

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis	IX
Abbildungsverzeichnis	XV
Tabellenverzeichnis	XIX
Abkürzungsverzeichnis	XXI
0 Einleitung	1
01 Entstehung des Trends zur Credit Securitization.....	1
011 Ökonomische und institutionelle Ursachen.....	5
012 Securitization als Finanzmarktinnovation	13
02 Aufbau der Arbeit	18
1 Charakteristika und Gestaltung von Asset-Backed Finanzierungen	21
11 Entstehung von Asset-Backed Securities in den USA	23
12 Aufbau der Zweckgesellschaft	32
121 Aufgaben und Anforderungen an die Zweckgesellschaft.....	32
1211 Voruntersuchung und Beurteilung der Assets durch den Arrangeur.....	33
1212 Forderungserwerb durch die Zweckgesellschaft	36
1213 Verwaltung der Zweckgesellschaft durch Treuhänder und Service-Agenten	42
122 Zahlungsstrommanagement (Cash Flow Management).....	47
1221 Direkte Weiterleitung der Zahlungseingänge (Pass-Through).....	47
1222 Zeitliche Umstrukturierung der Zahlungsströme (Pay-Through).....	52
1223 Technische Abwicklung	56
123 Rechtliche Ausgestaltung der Zweckgesellschaft.....	61
1231 Fondszertifikatskonzept (Grantor Trust).....	62
1232 Anleihekonzert (Limited Corporation)	70
1233 Alternative Konzepte.....	73
1234 Das Zweckgesellschaft als Kreditinstitut i.S. des § 1 Abs. 1 KWG.....	74
124 Ausgestaltung der Wertpapiere.....	83

1241	Schuldscheine.....	83
1242	Inhaber- oder Orderschuldverschreibungen.....	84
13	Besicherungsformen (Credit Enhancement).....	85
131	Besicherung aus der Cash Flow-Struktur der Transaktion.....	88
1311	Wirtschaftliche Übersicherung (Overcollateralization).....	88
1312	Subordination.....	89
1313	Reservefonds (Spread Account).....	92
132	Besicherung durch Garantien des Forderungsveräußerers oder einer verbundenen Gesellschaft.....	94
1321	Beschränkte Rückkaufzusagen (Recourse, Limited Guaranty).....	95
1322	Patronatserklärung (Letter of Comfort).....	97
133	Besicherung durch Erklärungen außenstehender Dritter.....	98
1331	Akkreditiv (Standby Letter of Credit).....	99
1332	Bürgschaften und Finanzgarantien (Surety Bonds).....	104
1333	Haftpflichtversicherungen (Pool Insurance).....	108
1334	Verpfändete Geldeinlagen und Kreditlinien (Cash Collateral Accounts und Standby Comittments).....	109
14	Entwicklung des Emissionsvolumens in den USA und Europa.....	113
141	Entwicklung des Asset-Backed Marktes in den USA.....	114
142	Entwicklung des Asset-Backed Marktes in Europa.....	121
2	Analyse und Bewertung des Forderungsportfolios.....	127
21	Determinanten der Eignung zur Verbriefung.....	129
211	Qualitative Determinanten.....	130
212	Quantitative Determinanten.....	132
213	Geeignete Forderungsarten.....	137
2131	Forderungen aus Konsumentenkrediten.....	140
2132	Forderungen aus Kreditkartengeschäften.....	146
2133	Forderungen aus Leasingvereinbarungen.....	150
2134	Forderungen aus Lieferungen und Leistungen.....	153
2135	Forderungen aus Lizenz- und Franchise-geschäften.....	157
2136	Forderungen aus hochverzinslichen Anleihen.....	158
22	Bestimmung der Verzugs- und Ausfallraten.....	162
221	Einfluß der Forderungsqualität.....	163
222	Ausnutzung des Risikoreduktionseffektes durch Streuung.....	168
23	Prognose des Pool-Cash Flows.....	173
231	Cash Flow aus zinstragenden Forderungen.....	173

