

## **Sprengnetter, J.: Asset Backed Securities**

Auszug aus „Praxisorientierte Studienform,,; Universität Trier 2004, Fachbereich IV (Wirtschafts- und Sozialwissenschaften)

### **Vorwort:**

Asset Backed Securities sind eine Zwischenform von Bankfinanzierung und Anleihefinanzierung. Übliche Bankkredite (Forderungen) werden in diesem Fall als (handelbare) Wertpapiere an den Kapitalmarkt verkauft. Die vorliegende Abhandlung behandelt dieses Thema.

### **Gliederung**

1. Geschichte der Asset Backed Securities
2. Aufbau und Struktur einer Asset Backed Securities-Transaktion
  - 2.1 Hauptakteure einer ABS-Transaktion
  - 2.2 Weitere Beteiligte an einer ABS-Transaktion
    - 2.2.1 Die Rating-Agentur
    - 2.2.2 Der Service-Agent
    - 2.2.3 Der Paying-Agent
    - 2.2.4 Der Trustee
3. Sicherungsmechanismen
  - 3.1 Sicherung durch den Forderungsverkäufer
  - 3.2 Sicherung in der Emissionsstruktur
  - 3.3 Sicherungszusagen Dritter
4. Ziele und Risiken einer ABS-Transaktion
5. Informationsökonomische Probleme von ABS-Transaktionen
  - 5.1 Agency-Probleme in ABS-Transaktionen
  - 5.2 Adverse Selektion bei ABS-Transaktionen (Hidden Information)
  - 5.3 Moral Hazard bei ABS-Transaktionen (Hidden Action)
  - 5.4 Lösungsansätze
6. Zusammenfassung

### **1. Geschichte der Asset Backed Securities**

Asset Backed Securities (im Folgenden abgekürzt „ABS,,) sind Wertpapiere, die durch Forderungen besichert sind. ABS gelten als neuartige Finanzinnovation und als Instrument des Risikomanagements.

ABS traten erstmals in den 70er Jahren in den USA auf. Damals wurden Hypothekendarlehen (Mortgages) in Form von Mortgage Backed Securities (im Folgenden abgekürzt „MBS,,), eine Spezialform der ABS ausgegliedert. In den 80er und 90er Jahren konnte sich dieses Refinanzierungsinstrument immer mehr im Markt etablieren. In den USA werden heute etwa zwei Drittel aller privaten Hypotheken durch die Emission von MBS finanziert. Das Volumen liegt heute bei über 2.500 Mrd. USD.

Die erste europäische ABS-Transaktion ist aus Großbritannien bekannt. Bisher wurden in Europa etwa 350 Asset Securitization Transaktionen im Gesamtwert von ca. 200 Mrd. USD durchgeführt.<sup>1</sup> ABS-Transaktionen kommt in Europa im Vergleich zu den USA immer noch nur eine eher geringe Bedeutung zu. So betragen die Außenstände von Asset Backed Commercial Papers

---

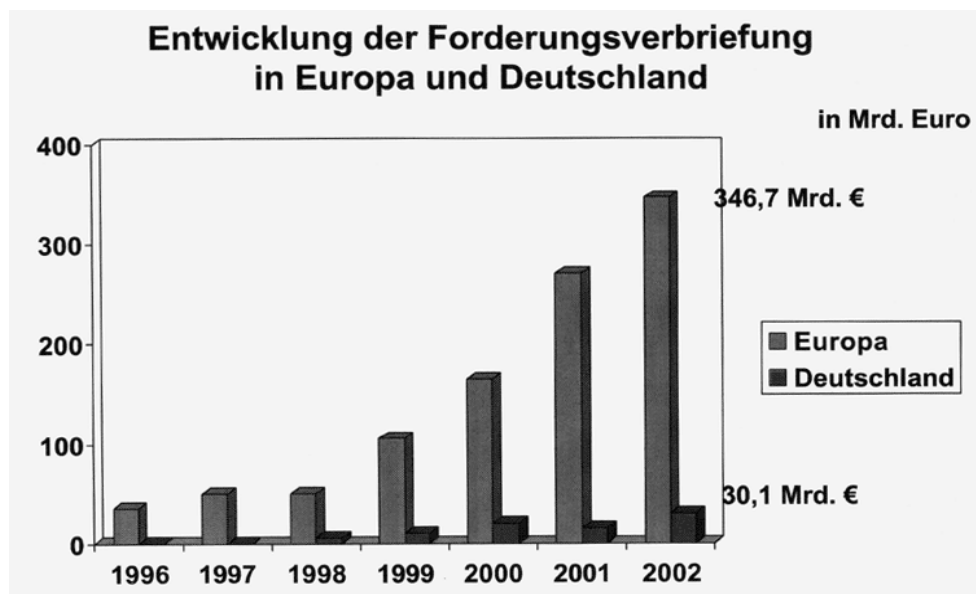
<sup>1</sup> Heydt, Reims & Partner GmbH & Co. KG: [http://www.hrp-team.de/Inhalt/abs\\_produmarkt.htm](http://www.hrp-team.de/Inhalt/abs_produmarkt.htm)

