



Standpunkt

September 2005

Asset Backed Securities für die
öffentliche Hand in Deutschland

©2005. Herausgeber: Lazard Asset Management (Deutschland) GmbH, Alte Mainzer Gasse 37, 60311 Frankfurt am Main, Deutschland (Selbstverlag). Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe gebeten. Die in dieser Veröffentlichung enthaltenen Informationen beruhen auf öffentlich zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten. Eine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Angaben können wir nicht übernehmen, und keine Aussage in diesem Bericht ist als solche Garantie zu verstehen. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers/der Verfasser wieder und stellen nicht notwendigerweise die Meinung von Lazard oder deren assoziierter Unternehmen dar. Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Weder Lazard noch deren assoziierte Unternehmen übernehmen irgendeine Art von Haftung für die Verwendung dieser Publikation oder deren Inhalt. Weder diese Veröffentlichung noch ihr Inhalt noch eine Kopie dieser Veröffentlichung darf ohne die vorherige ausdrückliche Erlaubnis von Lazard auf irgendeine Weise verändert oder an Dritte verteilt oder übermittelt werden. Mit der Annahme dieser Veröffentlichung wird die Zustimmung zur Einhaltung der o.g. Bestimmungen gegeben.

Asset Backed Securities für die öffentliche Hand in Deutschland¹

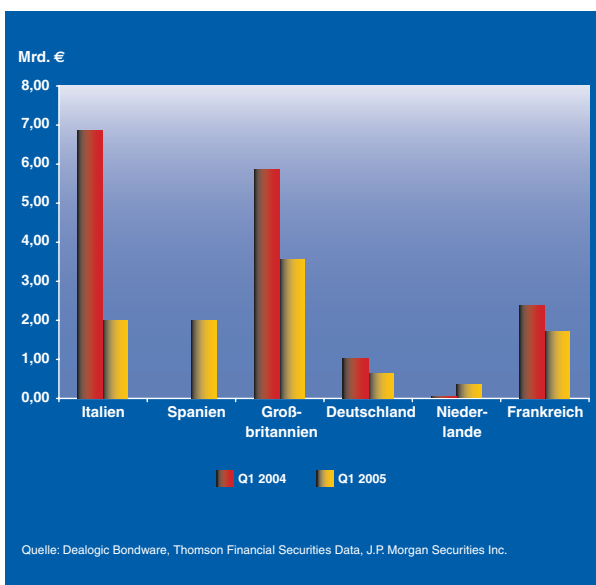
- ◆ Insbesondere unter der Annahme schlechterer Langfristratings und den Auswirkungen von „Basel II“ stellen Asset Backed Securities auch für die öffentliche Hand in Deutschland eine sinnvolle Finanzierungsalternative zur Haushaltsentlastung dar.
- ◆ Zieht eine Gebietskörperschaft eine Verbriefung in Betracht, so sollte davor immer eine Wirtschaftlichkeitsanalyse stehen.
- ◆ Größter Vorteil von Verbriefungen ist die Refinanzierungsmöglichkeit einer Gebietskörperschaft unabhängig vom eigenen Rating. Dies verschafft somit auch nicht gerateten öffentlichen Gebietskörperschaften Zugang zum Kapitalmarkt.
- ◆ Hindernisse bei Verbriefungen durch die öffentlichen Hand in Deutschland liegen in der Haushaltsordnung, in den Vorschriften von EUROSTAT, der Gewerbesteuer sowie des Datenschutzes und des Vergaberechts. Der Wert der ausstehenden Forderungen lässt sich am besten mit Hilfe des Systems der doppelten Buchführung bestimmen, das zum aktuellen Zeitpunkt aber nur in wenigen Gebietskörperschaften vorhanden ist.
- ◆ Für die öffentliche Hand kommt eine Vielzahl verbiefbarer Vermögenswerte (z. B. Immobilien, Wohnbauförderungsdarlehen, Bafög/Studentendarlehen, Auslandskredite, Pensionsverpflichtungen) in Frage.

