Nr. 222 vom 16.11.2004, S. 3.

Steevens, Carsten (2006): Commerzbank platziert Kredite aus: Erstmals Verbriefung über TSI-Plattform - Eurohypo plant Milliardendeal, in: Börsen-Zeitung, Nr. 128 vom 07.07.2006, S. 3.

- Steurer, Stefan (2006): Neue Regularien begünstigen Asset Backed Securities: Rückenwind für ABS, in: Die Bank, 46. Jg., Nr. 9, S. 36-39.
- Stiller, Dirk (2004): Asset-Backed-Securities und das Bankgeheimnis, in: ZIP, 25. Jg., Nr. 43, S. 2027-2032.
- Strohmann, Torsten (2006): Transparenz am Pfandbriefmarkt – Anmerkungen aus Investorenperspektive, in: Der Pfandbrief 2006, hrsg. vom vdp, Berlin, S. 32-41.
- Tolkmitt, Volker (2007): Neue Bankbetriebslehre: Basiswissen zu Finanzprodukten und Finanzdienstleistungen, 2. Aufl., Wiesbaden.
- Tollmann, Claus (2005): Die Bedeutung des neuen Refinanzierungsregisters für Asset Backed Securities, in: ZHR, Bd. 169., S. 594-624.
- Trautwein, Nico / Bechtold, Hartmut (2005): True-Sale-Verbriefungen werden für Banken immer attraktiver: TSI-Modell bietet viele Vorteile - Motive, Asset-Klassen und Strukturen haben sich deutlich verändert, in: Börsen-Zeitung, Nr. 40 vom 26.02.2005, S. 3.
- TS Co.mit One (Hrsg.) (2006): Prospectus Dated 26.07.2006, unter: http://www.true-sale-international.de/fileadmin/pdf_de/transaktionen/tscoone/oc_TSCoOneGmbH.pdf am 30.11.2007.
- TSI (Hrsg.) (2005a): Allgemeine Zertifizierungsbedingungen der True Sale International GmbH: 10/2005, unter: http://www.tsi-gmbh.de/fileadmin/pdf_de/standards_und_anforderungen/4_Allgem

eine_Zertifizierungsbedingungen_und_AGB_der_TSI__10-2005_.pdf am 19.11.2007.

TSI (Hrsg.) (2005b): Antrag auf Zertifizierung, unter: http://www.true-sale-international.de/fileadmin/pdf_de/standards_und_anforderungen/3_Antrag_auf_Zertifizierung.pdf am 16.12.2007.

TSI (Hrsg.) (2005c): Suggested Standardised Table of Contents: Vorgeschlagener Aufbau des Informations-Memorandums (Prospektaufbau), unter: http://www.true-sale-international.de/fileadmin/pdf_de/standards_und_anforderungen/5_Aufbau_Information_Memorandum__Offering_Circular_.pdf am 21.11.2007.

TSI (Hrsg.) (2007a): ABS in Deutschland – Die Brücke zum Kapitalmarkt, Frankfurt am Main.

TSI (Hrsg.) (2007b): Der Verbriefungsmarkt im Überblick, TSI Special Training vom 26.11.2007, Oberursel.

TSI (Hrsg.) (2007c): Grundlegende ABS/MBS Strukturen, TSI Special Training vom 26.11.2007, Oberursel.

TSI (Hrsg.) (2007d): Market Maker Agreement 09/2007, unter: http://www.true-sale-international.de/fileadmin/pdf_de/standards_und_anforderungen/7_Market_Making_Agreement__Englisch_.pdf am 02.12.2007.

TSI (Hrsg.) (2007e): Zweckgesellschaften, TSI Special Training vom 26.11.2007, Oberursel.

- Walter, Tanja (2004): Umsatzsteuer und Asset Backed Securitisation - Auswirkungen der Factoring-Rechtsprechung des EuGH in: BB, 59. Jg., Nr. 3, S. 136-139.
- Wang, Shengzhe (2006): True Sale Securitization: Germany and China, Saarbrücken.
- Watrin, Christoph / Struffert, Ralf (2007): Verbesserung der Berichterstattung über den Transfer von Kreditrisiken – Vorschlag eines Kreditrisikospiegels, in: FB, 9. Jg., Nr. 1, S. 29-41.
- Weaver, Karen / Whitten, Stephanie / Xu, Eugene (2000): Overview of ABS Portfolio Management, in: Investing in Asset-Backed Securities, hrsg. von Frank J. Fabozzi, New Hope, S. 1-15.
- Weber, Petra (1997): Internationalisierungsstrategien mittelständischer Unternehmen, Wiesbaden, zugl. Diss. Univ. Bayreuth, 1996.
- Weber, Thorsten (2006): True Sale und synthetischer Risikotransfer für Performing- und Non-Performing-Loans, in: Diskussionsbeiträge zur Bankbetriebslehre, Bd. 27, hrsg. von Thomas Heidorn, Heinz Cremers und Jürgen Moormann, Frankfurt am Main.
- Weimar, Karlheinz (2007): Rahmenbedingungen für Verbriefungen in Deutschland aus Sicht der Politik, in: ZfgK, 60. Jg., Nr. 17, S. 896-898.
- Wilco 2007-1 (Hrsg.) (2007a): On-Going Reporting on Reference Portfolio: Reporting Date: 15.05.2007, unter: http://www.true-sale-international.de/fileadmin/pdf_de/transaktionen/wilco/2007_05_Wilco_2007_Investor_Report_Final.pdf am 12.01.2008.