(ABCP) zum 31.12.2000 in den USA 630 Mrd. USD, europäische ABCP wiesen hingegen lediglich Außenstände von 83 Mrd. USD auf.<sup>2</sup>

Es lässt sich festhalten, dass ABS-Transaktionen eine immer bedeutendere Rolle zugeteilt wird, und dass auch zukünftig mit einer steigenden Zahl von Emissionen zu rechnen ist. So hat sich das Volumen der Kreditverbriefungen in Deutschland von 14,3 Mrd. EUR in 2001 auf 30,1 Mrd. EUR in 2002 mehr als verdoppelt.<sup>3</sup> Dies wird verdeutlicht durch aktuelle Pressemitteilungen deutscher Unternehmen. So verbriefte die Aareal Bank AG im Dezember 2003 gewerbliche Immobilienkredite (CMBS) in Höhe von 1,7 Mrd. Euro.<sup>4</sup>

An der von der KfW Bank ins Leben gerufene Initiative zur Verbriefung von Krediten beteiligten sich bisher 13 Banken.<sup>5</sup> Der KfW Bank wird in Deutschland eine Vorreiterrolle bei der Verbriefung von Krediten zugeschrieben.

Die immer bedeutendere Rolle von ABS-Transaktionen wird auch dadurch verdeutlicht, dass die Deutsche Bundesbank seit 1997 in der monatlichen Bilanzstatistik den Gesamtbetrag der Buchwerte der Forderungen, die durch ABS verbrieft sind, erfasst.<sup>6</sup>



Quelle: Universität Potsdam – ABS Verbriefung von Forderungen

## 2. Aufbau und Struktur einer Asset Backed Securities-Transaktion

### 2.1 Hauptakteure einer ABS-Transaktion

An ABS-Transaktionen sind mehrere Akteure beteiligt. Die allgemeine Grundstruktur ist durch das Beziehungsdreieck Forderungsverkäufer (Originator) – Zweckgesellschaft (Special Purpose Vehicle) – und Investor gekennzeichnet. Die Forderungen entstehen auf Seiten des Originators durch seine gewöhnliche Geschäftstätigkeit. Diese Forderungen werden gebündelt und vom Originator als großer und homogener Pool an Finanzaktiva an eine rechtlich selbständige Special Purpose Vehicle (SPV) verkauft. Dieser Forderungspool kann aus den unterschiedlichsten Forde-

<sup>2</sup> Lagner, Sabine Asset Backed Securities Zfbf S.656

<sup>3</sup> KfW Bankengruppe: <http://www.kfw.de/DE/Kreditverbriefung/DeutscherV.jsp>

<sup>4</sup> Aareal Bank AG: <http://www.aareal.de/de/press/pressrelease/show3.pr?id=2123>

<sup>5</sup> <http://de.biz.yahoo.com/040119/71/3ug0a.html>

<sup>6</sup> Deutsche Bundesbank Monatsheft (1997) S. 67 und Anhang

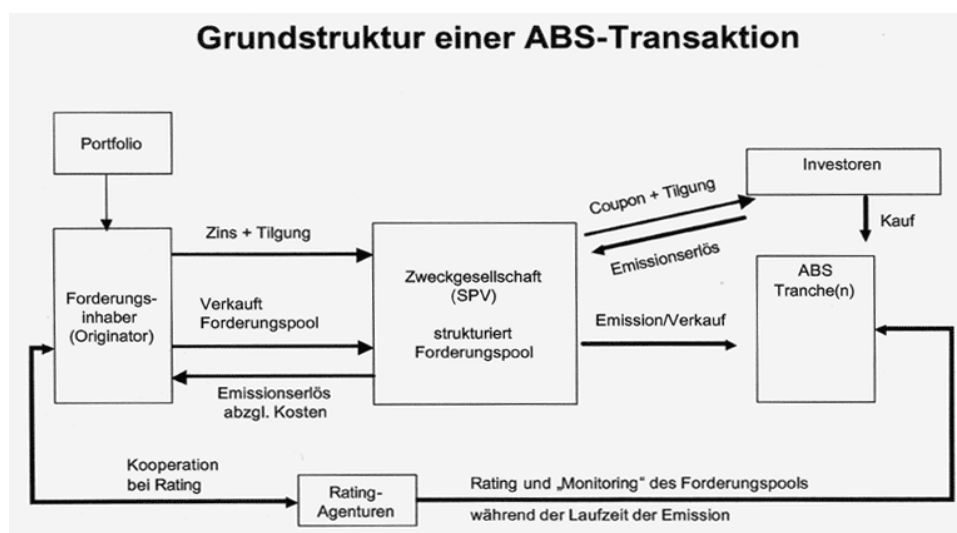
rungsarten bestehen. Denkbar sind hier Forderungen aus Lieferung und Leistung, Hypothekendarlehen, Mittelstandskredite, Handelsforderungen, Flugzeug-Leasing, Versicherungsprämien, Konsumentenverbindlichkeiten (Forderungen aus Telefonrechnungen, Leasingforderungen, Kreditkartenforderungen) usw.