Asset Backed Securities für die öffentliche Hand in Deutschland

Einleitung

Die öffentlichen Gebietskörperschaften – vom Bund bis zu den Gemeinden – stehen finanziell immer stärker unter Druck. 2004 betrug das Finanzierungsdefizit der öffentlichen Haushalte rund 65,1 Mrd. €. ² Die Defizitgrenze von 3,0% wird 2005 vermutlich zum vierten Mal in Folge überschritten. Der Abbau des Defizits wird als zentrales Kriterium für die Einhaltung der Haushaltsdisziplin im Rahmen der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion erörtert. ³ Gelindert werden könnten die Finanzprobleme auf allen Gebietskörperschaftsebenen durch Verbriefungen ⁴ von Vermögenswerten („Asset Backed Securitisation“, ABS). Vor allem wegen fehlendem bzw. unzureichendem Rechtsrahmen hinkt Deutschland dabei im internationalen Vergleich noch stark hinterher.

Abbildung 1: Europäisches Emissionsvolumen von ABS in Mrd. € (Q1 2004 vs. Q1 2005)



Der deutsche Markt für ABS hat noch Entwicklungsbedarf. So liegt Deutschland bei der Emission von ABS-Papieren im ersten Quartal 2005 mit deutlichem Abstand auf Platz 5 im europäischen Vergleich. Es ist sogar ein Rückgang im Vergleich zum Vorjahr zu beobachten.

Insbesondere die öffentliche Hand verfügt über eine Vielzahl von Vermögenswerten (z. B. Forderungen oder Immobilien), mit deren Verbriefung sich neue – dringend erforderliche – Finanzierungsquellen erschließen lassen würden. So betragen 2002 die Forderungsbestände der öffentlichen Körperschaften, die per ABS verbriefbar wären, z. B. Gebühren, Beiträgen, Erwerbs- und Vermögenseinkünfte rund 35 Mrd. €. ⁵ ABS kommen aber auch als Finanzierungsinstrument für Projektgesellschaften bei der privatwirtschaftlichen Realisierung öffentlicher Hochbauvorhaben (z. B. Gefängnisse) in Frage. ⁶

Strukturierung einer ABS-Transaktion

Asset Backed-Transaktionen sind zum einen durch die rechtliche Verselbstständigung bestimmter Vermögensgegenstände und zum anderen durch die Verwendung dieser Vermögensgegenstände („Assets“) als alleinige Unterlage für so besicherte („backed“) Wertpapiere („Securities“), die von einer Zweckgesellschaft emittiert werden, gekennzeichnet.

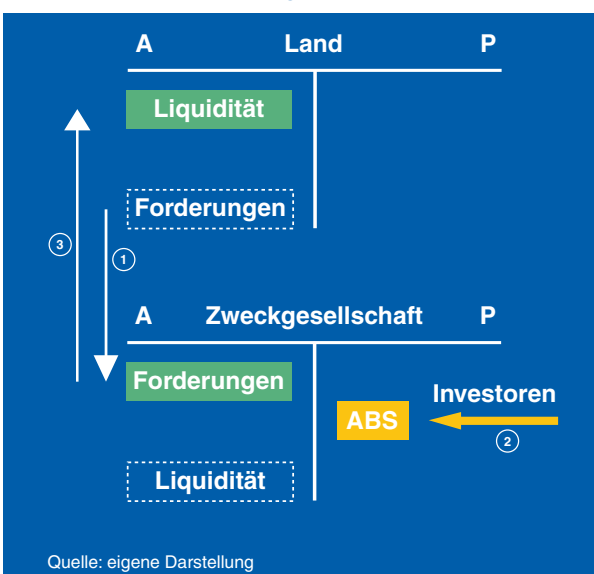
Die Bedienung der Ansprüche der Investoren der ABS-Papiere erfolgt allein durch die Zins- und Tilgungszahlungen, die aus den isolierten Vermögensgegenständen entstehen. Verbriefung von Vermögensgegenständen ist also die Schaffung von Liquidität durch Übertragung der Vermögenswerte an eine Zweckgesellschaft.