232	Cash Flow aus nicht-zinstragenden Forderungen	178
233	Berücksichtigung vorzeitiger Kredittilgungen	179
24	Bewertung durch Credit Rating	191
241	Inhalt und Funktion des Credit Rating	192
242	Elemente des Credit Rating	196
2421	Institutionen	197
2422	Objekte	198
2423	Symbole und Definitionen	200
243	Vorgehensweise beim Rating von Asset-Backed Transaktionen	204
2431	Werthaltigkeit und Ertragskraft des Forderungspools	219
2432	Analyse der Sicherungsformen	215
2433	Rechtliche und steuerliche Analyse	219
2434	Abschätzung der Bonität der Beteiligten	225
244	Prozeß der Entscheidungsfindung	228
3	Vor- und Nachteile aus Sicht des Originators	230
31	Finanzierungsziele im Zielsystem einer Unternehmung	230
32	Erschließung neuer Refinanzierungsquellen	233
321	Diversifikation der Refinanzierungslinien	234
322	Inanspruchnahme neuer Investorenkreise	238
33	Gestaltungsmöglichkeiten der Unternehmens- und Finanz-struktur	240
331	Beeinflussung der Unternehmenskennzahlen	240
3311	Auswirkungen auf die Vermögens- und Kapitalstruktur	241
3312	Auswirkungen auf die Umschlagskennzahlen	246
3313	Auswirkungen auf die Liquidität und das Cash Management	246
3314	Auswirkungen auf die Rentabilität	250
332	Übertragung und Reduzierung bilanzieller Risiken	252
3321	Steuerung des Zinsänderungsrisikos	253
3322	Festschreibung der Forderungsausfallrisiken	255
3323	Reduzierung des Refinanzierungsrisikos	257
333	Qualitative Aspekte	258
3331	Auswirkungen auf die Verschuldungs- und Umschuldungsfähigkeit	258
3332	Flexibilität	260
3332	Standing	261
3333	Unabhängigkeit	262
34	Kosten und Kostenvorteile einer Asset-Backed Finanzierung	264

341 Emissionskosten	265
3411 Einmalige Fremdleistungskosten	265
3412 Laufende Fremdleistungskosten	268
342 Zusammenhang zwischen Nutzungskosten und Rating	272
343 Berücksichtigung der Eigenkapitalkosten	276
35 Steuerliche Aspekte der Rechtsbeziehung zwischen	
Forderungsverkäufer und Zweckgesellschaft	286
351 Steuerliche Auswirkungen der Forderungsabtretung	287
352 Standort der Zweckgesellschaft unter steuerlichen Gesichtspunkten	292
353 Steuerliche Konsequenzen aus dem Geschäftsbesorgungsvertrag	399
354 Steuerliche Behandlung der Anteilseigner der Zweckgesellschaft	302
36 Fallbeispiele für Asset-Backed Transaktionen deutscher Unternehmen	304
361 CARS - BMWCC 1988 A-1 und A-2 Grantor Trust	305
362 CARDS - Spiegel Charge Account Trust No. 2	312
363 CLEOS - VW Lease Finance Corp.	317
364 Asset-Backed Commercial Paper	318
3641 European Securitization Company (ESC)	319
3642 Rhein-Main Securitization Ltd.	323
365 Verbriefung eines Bestandes von Ratenkrediten der KKB Bank AG	326
4 Risikoanalyse aus der Sicht des Investors	331
41 Rentabilitätsgesichtspunkte	334
411 Barwertbetrachtung	334
412 Effektivverzinsungsbetrachtung	338
42 Risikoorientierte Betrachtung	340
421 Duration	340
422 Konvexität	345
43 Bonitätsrisikoorientierte Analyse	348
431 Einfluß der Assets und der Besicherungsstruktur	348
4311 Erfahrungen mit Drittbesicherungsstrukturen	352
4312 Erfahrungen mit Subordinationsstrukturen	353
4313 Erfahrungen mit Cash Collateral Accounts	354
432 Einfluß des Ratings	354
44 Cash Flow-Charakteristika	359
441 Kuponcharakteristik	360
442 Amortisationscharakteristik	361
443 Preischarakteristik	366