Die SPV emittiert diese zusammengefassten Forderungen in Form von Wertpapieren am Kapitalmarkt, um dem Originator den Kaufpreis der Forderungen zu erstatten. Die Refinanzierung kann durch öffentliche oder private Emissionen geschehen. Die Käufer dieser Wertpapiere nennt man ABS-Investoren oder ABS-Gläubiger.<sup>7</sup> Die verkauften Wertpapiere sind mit den angekauften Forderungen besichert und werden mit den Zahlungsströmen (Cash Flows) getilgt. Dieser Vorgang wird allgemein „Verbriefung“, genannt.<sup>8</sup>

Die Grundstruktur der Zahlungsströme einer ABS-Transaktion lassen sich grundsätzlich wie folgt festlegen: Der Originator erhält von seinen Schuldnern Zins- und Tilgungszahlungen, die über die SPV an den Investor weitergeleitet werden. Der Originator erhält von der SPV den Kaufpreis für die Forderungen zuzüglich Gebühren (Fees). Die SPV erhält den anfallenden Emissionserlös der ABS bei Platzierung am Kapitalmarkt.

Aus rechtlicher Sicht ist die Abtretung von Forderungen zulässig und wird in § 398 BGB geregelt. Die abzutretende Forderung muss bestimmbar sein, und es gilt das Erfordernis der Gleichartigkeit der Forderungen (Homogenität). Aus betriebswirtschaftlicher Sicht müssen die Forderungen einen laufenden Zahlungsstrom aufweisen, um die Zins- und Tilgungszahlung gewährleisten zu können. Zudem müssen die Vorhersagbarkeit des Zahlungsstroms und der Zeitpunkt der Fälligkeit gegeben sein. Das Forderungsvolumen sollte eine bestimmte Mindesthöhe erreichen.<sup>9</sup>

Bei ABS-Transaktion unterscheidet man zwischen einer synthetischen ABS-Struktur und dem „True Sale,“. Bei einer synthetischen ABS-Struktur handelt es sich lediglich um einen Risikotransfer, d.h. das Risiko wird verbrieft. Die Forderung bleibt in der Bilanz des Originators. Bei einem „True Sale,“, handelt es sich hingegen um einen echten Forderungsverkauf, wobei die veräußerten Forderungen die Bilanz des Originators verlassen.<sup>10</sup>



Quelle: Universität Potsdam – ABS Verbriefung von Forderungen

<sup>7</sup> Bigus, Jochen in ZBB 1/00 S. 33

<sup>8</sup> Lagner, Sabine Asset Backed Securities Zfbf S.657

<sup>9</sup> Eichenholz, Rainer; Nelgen, Marcus Der Betrieb Heft 16 17.4.1992 S.793f

<sup>10</sup> DUE FINANCE Wirtschaftsberatungs GmbH <http://www.duefinance.de/pdf/absbasic.pdf>

## **2.2 Weitere Beteiligte an einer ABS-Transaktion**

### **2.2.1 Die Rating-Agentur**

Neben den oben aufgeführten Beteiligten gibt es noch eine Vielzahl weiterer Beteiligter an einer ABS-Transaktion. Eine wichtige Rolle dabei übernehmen Rating-Agenturen. Ihr Rating gibt dabei eine Beurteilung über die Bonität einer ABS-Emission ab, indem es Aussagen über die Wahrscheinlichkeit termingerechter Zins- und Tilgungszahlungen macht. Das Rating ist für Investoren das wichtigste Kriterium bei der Anlageentscheidung, es ersetzt seine eigene Analyse, die für ihn mit hohem Kosten- und Zeiteinsatz verbunden wäre. Die Bedeutung solcher Ratings wird dadurch verdeutlicht, dass manche Investoren laut Gesetz nur in solche Emissionen investieren dürfen, deren Rating eine gewisse Mindestqualität aufweist. Neben der Informationsfunktion für den Investor hat das Rating aber auch einen entscheidenden Einfluss auf die Höhe des Refinanzierungszinssatzes und der Höhe der Kreditbesicherung. Die Risikoprämie hängt direkt vom Rating ab und ist umso höher, je schlechter das Rating ist. Je besser das Rating der Rating-Agenturen ausfällt, desto niedriger muss die Kreditbesicherung sein.<sup>11</sup> Das individuelle Rating der ABS kann hierbei besser sein als die Bonität (Rating) des Originators, da die Bonität der ABS nicht (direkt) mit der des Forderungsverkäufers zusammenhängt.