Abbildung 2: Vereinfachte Darstellung einer Verbriefung⁷



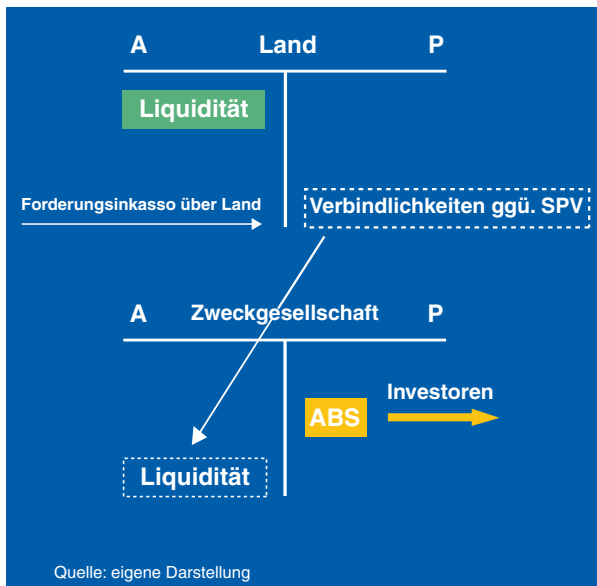
Zerlegt man eine Verbriefung von Forderungen (als eine mögliche Vermögensklasse) in drei Schritte (siehe Abbildung 3), so werden im ersten Schritt die Forderungen regresslos vom sog. „Originator“ (hier: die öffentliche Hand) an die Zweckgesellschaft (SPV) verkauft (1). Die zu diesem Zweck gegründete Zweckgesellschaft refinanziert sich durch die Emission von Wertpapieren (2) und reicht den Emissionserlös an den „Originator“ weiter (3). Macht man sich diesen Vorgang mit Hilfe von Konten klar, so stellen sich die Schritte folgendermaßen dar:

Abbildung 3: Kontenplan Emission der Wertpapiere und Forderungsverkauf



Der Kapitaldienst für die Wertpapiere wird aus den Zins- und Tilgungsleistungen der übertragenen Forderungen erbracht. Das Forderungsinkasso kann entweder vom „Originator“ (wie in Abbildung 4) oder von einem unabhängigen „Servicer“ übernommen werden. Der „Originator“ leitet die „Cash Inflows“ in der Praxis meist zu einem vorher definierten Termin an die Zweckgesellschaft weiter (Abbildung 4). Die Zweckgesellschaft leitet dann (evtl. via Treuhänder) die Zins- und Tilgungsleistungen der ABS an die Investoren weiter. Diese einzelnen Teilschritte finden in der Praxis in chronologischer Abfolge hintereinander statt. Denn die Vermögenswerte müssen zuerst zur Zweckgesellschaft übertragen werden, damit keine Über- oder Unterfinanzierung stattfindet.

Abbildung 4: Forderungsinkasso



Ziele und Motive eines Einsatzes von ABS für die öffentliche Hand

Das Ziel einer ABS-Transaktion ist es, illiquide Aktiva in liquide Wertpapiere umzuwandeln. Die Durchsetzung dieses Ziels über eine ABS-Transaktion erlaubt eine alternative Refinanzierungsmöglichkeit, die auf die Trennung des Standings (Ratings) der Emission von der des Forderungsverkäufers zurückzuführen ist.⁸ Daher verschlechtert auch jedes Haftungsrisiko des SPV für den „Originator“ das Rating und führt zu höheren Finanzierungskosten.⁹ Positive Effekte einer ABS-Transaktion sind:

- die Reduzierung der Kapitalkosten
- ein reduziertes Zinsänderungsrisiko im Vergleich zu anderen Finanzierungsmethoden
- die Erschließung des Kapitalmarktes als neue Finanzierungsquelle und damit auch die Verbreiterung der Investorenbasis¹⁰ sowie
- eine bessere Steuerung des Risikomanagements¹¹
- Hauptmotiv von ABS-Transaktionen („True Sale“) ist eine bilanzbefreiende Wirkung.

Zusammenfassend kann man die Effekte auch als typische Motive einer Verbriefung durch Unternehmen bezeichnen. Diese sind jedoch nicht im Detail auf die öffentliche Hand in Deutschland übertragbar.