4431 Historische Renditeperformance des amerikanischen Asset-Backed Marktes	366
4432 Entwicklung der Sekundärmarktpreise.....	368
45 Ansätze zum Portfolio- und Risikomanagement mit dem LABS SM -Index	372
451 Aufbau des Index	372
452 Anwendungsmöglichkeiten im Rahmen des Portfoliomanagements	375
5 Zusammenfassung und Ausblick	378
51 Zusammenfassung	378
52 Ausblick.....	384
Literaturverzeichnis	389
Stichwortverzeichnis	435

Abbildungsverzeichnis

Abb. 0-1: Desintermediation durch Umgehung der Banken.....	3
Abb. 0-2: Prozentuale Aufteilung des Marktes für neu zugesagte mittel- und langfristige internationale Finanzierungen.	4
Abb. 0-3: Entwicklung der Neuausleihungen am Euro-Geld- und Kapitalmarkt von 1973-1991.....	5
Abb. 0-4: Gründe für den Verbriefungstrend.....	12
Abb. 1-1: Strukturskizze einer Asset-Backed Transaktion.....	22
Abb. 1-2: Gliederung des US-amerikanischen Bankensystems.....	24
Abb. 1-3: Aufgaben der Zweckgesellschaft.....	33
Abb. 1-4: Cash Out-Flow einer Pass-Through-Struktur.....	48
Abb. 1-5: Entwicklung des Pool Factors über die Zeit.....	49
Abb. 1-6: Verteilung des Restschuldverlaufes unterschiedlicher Tranchen über die Zeit in Tsd. US-\$.	50
Abb. 1-7: Zeitliche Entwicklung der Zahlungsströme (Zinsen und Tilgungen) in US-\$.	51
Abb. 1-8: Cash Out-Flow einer Pay-Through-Ratenanleihe.....	53
Abb. 1-9: Entwicklung eines Forderungspools innerhalb einer Controlled Amortization Structure.....	55
Abb. 1-10: Tägliche Abrechnungsfunktionen einer Asset-Backed Transaktion.....	59
Abb. 1-11: Monatliche Abrechnungsfunktionen einer Asset-Backed Transaktion.....	60
Abb. 1-12: Asset-Backed Struktur nach dem Fondszertifikatskonzept.....	64
Abb. 1-13: Asset-Backed Struktur nach dem Anleihekonzep.....	71
Abb. 1-14: Entwicklung der Präferenzen für Besicherungsformen gemessen am Gesamtmarkt öffentlich emittierter Asset-Backed Securities von 1985 bis 1992.....	111
Abb. 1-15: Entwicklung des amerikanischen Marktes für Asset-Backed Emissionen von 1985-1992.....	114
Abb. 1-16: Asset-Backed Emissionsvolumen vs. öffentlich plazierte Unternehmensanleihen vs. Aktien.....	116
Abb. 1-17: S-Kurvenverlauf der Finanzinnovationen.....	116
Abb. 1-18: Prozentuale Aufteilung der öffentlich emittierten Transaktionen nach Branchen.....	117
Abb. 1-19: Prozentuale Aufteilung nach Einzelemittenten (1985 -1992).....	118