### **2.2.2 Der Service-Agent**

Da die SPV als reines Vehikel konstruiert ist und nur über geringes Personal und Ausstattung verfügt, übernimmt der Service-Agent anfallende Aufgaben wie Mahnwesen, Forderungsüberwachung, Debitorenbuchhaltung usw. Oftmals übernimmt jedoch der Originator die Aufgaben des Service-Agenten. Seine Qualität ist ebenfalls im Rating enthalten, da er für die Überwachung der Cash Flows verantwortlich ist, die zur Bedienung der ABS notwendig sind.<sup>12</sup>

### **2.2.3 Der Paying-Agent (Zahlstelle)**

Der Paying-Agent ist für die endgültige Weiterleitung der Zahlungsströme (Zins- und Tilgungszahlungen) verantwortlich. Diese Zahlstelle wird meistens dann in eine ABS-Transaktion eingebunden, wenn der Forderungsverkäufer selbst als Service-Agent auftritt. Bei den zum Investor weitergeleiteten Zahlungsströmen unterscheidet man zwischen zwei unterschiedlichen Ausgestaltungsformen. Bei der Pass-Through-Konstruktion („Durchleitungslösung,“) werden die Zahlungen nach Abzug der Gebühren unverändert an den Investor weitergeleitet. Im Gegensatz dazu werden bei der Pay-Through-Konstruktion („Managementlösung,“) die Zahlungen nicht direkt an den Investor weitergeleitet. Die Zahlungen des Schuldners auf die übertragenen Forderungen werden umstrukturiert und auf die Bedürfnisse der Investoren abgestimmt. Ziel dieser Lösung ist es, die ABS-Transaktion an marktübliche Tilgungs- und Entgeltstrukturen anzupassen. Zudem können durch diese Möglichkeit mehrere Wertpapiertranchen mit unterschiedlicher Verzinsung und unterschiedlicher Laufzeit aufgelegt werden; sie entsprechen somit oftmals eher den vielen unterschiedlichen Anforderungen der Investoren.<sup>13</sup>

### **2.2.4 Der Trustee (Treuhand)**

Beim Trustee handelt es sich in der Regel um ein Kreditinstitut oder eine Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, der bei den meisten ABS-Transaktionen eingeschaltet wird. Greift man auf die Dienste eines Treuhänders zurück, so übernimmt er die Aufgaben des Paying-Agent (Zahlstelle). Im Falle des Konkurses der Zweckgesellschaft ist er mit der Verwertung der Forderung und den dazugehörigen Sicherheiten beauftragt. Zudem übernimmt er durch laufende Prüfung der SPV die Rolle

---

<sup>11</sup> Lagner, Sabine Asset Backed Securities Zfbf S.662f.

<sup>12</sup> AK „Finanzierung (1992) S. 501f

<sup>13</sup> Waschbusch (1998) Asset Backed Securities – eine moderne Form der Unternehmensfinanzierung in ZBB-Report 6/98 S. 409f.

eines Sachverwalters für die Inhaber von ABS.<sup>14</sup> Da der Treuhänder im Interesse der Investoren eine bedeutende Funktion ausübt, wird seine Einschaltung oftmals von den Rating-Agenturen gefordert.<sup>15</sup>

### **3. Sicherungsmechanismen**

Die Trennung der Vermögenswerte von dem Originator und deren Einbringung in die SPV durch den bereits erwähnten True Sale ist eine der wichtigsten Voraussetzungen, um dem Investor ein (nahezu) risikoloses Wertpapier mit hoher Bonität/Rating anzubieten.<sup>16</sup>

Im Wesentlichen unterscheidet man drei Sicherungsmechanismen, um eine hohe Qualität der ABS zu erreichen.

#### **3.1 Sicherung durch den Forderungsverkäufer (Originator)**

Diese Art der Besicherung zeichnet sich dadurch aus, dass der Forderungsverkäufer bis zu einer bestimmten Höhe das Ausfallrisiko seiner verbrieften Forderungen trägt. Man unterscheidet grundsätzlich zwei Varianten. Zum einen kann der Forderungsverkäufer gegenüber der SPV (Zweckgesellschaft) die Verpflichtung eingehen, bei verspätetem Forderungseingang oder Forderungsausfall der Fehlbetrag durch Rückkauf der entsprechenden Forderung auszugleichen. Zum anderen besteht die Möglichkeit, dass der Forderungsverkäufer für verspätete oder ausgefallene Zahlungen der Forderungsschuldner durch die Bereitstellung von Zahlungsmitteln einen Ausgleich schafft. Das dafür eingerichtete Konto (Spread-Account) bei der SPV wächst an, wenn die Ausfälle gering sind.<sup>17</sup> Durch die beiden Varianten Ausfallgarantie und Rückkaufzusage schafft der Originator eine zusätzliche Besicherung der ABS.<sup>18</sup>

#### **3.2 Sicherung in der Emissionsstruktur**

Bei der Sicherung in der Emissionsstruktur unterscheiden wir grundsätzlich zwischen den drei Varianten Übersicherung der Asset Backed Securities Emission (Overcollateralization), Überschuss-Reserve-Konto (Excess-Spread-Account) und die Subordination.