Wilco 2007-1 (Hrsg.) (2007b): Prospectus Dated 01.02.2007, unter:
http://www.true-sale-international.de/fileadmin/pdf_de/transaktionen/wilco/WILCO_OC.pdf
am 30.11.2007.

Wittkowski, Bernd (2007): Die Subprime-Krise und ihre Folgen – Worte
des Jahres, in: Börsen-Zeitung, Nr. 249 vom 29.12.2007, S. 39.

Wulfken, Jörg (2007): Gastbeitrag: Kreditverkäufe durch Banken sind
rechtmäßig, in: Börsen-Zeitung, Nr. 212 vom 03.11.2007, S. 5.

Zeising, Michael (2007): Asset Backed Securities (ABS) - Grundlagen und
neuere Entwicklungen, in: BKR, 7. Jg., Nr. 8, S. 311-318.

Gesprächsverzeichnis

Bechtold, Hartmut, Geschäftsführer der TSI, Frankfurt am Main, 06.12.2007, Zertifizierung von Verbriefungstransaktionen.⁵⁷⁰
[Gespräch mit Herrn Bechtold am 06.12.2007, Frage Nr.]

Schemann-Teuber, Dagmar, Geschäftsführerin der ABS+MBS Consulting Schemann-Teuber GmbH, Oberursel, 26.11.2007, Verbriefungsmarkt.⁵⁷¹
[Gespräch mit Frau Schemann-Teuber am 26.11.2007, Frage Nr.]

Schemann-Teuber, Dagmar, Geschäftsführerin der ABS+MBS Consulting Schemann-Teuber GmbH, Oberursel, 20.01.2008, Zertifizierung.⁵⁷²
[Schemann-Teuber (2008), Anhang 12.]

Uhrmacher, Mario, Prokurist der TSI, Frankfurt am Main, 13.02.2008, Zertifizierung von Verbriefungstransaktionen.⁵⁷³
[Uhrmacher (2008), Anhang 13.]

⁵⁷⁰ Das Interview liegt der Diplomarbeit als mp3-Datei bei. Eine Auflistung der Fragen findet sich in Anhang 11.

⁵⁷¹ Das vollständige Interview liegt der Diplomarbeit als Worddatei bei.

⁵⁷² Das vollständige Interview liegt der Diplomarbeit als Worddatei bei. Verwendete Fragen finden sich in Anhang 12.

⁵⁷³ Das vollständige Interview liegt der Diplomarbeit als Worddatei bei. Verwendete Fragen finden sich in Anhang 13.

Webseitenverzeichnis

BaFin (Hrsg.) (2005): Rundschreiben 6/2005, unter:
http://www.bafin.de/cln_006/nn_722552/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Service/Rundschreiben/2005/rs__0506__va.html?__nnn=true am 11.02.2007.

BaFin (Hrsg.) (1997): Frage zum Rundschreiben 4/97 und der Eigenschaft als Datentreuhänder, unter:
http://www.bafin.de/cln_006/nn_722552/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Service/Auslegungsentscheidungen/Bankenaufsicht/ae__071214__datentreu.html?__nnn=true am 30.12.2007.

BaFin (Hrsg.) (2008): Hinterlegte Verkaufsprospekte für Vermögensanlagen, Verkaufsprospekte und Wertpapier-Prospekte, unter:
<http://ww2.bafin.de/database/VPInfo/start.do?bereich=3> am 11.02.2008.

Citi (Hrsg.) (2007): Global Locations, unter:
<http://www.citigroup.com/citigroup/global/deu.htm> am 31.10.2007.

DPMA (Hrsg.) (2008): Markenregister – Aktenzeichen 30439011.9, unter:
<https://dpinfo.dpma.de/protect/mar.html> am 12.01.2008.⁵⁷⁴

ESF (Hrsg.) (2007): Mitgliedschaft und Mitgliedsbeiträge, unter:
<http://www.europeansecuritisation.com/membersGr.shtml> am 28.12.2007.