Abb. 1-20: Schätzungen europäischer, öffentlich und privat platzierter Asset-Backed Emissionen (ohne Mortgage-Backed Emissionen und ohne Euromarkt-Emissionen).....	121
Abb. 1-21: Verteilung der Marktanteile am europäischen Asset-Backed Neuemissionsmarkt 1986-1991.....	123
Abb. 2-1: Punktekurve der erwarteten Tilgungszahlungen im Verhältnis zu ursprünglichen Tilgungssumme.....	128
Abb. 2-2: Auswirkungen eines inkonsistenten Cash In-Flows im Vergleich zu einem konstanten Cash In-Flow.....	134
Abb. 2-3: Marktanteile in der Autokreditfinanzierung.....	144
Abb. 2-4: Beispielhafter Verlauf der Brutto- und Nettoausfälle im Rahmen der Nissan 1986-B1 Grantor Trust-Transaktion.....	165
Abb. 2-5: Verlauf der kumulativen Nettoausfallrate im Rahmen der Nissan 1986-B1 Grantor Trust-Transaktion.....	166
Abb. 2-6: Beispielhafter Verlauf der Verzugsraten (30, 60 und 90 Tage überfällig) eines Musterpools bestehend aus Konsumentenkrediten.....	166
Abb. 2-7: Beispielhafter Verlauf der Verzugsraten (90, 120 und 150 Tage überfällig) eines Muster-pools bestehend aus Konsumentenkrediten.....	167
Abb. 2-8: Risikoreduktion durch Diversifikation nach Markowitz.....	172
Abb. 2-9: Cash In-Flow einer Ratentilgung.....	174
Abb. 2-10: Cash In-Flow einer gesamtfälligen Tilgung.....	175
Abb. 2-11: Cash In-Flow einer Annuitätentilgung.....	176
Abb. 2-12: Cash Flow eines Pools nicht-zinstragender Forderungen.....	179
Abb. 2-13: Berücksichtigung einer ABS-Rate von 1,5% im Cash In-Flow einer linearen Ratentilgung.....	183
Abb. 2-14: Berücksichtigung einer CPR-Rate von 1,5% im Cash In-Flow einer Ratentilgung.....	185
Abb. 2-15: Entwicklungsvergleich des Restschuldbestandes unter Verwendung der ABS-Rate und der CPR-Rate.....	186
Abb. 2-16: Die Auswirkungen unterschiedlich hoher CPR-Raten auf die Laufzeit des Kreditpools.....	188
Abb. 2-17: Beispielhafter Aufbau eines Simulationsprogramms zur Evaluierung des Cash In-Flows.....	190
Abb. 2-18: Unterscheidung nach Ratingobjekten.....	199
Abb. 2-19: Differenzierung der Ratingskalen.....	202
Abb. 2-20: Interdependenzen zwischen kurz- und langfristigem Rating.....	203
Abb. 2-21: Verfahrensablauf zur Erstellung des Ratings.....	205

Abb. 2-22: Verdichtungsprozeß zur Ratingentscheidung.....	207
Abb. 3-1: Diversifikation der Refinanzierung.....	236
Abb. 3-2: Effekt der Bilanzverkürzung durch Verkauf der Forderungen und Rückführung der Verbindlichkeiten.....	242
Abb. 3-3: Begrenzung des Zinsänderungsrisikos.....	254
Abb. 3-4: "Unbundling" und Verteilung des Forderungsausfallrisikos.....	255
Abb. 3-5: Zusammenhang zwischen Rating und Rendite (Stand 7.11.1990).....	273
Abb. 3-6: Durchschnittsrenditeverlauf des Eurodollar bond index-composite nach Ratingklassen.....	274
Abb. 3-7: Prämie von AAA-Asset-Backed Emissionen über den Konditionen konventioneller AAA-Unternehmensanleihen im Juli 1992.....	275
Abb. 3-8: Verbesserung der Eigenkapitalrentabilität durch off-balance-Finanzierung..	284
Abb. 3-9: Struktur der BMWCC 1988 A-1 und A-2 Grantor Trust Transaktion.....	307
Abb. 3-10: Cash Flow des SPIEGEL CHARGE ACCOUNT TRUST NO. 2.....	314
Abb. 3-11: Struktur der SPIEGEL CHARGE ACCOUNT TRUST NO. 2- Transaktion.....	315
Abb. 3-12: Vereinfachte Darstellung der VW LEASE FINANCE CORP.- Transaktion.....	318
Abb. 3-13: ESC Refinanzierungs-Struktur.....	320
Abb. 3-14: ESC-Programmstruktur unter Berücksichtigung der Originatoren.....	322
Abb. 3-15: Struktur der RHEIN-MAIN SECURITISATION LTD.....	324
Abb. 3-16: Struktur des CONSUMER LOAN FINANCE NO. 1 Schuldscheindarlehen.....	327
Abb. 4-1: Hypothetischer Wertverlauf einer Kuponanleihe bei Eintreten von Zinsänderungen.....	341
Abb. 4-2: Lineare Duration und Konvexität mit Berechnungsfehler.....	345
Abb. 4-3: Auswirkungen positiver und negativer Konvexität auf die Kursentwicklung.....	346
Abb. 4-4: Konvexität verschiedener Asset-Backed Instrumente.....	347
Abb. 4-5: Nettoausfallratenentwicklung und Besicherung.....	349
Abb. 4-6: Verteilung der Ratingkategorien auf die Asset-Backed Emissionen (Stand August 1992).....	355
Abb. 4-7: Ratingspezifische historische prozentuale Ausfallraten einjähriger Anleihen von 1970-1991.....	356
Abb. 4-8: Durchschnittliche kumulative Ausfallraten zwischen 1 und 20 Jahren Laufzeit.....	357
Abb. 4-9: Durchschnittliche 5-jahres Ausfallraten mit Standardabweichung.....	358