Bei der Overcollateralization liegt das Forderungsvolumen, das an die Zweckgesellschaft übertragen wurde, höher als der Nennwert der Wertpapiere. Durch diese Maßnahme wird erreicht, dass bei verspäteten Zahlungen oder Zahlungsausfällen einzelner im Forderungsportfolio befindlicher Forderungen die Zahlungsströme der übrigen Forderungen gedeckt wird, so dass die Zins- und Tilgungsansprüche des Investor rechtzeitig und in voller Höhe befriedigt werden.<sup>19</sup>

Das Überschuss-Reserve-Konto wird von der Überschussmarge gespeist. Der Überschuss besteht aus der Differenz zwischen den eingehenden Zahlungen für die Forderungen der Kreditnehmer und den Refinanzierungszinsen zuzüglich aller weiteren Kosten. Bei Zahlungsausfällen der Kreditnehmer wird auf dieses Konto zurückgegriffen, um die fälligen Zins- und Tilgungszahlungen an die ABS-Investoren zu leisten.<sup>20</sup>

---

<sup>14</sup> Waschbusch (1998) Asset Backed Securities – eine moderne Form der Unternehmensfinanzierung in ZBB-Report 6/98 S. 412

<sup>15</sup> Dr. Hermann, Hans-Joachim Asset backed securities als innovatives Finanzierungsinstrument, Köln (1997) in WISU 3/97 S.224

<sup>16</sup> AK „Finanzierung (1992) S. 507

<sup>17</sup> Lagner, Sabine Asset Backed Securities Zfbf S.661

<sup>18</sup> Waschbusch (1998) Asset Backed Securities – eine moderne Form der Unternehmensfinanzierung in ZBB-Report 6/98 S. 412

<sup>19</sup> Waschbusch (1998) Asset Backed Securities – eine moderne Form der Unternehmensfinanzierung in ZBB-Report 6/98 S. 412

<sup>20</sup> Lagner, Sabine Asset Backed Securities Zfbf S.661

Bei dem Sicherungsinstrument Subordination werden mindestens zwei unterschiedliche Tranchen emittiert. Die Senior-Tranche ist volumenmäßig größer und gegenüber der untergeordneten Junior-Tranche vorrangig bedient. Die Ansprüche der Investoren der Junior-Tranche sind somit denen der Senior-Tranche untergeordnet und werden erst bedient, wenn die Zahlungsverpflichtungen an die Senior-Tranche-Investoren bedient wurden. Die Junior-Tranche übernimmt damit die Funktion eines Verlustpuffers.<sup>21</sup>

### **3.3 Sicherungszusagen Dritter**

Bei Sicherungszusagen Dritter handelt es sich um die Gewährung von Garantie, Bürgschaften und Patronatserklärungen durch ein Kreditinstitut oder ein Versicherungsunternehmen. Auch diese Art der Besicherung hat, wie die bereits erwähnten Maßnahmen zum Zweck, den Ausgleich von Zahlungsausfällen- und Zahlungsverzögerungen bis zu einer gewissen Höhe sicherzustellen.<sup>22</sup> Die Art der Besicherung (Letter of Credit) findet man bei einer Vielzahl von Emissionen.<sup>23</sup>

### **4. Ziele und Risiken einer ABS-Transaktion**

Die Forderungsverkäufer erhalten durch ABS-Transaktionen die Möglichkeit, neue Finanzierungsquellen zu erschließen. Zudem bietet diese Innovation dem Originator eine günstige Form der Refinanzierung (im Vergleich zu herkömmlichen Geldbeschaffungsformen), da die Risikoprämie durch die meist guten Ratings, die abhängig von der Qualität der Forderungen sind, gering ausfällt. Der Forderungsverkäufer profitiert dann im besonderen Maße, wenn das Rating der ABS-Transaktion besser als das Rating des eigenen Unternehmens ist. Ein weiterer Vorteil aus Sicht des Originators besteht darin, durch den Verkauf von Aktiva kurzfristig flüssige Mittel zu schaffen. Dieser Tausch schafft eine höhere Liquidität. Gegebenenfalls sorgt die verursachte Bilanzkürzung für eine für die Investoren interessantere Bilanzrelation, da sich die Erträge im Verhältnis zum Gesamtkapital erhöhen. Gerade im Bankenbereich entsteht der zusätzliche Vorteil, dass bei ABS nicht immer Eigenkapital hinterlegt werden muss, welches zum weiteren Ausbau des operativen Geschäftes genutzt werden kann.<sup>24</sup> An dieser Stelle sei auf den Dominoeffekt verwiesen, der entstehen kann, wenn das freigewordene Eigenkapital zur Generierung neuer Forderungen genutzt wird und somit das Risiko der ursprünglichen Eigen- und Fremdkapitalgeber steigen lässt.<sup>25</sup>