⁵⁷⁴ Die Angabe eines Hyperlink, der direkt zur gewünschten Seite führt, ist nicht möglich. Bitte geben Sie im Menüfeld Aktenzeichen oben genanntes Aktenzeichen als Suchkriterium ein. Evtl. muss der Hyperlink manuell in den Browser kopiert werden.

EZB (Hrsg.) (2008a): Beschlüsse des EZB-Rats (Ohne Zinsbeschlüsse: Oktober 2007), unter:

<http://www.ecb.int/press/govcdec/otherdec/2007/html/gc071026.de.html> am 28.01.2008.

EZB (Hrsg.) (2008b c): ECAF – Rating Scale, unter:

<http://www.ecb.int/paym/coll/elisss/ratingscale/html/index.en.html> am 01.02.2008.

EZB (Hrsg.) (2008c d): Eligibility criteria and assessment – Marketable assets, unter:

<http://www.ecb.int/paym/coll/standards/marketable/html/index.en.html> am 01.02.2008.

EZB (Hrsg.) (2008d b): Perform queries on the Eligible Assets data unter:

https://mfi-assets.ecb.int/query_EA.htm am 13.01.2008.⁵⁷⁵

Frankfurt (Hrsg.) (2004a): Stiftung Kapitalmarktforschung für den Finanzstandort Deutschland, unter:

[http://www.frankfurt.de/sixcms/detail.php?id=771547&_ffmpar\[_id_inhalt\]=1836305](http://www.frankfurt.de/sixcms/detail.php?id=771547&_ffmpar[_id_inhalt]=1836305) am 25.12.2007.

Frankfurt (Hrsg.) (2004b): Stiftung Kapitalmarktrecht für den Finanzstandort Deutschland, unter:

[http://www.frankfurt.de/sixcms/detail.php?id=771547&_ffmpar\[_id_inhalt\]=1836310](http://www.frankfurt.de/sixcms/detail.php?id=771547&_ffmpar[_id_inhalt]=1836310) am 25.12.2007.

⁵⁷⁵ Die Angabe eines Hyperlink, der direkt zur gewünschten Seite führt, ist nicht möglich. Die angegebenen Transaktionen können durch Eingabe der ISIN aus Tab. 7 gefunden werden. Evtl. muss der Hyperlink manuell in den Browser kopiert werden.

Franfurt (Hrsg.) (2004c): Stiftung Unternehmensfinanzierung und Kapitalmärkte für den Finanzstandort Deutschland, unter:

[http://www.frankfurt.de/sixcms/detail.php?id=771547&_ffmpar\[_id_inhalt\]=1836317](http://www.frankfurt.de/sixcms/detail.php?id=771547&_ffmpar[_id_inhalt]=1836317) am 25.12.2007.

IfM (Hrsg.) (2008): Definition des Mittelstands in Deutschland, unter:

http://www.ifm-bonn.de/dienste/definition_des_mittelstands.htm am 28.01.2008.

IFSRA (Hrsg.) (2008a): Securities Markets Regulation – Introduction, unter:

http://www.financialregulator.ie/frame_main.asp?pg=%2Findustry%2Fin%5Fur%5Frecs%2Easp&nv=%2Findustry%2Fin_nav.asp am 03.01.2008.⁵⁷⁶

IFSRA (Hrsg.) (2008b): Securities Markets Regulation – Prospectus Directive - Approved Prospectuses, unter:

http://www.financialregulator.ie/frame_main.asp?pg=%2Findustry%2Fin%5Fur%5Frecs%2Easp&nv=%2Findustry%2Fin_nav.asp am 04.01.2008.⁵⁷⁷

Lambie, Christian (2007): ECB eligible collateral and ABS, unter:

<http://www.allenoverly.com/AOWEB/AreasOfExpertise/Editorial.aspx?contentTypeID=1&contentSubTypeID=7944&itemID=40077&aofelD=304&prefLangID=410> am 28.12.2007.

⁵⁷⁶ Die Angabe eines Hyperlink, der direkt zur gewünschten Seite führt, ist nicht möglich. Bitte folgen Sie den im Titel beschriebenen Menüpunkten: Securities Markets Regulation – Introduction.

⁵⁷⁷ Die Angabe eines Hyperlink, der direkt zur gewünschten Seite führt, ist nicht möglich. Bitte folgen Sie den im Titel beschriebenen Menüpunkten: Securities Markets Regulation – Prospectus Directive - Approved Prospectuses.