Abb. 4-10: Historische Renditeperformance des amerikanischen Asset-Backed Marktes.....	367
Abb. 5-1: Das traditionelle System der Kreditvergabe im Vergleich zum modernen System der Kreditverbriefung	379

Tabellenverzeichnis

Tab. 1-1: Garantiefumfang für ein AAA-Rating in Abhängigkeit von der Forderungsart.....	99
Tab. 1-2: Spread in Abhängigkeit von der Besicherungsform.....	104
Tab. 1-3: Charakteristiken und Kosten der einzelnen Besicherungsstrukturen (Stand Ende 1992).....	113
Tab. 1-4: Entwicklung des Emissionsvolumens nach Assetarten (Gesamtsumme 205,9 Mrd. US-\$).....	115
Tab. 1-5: Durchschnittliches Volumen einer Asset-Backed Tranche (1985-1992).....	119
Tab. 1-6: Durchschnittliche Laufzeit einer Asset-Backed Tranche (1990-1992).....	119
Tab. 1-7: Rangfolge der Lead Underwriter (Arrangeur) und ihr prozentualer Anteil am Gesamtneuemissionsvolumen 1985-1992.....	120
Tab. 1-8: Entwicklung des europäischen Marktes für Asset-Backed Neuemission (in Mio. US-\$).....	122
Tab. 2-1: Interessensphäre der einzelnen Beteiligten an der Portfolioanalyse.....	127
Tab. 2-2: Beispiele bislang verbriefter Assetarten in den USA.....	139
Tab. 2-3: Potentiell zur Verbriefung geeignete Forderungsarten und ihr Zahlungsstrom.....	140
Tab. 2-4: Die Absatzfinanzierungsinstitute der Automobilhersteller in Deutschland.....	143
Tab. 2-5: Fahrzeugsicherstellungen, Restanten und Ausfallraten der Autokredit-Musterbank 1987-1991.....	145
Tab. 2-6: Kategorisierung eines Pools, bestehend aus Forderungen aus Lieferungen und Leistungen.....	154
Tab. 2-7: Mindest-Ausfalldeckung einer CBO-Transaktion.....	160
Tab. 3-1: Forderungsabtretung in Höhe von 100 Einheiten und Auswirkung der Verwendung der liquiden Mittel auf die Anlagenintensität.....	245
Tab. 3-2: Zusammenstellung der einmaligen und laufenden Fremdleistungskosten.....	271
Tab. 3-3: Serienzusammensetzung der BMWCC 1988 A-1 und A-2 Grantor Trust-Struktur.....	307
Tab. 3-4: Verteilung der Sollzinsen auf die Forderungen.....	309
Tab. 3-5: Historische Restanten, Fahrzeugsicherstellungen und Kreditausfälle der BMW Credit Corp.....	310
Tab. 3-6: Statistik der ESC-Pools (31.1.1992).....	322
Tab. 4-1: Investorkategorien in ausgewählten Transaktionen des Jahres 1991.....	332
Tab. 4-2: Barwertvergleich verschiedener Tilgungsmodi.....	337

Tab. 4-3: Auswirkungen der Tilgungsmodi auf die Macaulay Duration	344
Tab. 4-4: Ausweis der Sicherheitsmargenentwicklung im Rahmen der First Chicago Master Trust II 1990-A	350
Tab. 4-5: Durchschnittliche Nettoausfallraten verschiedener Assets	350
Tab. 4-6: Annualisierte Investment Returns des Jahres 1992	361
Tab. 4-7: Sensibilität der Handelsspanne bei UK MBS	369
Tab. 4-8: Kriterien für die Einbeziehung in den Goldman Sachs LABS-Index	373
Tab. 4-9: Bestandsaufnahme des LABS-Index am 10.6.1991	374