Es kommt weiterhin zu einer Verbesserung von finanzwirtschaftlichen Kennzahlen, wie z.B. des Kapitalumschlages und des Verschuldungsgrades. Für den Forderungsverkäufer besteht aber auch die Möglichkeit, die Mittel aus dem Forderungsverkauf zu reinvestieren und das eigene Geschäft weiter auszubauen. Durch den Verkauf der Forderungen an die SPV entsteht ein Verlust auf Seiten des Originators, der allerdings steuerlich abzugsfähig ist und gewinnmindernde Auswirkung hat.<sup>26</sup> Der Nutzen (Tausch von z. T. unsicheren Cash Flows in Barliquidität) der Transaktion muss für den Forderungsverkäufer jedoch im Allgemeinen höher sein als die verursachten Kosten (Risikoprämie und Transaktionskosten).<sup>27</sup> Durch den Verkauf der Forderungen überträgt der Originator das Risiko auf die SPV. Gibt der Forderungsverkäufer Sicherungszusa-

---

<sup>21</sup> Waschbusch (1998) Asset Backed Securities – eine moderne Form der Unternehmensfinanzierung in ZBB-Report 6/98 S. 413

<sup>22</sup> Waschbusch (1998) Asset Backed Securities – eine moderne Form der Unternehmensfinanzierung in ZBB-Report 6/98 S. 413

<sup>23</sup> AK „Finanzierung (1992) S. 507

<sup>24</sup> Rosar, Maximilian – Asset Backed Securities Trier Diss. 1999 S.73

<sup>25</sup> Lagner, Sabine Asset Backed Securities Zfbf S.671

<sup>26</sup> Lagner, Sabine Asset Backed Securities Zfbf S.669

<sup>27</sup> Rosar, Maximilian – Asset Backed Securities Trier Diss. 1999 S.47

gen, so ist dies ein für ihn kalkulierbares Risiko. ABS-Transaktionen stellen somit für ihn einen bedeutenden Beitrag zum internen Risikomanagement dar.<sup>28</sup>

Für den Investor stellen ABS eine interessante Kapitalanlage zur Diversifizierung des Portfolios dar. Durch die Zerlegung in mehrere Tranchen werden die Bedürfnisse der verschiedensten Investorengruppen befriedigt. ABS mit gutem Rating und niedriger Rendite sind geeignet für risikoverse Investoren. Emissionen mit schlechtem Rating versprechen hingegen höhere Renditen aufgrund der höheren Risikoprämie und sind für risikofreudige Investoren oder für Anleger geeignet, die über Informationsbeschaffungs- und Informationsverarbeitungsvorteile verfügen. Auf Seiten des Investors besteht jedoch das Risiko einer frühzeitigen Rückzahlung der Verbindlichkeiten, da das angelegte Kapital u. U. bei gestiegenen Zinssätzen nicht mehr zu gleichen Konditionen investiert werden kann.<sup>29</sup>

Institutionelle Investoren sind die häufigsten Käufer von ABS. Bei MBS (Mortgage Backed Securities) werden eher Laufzeiten von 10 - 30 Jahren erworben, bei ABS eher kurze Laufzeiten von 1 - 5 Jahren.<sup>30</sup>

## **5. Informationsökonomische Probleme von ABS-Transaktionen**

Im Verlauf dieser Abhandlung wurden bisher die Beteiligten, der komplexe Aufbau und der umfangreiche Ablauf einer ABS-Transaktion dargestellt. In diesem Abschnitt soll nun explizit auf die informationsökonomischen und finanzierungstheoretischen Probleme einer ABS-Transaktion eingegangen werden. Asymmetrische Informationsverteilung führt zur Problematik des Interessenkonfliktes. Diese Problematik tritt dann auf, wenn eine der beiden Vertragsparteien über bessere Informationen als die andere verfügt. Das Risiko des Investors muss in der Preisfindung berücksichtigt werden, unter Beachtung der erwähnten asymmetrischen Informationsverteilung.<sup>31</sup>

Sowohl bei externer Eigenkapital- als auch bei externer Fremdkapitalfinanzierung entstehen Informationsasymmetrien. Bei externer Eigenkapitalfinanzierung (Beteiligungsfinanzierung) gehen die Neuaktionäre davon aus, dass die Altaktionäre die guten Zukunfts- bzw. Erfolgsaussichten des Unternehmens nicht teilen wollen. Die Neuaktionäre gehen davon aus, dass Eigenkapitalfinanzierungen meist bei schlechten Unternehmensaussichten erfolgt, so dass sie meist mit einem Underpricing (Fehlbewertung) reagieren, selbst wenn das Unternehmen Zukunfts- und Erfolgsaussichten korrekt an den Markt weiterleitet. Auch bei externer Fremdkapitalfinanzierung sind diese Informationsasymmetrien zu überwinden. Der Fremdkapitalgeber reagiert mit erhöhtem Risikozuschlag, wenn aus seiner Sicht nicht genügend glaubhafte Unternehmensinformationen vorhanden sind. Seine Informationskosten steigen, je höher das Ausfallrisiko ist.<sup>32</sup>

### **5.1 Agency-Probleme in ABS-Transaktionen**

In ABS-Transaktionen unterscheidet man zwei unterschiedliche Typen von Agency-Problemen. Auf der einen Seite besteht für den Originator keine Motivation, nach Vertragsabschluss weiteres Monitoring (Überwachung) für die verkauften Forderungen zu betreiben, da ihm hieraus kein weiterer Nutzen entsteht. Diese Nachlässigkeit kann letztlich in einem Nachteil des Investors enden. Es ist nicht möglich, den Agenten zu motivieren, ohne Agency-Kosten in Kauf zu nehmen.<sup>33</sup> Auf der anderen Seite kann es zu Irritationen auf den Finanzmärkten zu Ungunsten des