Ad a) Da wäre zuerst das Argument der günstigen Refinanzierung. Deutschland wird zur Zeit von allen drei relevanten Rating-Agenturen (Moody's, Standard & Poor's, Fitch) mit Aaa/AAA/AAA bewertet und kann sich damit zu den günstigsten Konditionen am Kapitalmarkt refinanzieren. „Der Staat gilt in den meisten Industrieländern als kreditwürdigster Schuldner; seine Wertpapiere werden als weitgehend ohne Ausfallrisiko angesehen. Aus diesem Grund wird die Zinsstrukturkurve von Staatspapieren weithin als bester Näherungswert für den risikofreien Nominalzinssatz verstanden. Des Weiteren fördern das große Volumen und die Fundgibilität staatlicher Schuldtitel den Handel. Staatliche Papiere, insbesondere die jeweils jüngsten Emissionen sind meistens liquider als nichtstaatliche Papiere.“¹² Eine Herabstufung der Bonität Deutschlands steht bei keiner der großen Rating-Agenturen zur Zeit zur Diskussion. Auf mittlere Sicht wollen Standard & Poor's und Fitch einen negativen Ausblick nicht ganz ausschließen.¹³ Daher stellt die Reduzierung der Kapitalkosten für die Bundesrepublik Deutschland nicht das Hauptargument einer ABS-Transaktion dar (siehe auch die Transaktionsbeispiele 2 und 3).

Bei Ländern wie bspw. Griechenland (A) oder Italien (AA-), die bereits öffentliche Vermögenswerte verbrieft haben, ist das Argument der Refinanzierung schon jetzt von größerer Bedeutung. Geht man in Deutschland eine Gebietskörperschaftsebene tiefer, so findet man hier Bundesländer, die nicht mehr über die höchste Bonität verfügen und durchaus auf alternative Finanzierungsalternativen angewiesen sind (siehe Tabelle 1).

Tabelle 1: Basis-Ratings ausgewählter deutscher Bundesländer

Emittent	Langfristrating
Berlin	Aa3
Brandenburg	Aa2
Nordrhein-Westfalen	Aa2
Sachsen-Anhalt	Aa3

Quelle: Bloomberg (2005)

Problematisch ist inzwischen die Kreditaufnahme für die einzelnen Länder, da durch die Umsetzung der Maastricht-Kriterien diese im föderativen Staat eingeschränkt ist. Insbesondere für Kommunen

geht die Attraktivität des klassischen Kommunalkredits zurück. Die gestiegene Wettbewerbsintensität im Kreditsektor und der Rückbau von Privilegien für die Sparkassen als Hausbanken der Kommunen führen zu ungünstigeren Kreditkonditionen. Diese Änderungen ergeben sich auch in Hinsicht auf die „Neue Baseler Eigenkapitalvereinbarung“ (Basel II). Zieht man die seit 19.07.2005 weggefallene Staatshaftung für die Landesbanken in Betracht, so werden die Banken auch bei der Kreditvergabe an die öffentliche Hand in Zukunft restriktiver sein. Des Weiteren steigt die Bedeutung der Globalisierung und Diversifizierung des Kreditmarktes: Das Angebot an Finanzierungsinstrumenten wird auch für die öffentliche Hand breiter. Gleichzeitig steigt damit auch wie oben erwähnt die Bedeutung der Bonität des Gläubigers.¹⁴

Die Senkung der Refinanzierungskosten der Gebietskörperschaft „Originator“ wird durch das verbesserte Rating des Pools der Vermögenswerte ermöglicht¹⁵ und ist somit zum einen für bereits geratete Gebietskörperschaften, die nicht über ein AAA verfügen, und zum anderen für noch nicht geratete Gebietskörperschaften interessant.

Ad b) Das Argument des verringerten Zinsänderungsrisikos gilt sowohl für Unternehmen als auch für die öffentliche Hand. Da der „Originator“ für die an das SPV verkauften Vermögenswerte sofort die entsprechende Liquidität erhält, trägt er im Gegensatz zur Emission einer variablen Anleihe oder der Kreditaufnahme kein Zinsänderungsrisiko.