LSE (Hrsg.) (2008): Consultation – Security search, unter:
<http://www.bourse.lu/Accueil.jsp> am 04.01.2008.⁵⁷⁸

Markit (Hrsg.) (2008): market – iBoxx ABS – iBoxx EUR ABS 50 Series --
iBoxx EUR ABS 50 Series 2007-04, unter: <http://www.indexco.com/>
am 14.01.2008.⁵⁷⁹

Marshall, Ellen (2005): SEC Adopts New Regulation AB and Reporting
Rules for Asset-Backed Securities, unter:
<http://www.manatt.com/KnowledgeCenter.aspx?id=139&folder=84>,
am 04.01.2008.

SEC (Hrsg.) (2008): Form 8-K, unter:
<http://www.sec.gov/answers/form8k.htm> am 12.01.2008.

TSI (Hrsg.) (2008a): Gesellschaft – Organe der True Sale International
GmbH, unter: <http://www.true-sale-international.de/index.php?id=276> am 21.01.2008.

TSI (Hrsg.) (2008b): Transaktionen – Offering Circular, unter:
<http://www.true-sale-international.de/index.php?id=302> am
22.01.2008.⁵⁸⁰

⁵⁷⁸ Die Angabe eines Hyperlink, der direkt zur gewünschten Seite führt, ist nicht möglich. Bitte folgen Sie den im Titel beschriebenen Menüpunkten: Consultation - Security search. Darüber hinaus ist eine kostenfreie Registrierung notwendig, um auf Prospekte der bei der LSE gelisteten Transaktionen zugreifen zu können.

⁵⁷⁹ Die Angabe eines Hyperlink, der direkt zur gewünschten Seite führt, ist nicht möglich. Darüber hinaus ist eine kostenfreie Registrierung notwendig, um auf die Indexzusammenstellung zugreifen zu können. Bitte folgen Sie der im Titel beschriebenen Menüpunkte: iBoxx ABS – iBoxx EUR ABS 50 Series.

⁵⁸⁰ Der Hyperlink findet sich unter der jeweiligen Transaktion.

TSI (Hrsg.) (2008c): True Sale International – aktuelle Pressemeldungen, unter: <http://www.true-sale-international.de/index.php?id=1> am 17.01.2008.

TSI (Hrsg.) (2008d): TSI-Verbriefungsplattform, unter: <http://www.true-sale-international.de/index.php?id=15> am 22.01.2008.

TSI (Hrsg.) (2008e): Zertifizierung von Transaktionen – Reportingempfehlungen, unter: <http://www.true-sale-international.de/index.php?id=382> am 08.01.2008.

TSI (Hrsg.) (2008f): Zertifizierung von Transaktionen, unter: <http://www.true-sale-international.de/index.php?id=353> am 22.01.2008.

TSI Services (Hrsg.) (2007): Der Weg zum deutschen SPV, unter: <http://www.tsi-services.de> am 23.12.2007.

**Verzeichnis der Gesetze, Rechtsverordnungen, Rechtssprechung
und Verwaltungsanweisungen**

Börsengesetz (BörsG) vom 16.08.2005, Stand 16.07.2007.

Bürgerliches Gesetzbuch (BGB) vom 18.08.1896, Stand 21.12.2007.

Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung (GmbH-
Gesetz – GmbHG) vom 20.04.1892, Stand 19.04.2007.

Gesetz über das Kreditwesen (Kreditwesengesetz – KWG) vom
10.07.1961, Stand 16.07.2007.

Gesetz über die Erstellung, Billigung und Veröffentlichung des Prospekts,
der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei der
Zulassung von Wertpapieren zum Handel an einem organisierten
Markt zu veröffentlichen ist (Wertpapierprospektgesetz – WpPG)
vom 22.06.2005, Stand 05.01.2007.

Gewerbesteuer-Durchführungsverordnung (GewStDV) vom 24.03.1956,
Stand 14.08.2007.

Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom
04.11.2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot
von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu
veröffentlichen ist, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG
(EU-Prospektrichtlinie).

Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom
21.04.2004: Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente, zur
Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates
und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und

des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates (MiFiD).

Pfandbriefgesetz (PfandBG) vom 22.05.2005, Stand 16.06.2007.

SEC (Hrsg.) (2005): Asset-backed Securities; Final Rule, in: Federal Register, Vol. 70, No. 5, S. 1505-1631.

Verordnung (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29.04.2004 zur Umsetzung der Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die in Prospekten enthaltenen Angaben sowie die Aufmachung, die Aufnahme von Angaben in Form eines Verweises und die Veröffentlichung solcher Prospekte sowie die Verbreitung von Werbung.

Verordnung über die angemessene Eigenmittelausstattung von Instituten, Institutsgruppen und Finanzholding-Gruppen (Solvabilitätsverordnung – SolvV) vom 14.12.2006, Stand 21.12.2007.

Verordnung über die Zulassung von Wertpapieren zum regulierten Markt einer Wertpapierbörse (Börsenzulassungs-Verordnung – BörsZulV) vom 09.11.1998, Stand 16.07.2007.