---

<sup>28</sup> AK „Finanzierung (1992) S. 520

<sup>29</sup> Lagner, Sabine Asset Backed Securities Zfbf S.670

<sup>30</sup> AK „Finanzierung (1992) S. 508

<sup>31</sup> Rosar, Maximilian – Asset Backes Securities Trier Diss. 1999 S.47

<sup>32</sup> Bigus, Jochen in ZBB 1/00 S. 34f.

<sup>33</sup> Eisenächer, Bettina Asset Backed Securities – Struktur und Bewertung einer Finanzinnovation, Diss. (1994) S. 4

Investors kommen, wenn der Emittent private Informationen (Insider-Informationen) über die Qualität der anstehenden Emission besitzt und diese erst verzögert an den Originator oder die SPV weiterleitet. Rosar<sup>34</sup> geht davon aus, dass das Phänomen des „Market for Lemons„ (Akerlof) auch auf dem Markt für Asset Backed Securities wirksam ist.<sup>35</sup>

## **5.2 Adverse Selektion bei ABS-Transaktionen (Hidden Information)**

Adverse Selektion liegt dann vor, wenn ein Gut in unterschiedlichen Qualitäten angeboten wird, aber nur ein Vertragspartner der Transaktion über die wahre Qualität des Gutes informiert ist. Der andere Vertragspartner hat deshalb zu befürchten, eine nachteilige Auswahl aus der Gesamtmenge zu erhalten.<sup>36</sup> Das Problem der Adverse Selektion oder Hidden Information (versteckte Information) tritt vor Vertragsabschluss ein.<sup>37</sup> Bei ABS-Transaktionen ist dem Forderungskäufer die Qualität der vom Originator generierten Forderungen unbekannt. Ihm können dabei vom Forderungsverkäufer „gute„ Forderungen mit einem geringen Ausfallrisiko oder „schlechte„ Forderungen mit einem hohen Ausfallrisiko verkauft werden. Der Forderungskäufer hat die Möglichkeit, die Forderungen im Detail zu prüfen, die anfallenden Kosten würden eine ABS-Transaktion allerdings ökonomisch sinnlos werden lassen.<sup>38</sup>

## **5.3 Moral Hazard bei ABS-Transaktionen (Hidden Action)**

Informationsasymmetrien können nach Vertragsabschluss zum Risiko des Moral Hazard führen. Ursache ist i. d. R. Hidden Action (versteckte Aktion).<sup>39</sup> Die Probleme treten dann auf, wenn das Verhalten des Vertragspartners mit besserem Informationszugang die Payoffs (Auszahlungen) des schlechter informierten beeinflusst.<sup>40</sup> Bei ABS-Transaktion kann es leicht zu Moral Hazard Problemen kommen. Der Originator, der häufig bei ABS-Transaktionen die Aufgaben des Service-Agenten übernimmt, bleibt auch nach Vertragsabschluss (Verkauf der Forderungen) für den Forderungseinzug und das Mahnwesen verantwortlich. Der Originator stellt in dieser Konstellation den Agenten dar, der im Auftrag des Investors, dem Prinzipal agiert. Dadurch sind laut Langner (2002) die drei klassischen Bedingungen für Moral Hazard erfüllt. Zum einen besitzen Originator und SPV keine gleichgerichteten Nutzenfunktionen. Da die Forderungen vom Originator verkauft wurden, hat er keinen weiteren Nutzen von seinem Arbeitseinsatz, sondern trägt sogar die anfallenden Kosten. Zum anderen ist für Außenstehende die Qualität des Arbeitseinsatzes des Originators nicht beobachtbar bzw. einschätzbar. Zudem kann nicht objektiv von der Ausfallrate der Forderungen auf die Leistungen des Originators geschlossen werden, da der Forderungsausfall auch mit externen (gesamtwirtschaftlichen) Faktoren zusammenhängt. Die Moral Hazard Problematik kann nun auftreten, weil der Originator im Stande ist, seinen Arbeitseinsatz so zu wählen, dass seine Zielfunktion und nicht die des Forderungskäufers optimiert wird.<sup>41</sup>

## **5.4 Lösungsansätze**

Zur Lösung der bereits erwähnten informationsökonomischen Probleme können unterschiedliche institutionelle und signaltheoretische Ansätze beitragen. Zur Vermeidung von Anreizproblemen bietet sich dem Originator die Möglichkeit an, bei der Emission von unterschiedlichen Tranchen selbst die Junior-Tranche (Tranche mit schlechterem Rating) zu halten und damit ein Signal an