Ad c) Die Erschließung des Kapitalmarktes und die Verbreiterung der Investorenbasis und somit die Diversifizierung der Finanzierungsquellen dürften ebenfalls eine Rolle spielen. Dies gilt für alle drei Gebietskörperschaftsebenen. Auch für Kommunen stellen ABS in dieser Hinsicht eine interessante Alternative dar, denn – wie bereits oben angesprochen – muss nur der Pool mit den Vermögenswerten geratet werden und nicht der „Originator“ selbst. Dies ist besonders für Kommunen attraktiv, die über kein Rating verfügen. Denn außer den Städten Hannover, Leipzig, München und Weimar sind deutsche Städte (Kommunen) zur Zeit nicht am Kapitalmarkt vertreten. Mit ABS-Strukturen könnten Kommunen jedoch – das entsprechende Emissionsvolumen vorausgesetzt – ihre Investorenbasis verbreitern, ohne die Kosten für ein Rating aufbringen zu müssen.

Dies würde auch zu einem gewissen „Werbeeffekt“ bei (internationalen) Investoren führen, die bei einer positiv gerateten Emission und gut durchgeführten Transaktion eine Gebietskörperschaft als zuverlässigen Kapitalmarktteilnehmer wahrnehmen. Dies dürfte in Zukunft Gespräche mit Investoren erleichtern. Denkbar wären hier auch sog. „Multi-Seller-Strukturen“, bei der mehrere Kommunen über eine Plattform die entsprechenden Vermögenswerte verbriefen könnten. Auf diese Weise wäre es für die Kommunen auch einfacher, das entsprechende Volumen für eine Emission zu erreichen.

Ad d) Verbrieft die öffentliche Hand Forderungen wie bspw. Wohnbauförderdarlehen, so hat sie damit die Möglichkeit, Ausfallrisiken, Zahlungsverzögerungen und Zinsänderungsrisiken zu separieren und auf Dritte zu übertragen und somit ihr internes Risikomanagement effizient zu gestalten.

Ad e) Die bilanzbefreiende Wirkung einer Verbriefung bei einem Unternehmen wäre – übertragen auf den öffentlichen Haushalt einer Gebietskörperschaft – gleichzusetzen mit der sofortigen Freisetzung von bisher noch nicht realisiertem Finanzvermögen aus dem Haushalt, d.h. die Einnahme von Liquidität heute zu Ungunsten eines regelmäßigen „Cash Flows“ in der Zukunft. Diese Zielsetzung kann, wie beispielsweise bei der Verbriefung der Forderungen Deutschlands gegenüber Russland, im Vordergrund stehen, unabhängig von Gesichtspunkten der Refinanzierung (Seite 11 ff).

Zusammengefasst sind die wichtigsten Motive für die öffentliche Hand beim Einsatz von ABS die vorzeitige Realisierung von Haushaltseinnahmen und die Generierung von Liquidität ohne Anrechnung auf das Maastrichtkriterium. Gleichzeitig kann die öffentliche Hand durch ABS-Transaktionen ihr Haushaltsdefizit verringern und den Zugang zum Kapitalmarkt verbessern.

Weitere Motive der Verbriefung öffentlicher Forderungen können die Finanzierung von Infrastrukturprojekten und die Privatisierung von Beteiligungen der öffentlichen Hand sein.¹⁶ So wurden beispielsweise 2004 in Österreich Verbriefungen in Zusammenhang mit der Privatisierung von öffentlichem Wohneigentum geprüft.¹⁷ Alleinige Privatisierungserlöse helfen zwar bei der Deckung des Haus-

halts, senken aber – weil es sich um Einmaleinnahmen handelt – nicht das Defizit gemessen am Bruttoinlandsprodukt gemäß des Maastrichtkriteriums.

Ausgewählte steuerliche und rechtliche Einschränkungen

Haushaltsordnung

Die Haushaltsordnungen des Bundes (BHO) und der Länder (LHO) schränken im jeweiligen § 63 ganz klar ein, welcher Teil des Finanzvermögens zur Veräußerung, d.h. zum Verkauf an das SPV im Rahmen einer Verbriefungsstruktur zur Verfügung steht. § 63 Abs. 2 BHO¹⁸ bestimmt, dass „Vermögensgegenstände nur veräußert werden dürfen, wenn sie zur Erfüllung der Aufgaben des Bundes in absehbarer Zeit nicht benötigt werden.“ Dies macht es zum Beispiel unmöglich, Immobilien zu verbrieften, die von der entsprechenden öffentlichen Gebietskörperschaft noch genutzt werden sollen.

Außerdem führt § 63 Abs. 3 zu Einschränkungen bei der Auswahl der Struktur. Er besagt, dass „Vermögensgegenstände nur zu ihrem vollem Wert veräußert werden dürfen.“ Daher stellt die Übersicherung als Instrument zur Bonitätssteigerung im Rahmen einer Verbriefung durch die öffentliche Hand keine geeignete Option dar, denn hierbei wird vom „Originator“ ein höheres Volumen in die Transaktion eingebracht als es dem Nominalwert der emittierten Wertpapiere entspricht. Das bedeutet, dass der „Originator“ im ersten Schritt für die an das SPV verkauften Vermögenswerte einen Preis erhält, der unterhalb des Marktwertes liegt. Zwar werden die Vermögenswerte bei einem ordnungsgemäßen Ablauf der Transaktion, bei dem die Übersicherung nicht in Anspruch genommen werden muss, wieder vollständig an den „Originator“ zurückübertragen, jedoch ist bei der juristischen Bewertung einzig und allein relevant, dass sie zuerst „unter dem Marktwert“ verkauft werden.

EUROSTAT¹⁹

Ein Regelwerk für die Struktur und die Art der Vermögenswerte bei Verbriefungen durch die öffentliche Hand gibt das „ESA95 manual on government deficit and debt – Securitisation operations undertaken by general government (Part V)“ der europäi-

schen Statistikbehörde EUROSTAT vor. Es regelt für die Mitgliedsstaaten der EU insbesondere, in welchen Fällen eine Verbriefung als Verkauf und unter welchen Bedingungen eine solche Transaktion als Schuldenaufnahme des Staates gewertet wird.

Zentrale Inhalte der Publikation von EUROSTAT sind die folgenden:²⁰

1. Die Verbriefung künftiger Finanzströme, die nicht an bereits existierende Vermögenswerte gebunden sind, werden als Schuldenaufnahme des Staates verbucht.
2. Die Gewährung von Garantien des Staates gegenüber einer Mantelgesellschaft²¹ oder einer anderen Einheit bedeutet einen teilweisen Transfer von Risiken und weist darauf hin, dass das Eigentum an den Vermögenswerten nicht tatsächlich übergegangen ist. Im Falle eines Verbriefungsgeschäfts mit einer Mantelgesellschaft ist daher die Reklassifizierung der Mantelgesellschaft im Staatssektor oder die Verbuchung als ein Kredit der Mantelgesellschaft an den Staat geboten.
3. Enthält der Verbriefungsvertrag zusätzlich zur ursprünglichen Zahlung der Mantelgesellschaft an die staatliche Stelle einen Passus über künftige zusätzliche Zahlungen der Mantelgesellschaft, so gelten spezifische Regelungen. Insbesondere dann, wenn die Differenz zwischen der ursprünglichen Zahlung und dem beobachteten oder dem geschätzten Marktpreis größer als 15% ist, wirkt sich diese Transaktion auf die Verschuldung des Staates aus.
4. Der Wert der anfänglichen Transaktion ist als tatsächlich von der Mantelgesellschaft an den Staat getätigte Barzahlung zu verbuchen. Mögliche zusätzliche Zahlungen könnten sich im Falle des Verkaufs nicht-finanzieller Vermögenswerte auf den Finanzierungssaldo des Staates nur dann auswirken, wenn sie tatsächlich anfallen.

Ad 1) Da sich das SPV bei „künftigen Finanzströmen“ noch nicht im Besitz der Vermögenswerte befindet, die zur Bedienung der Wertpapiere dienen sollen, hat es damit auch keine Kontrolle über die Generierung der Finanzströme. Daher würde die Verbriefung zukünftiger Steuereinnahmen neben anderen politischen, sozialen und moralischen Aspekten nicht zum gewünschten Erfolg führen.