---

<sup>34</sup> Rosar, Maximilian – Asset Backed Securities Trier Diss. 1999 S.61

<sup>35</sup> Rosar, Maximilian – Asset Backed Securities Trier Diss. 1999 S.61

<sup>36</sup> [http://www.wifo.at/Stefan.Schleicher/down/mi2/MI2\\_InformationIncentives.pdf](http://www.wifo.at/Stefan.Schleicher/down/mi2/MI2_InformationIncentives.pdf)

<sup>37</sup> Rosar, Maximilian – Asset Backed Securities Trier Diss. 1999 S.63

<sup>38</sup> Lagner, Sabine Asset Backed Securities Zfbf S.666

<sup>39</sup> Rosar, Maximilian – Asset Backed Securities Trier Diss. 1999 S.63

<sup>40</sup> Gabler Kompakt-Lexikon Volkswirtschaft S. 274

<sup>41</sup> Lagner, Sabine Asset Backed Securities Zfbf S.667f.

den Kapitalmarkt auszusenden. Als weiterer Lösungsansatz kann die regelmäßige Überprüfung der ABS-Ratings durch renommierte Rating-Agenturen angesehen werden. Die korrekte Bewertung der ABS liegt im Interesse der Rating-Agenturen, da diese im Falle von schwerwiegenden Fehlbewertungen mit Verlust ihrer Reputation rechnen müssten. Eine Absicherungsform speziell im Fall von Moral Hazard stellt eine erfolgsabhängige Vergütung dar. Die Überschussmarge ist vom Arbeitseinsatz des Originators beim Forderungseinzug und von externen Faktoren abhängig. Nur die erzielte Überschussmarge ist messbar und sollte deswegen als Bestandteil der erfolgsabhängigen Vergütung herangezogen werden. Der erfolgsabhängige (variable) Teil der Vergütung wächst nur dann an, wenn im Interesse der Investoren gehandelt wird.<sup>42</sup>

Eine Möglichkeit, die Informationsprobleme bzgl. der Ausfälle des Forderungspools zu lösen besteht im Selbstselektionsprinzip. Dem Insider werden hierbei verschiedene Verträge vorgelegt. Durch die Wahl des Vertrags sendet der Forderungsverkäufer ein Signal aus, das den Outsidern private Informationen übermittelt. Bei ABS-Transaktionen soll hierbei der Originator die Eigenschaften der ABS signalisieren, indem er sich selbst von anderen Marktteilnehmern zu selektieren versucht. Der Originator (Insider) muss hierbei den Anreiz haben, die Qualität seiner Forderungen freiwillig zu veröffentlichen. Dieser Anreiz entsteht dadurch, dass ein Anbieter mit überdurchschnittlicher Qualität des Forderungsbestandes, den Wert seiner Forderungen mitteilt, um sich von anderen Marktteilnehmern abzuheben. Der Originator stellt dabei Zusatzsicherheiten, die die Qualität der ABS signalisieren sollen. Diese Zusatzsicherheiten genügen dann den Ansprüchen eines wirkungsvollen Signals, wenn die Bereitstellung und die Inanspruchnahme der Zusatzsicherheiten Kosten verursachen, und der Verwertungsbetrag der Sicherheiten mit steigender Ausfallrate wächst.<sup>43</sup>

## 6. Zusammenfassung

Asset Backed Securities sind ein junges, innovatives Finanzinstrument. Die Emission ist aufwendiger und komplexer als bei herkömmlichen Unternehmensanleihen. ABS stellen dem Originator den schnellen Zugang zu oft dringend benötigter Liquidität sicher und sind für ihn oftmals aufgrund seines schlechten Unternehmensratings die einzige Refinanzierungsmöglichkeit. Risikopositionen können auf Seiten des Originators meist günstiger abgebaut werden als durch andere Refinanzierungsformen, da das Rating der ABS oftmals höher als das des Unternehmens ist. Zu erwähnen sei hier nochmals die Möglichkeit der Bilanzverkürzung mit den angesprochenen Vorteilen.

Aus Sicht des Investors einer ABS-Transaktion lässt sich zusammenfassend sagen, dass eine attraktive neue Geldanlagemöglichkeit geschaffen wurde, die es ihm erlaubt, Kapital nach den unterschiedlichsten Ansprüchen zu investieren.

Aufgrund der aufgeführten Vor- und Nachteile von ABS-Transaktionen ist davon auszugehen, dass der Markt für Kreditverbriefung in den nächsten Jahren ein anhaltend starkes Wachstum erleben wird.

„Jeder Praktiker im Risikomanagement wird aus Eigeninteresse versuchen, das neue Instrument zu verstehen. Es wird sich als Selbstläufer entwickeln.“<sup>44</sup>

---

<sup>42</sup> Lagner, Sabine Asset Backed Securities Zfbf S.668

<sup>43</sup> Rosar, Maximilian – Asset Backes Securities Trier Diss. 1999 S.63

<sup>44</sup> Vgl. *Milde*, H. (1999): in: Trier, Univ., Diss., 1999, von: *Rosar*, M., Asset-Backed Securities: Chancen und Risiken einer derivaten Finanzinnovation, 1. Aufl. Aachen 2000