Ad 2) In diesem Fall hat kein „True Sale“ stattgefunden, denn der Staat ist nach wie vor an Risiken des SPV und an Risiken beim Verkauf beteiligt (Bsp.: Ausgleich eines eventuellen Zahlungsausfalls durch den Staat).

Ad 3) Weicht der Verkaufspreis der Vermögenswerte an das SPV um mehr als 15% nach unten vom zu beobachtenden Marktpreis ab, so trägt der Käufer kein wirkliches Risiko und die Transaktion wird als Kreditaufnahme betrachtet und erhöht damit die Staatsschuld. Das Defizit bleibt jedoch unberührt.

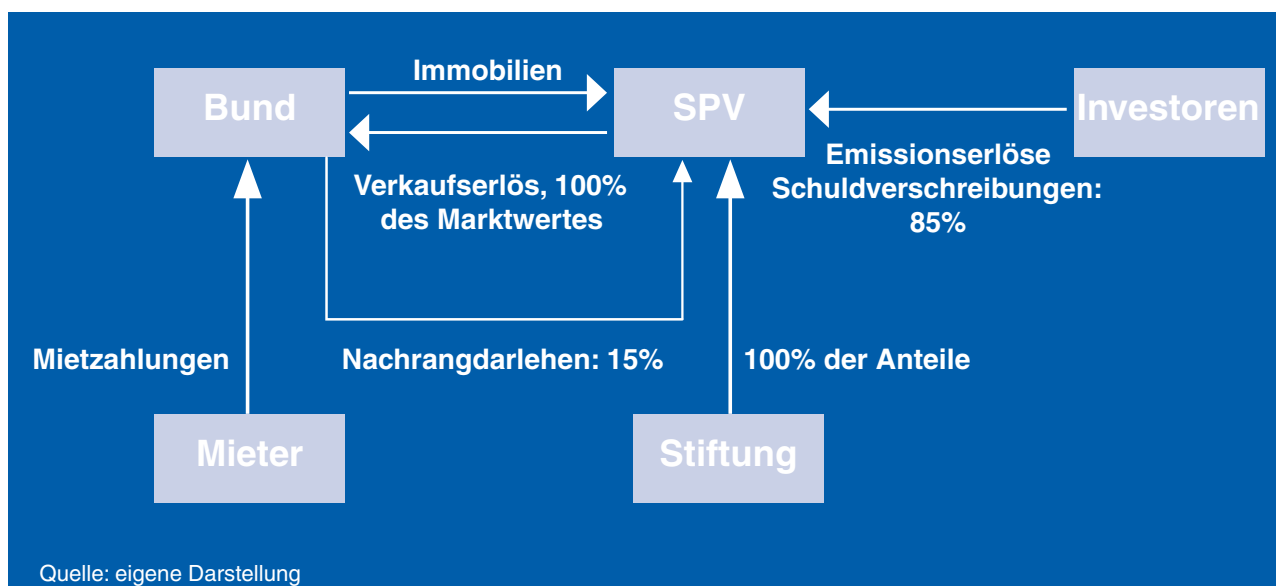
Ad 4) In der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung (VGR) ist jener Wert zu verbuchen, der beim Verkauf an das SPV Erlöst wurde. Beim Verkauf nicht-finanzieller Vermögenswerte wirkt sich die Transaktion auf das Defizit bzw. den Überschuss und die Staatsschuld aus, beim Verkauf finanzieller Vermögenswerte nur auf die Staatsschuld. Erhält der Staat jedoch später noch weitere Einnahmen vom SPV, die bei Vertragsabschluss noch risikobehaftet waren, so können diese sich entsprechend der oben genannten Fälle auswirken.

Die Konsequenzen aus diesem Regelwerk wurden zum ersten Mal 2001/2002 bei einer Verbriefung von Erlösen aus Immobilienverkäufen durch den italienischen Staat („SCIP 1“) deutlich. Gemäss den Kriterien von EUROSTAT führen Erlöse aus dem Verkauf von Immobilien, die als nicht-finanzielle Vermögenswerte taxiert werden, zu einer Reduktion der staatlichen Neuverschuldung (Ad 4). Das ist gemäß den EUROSTAT-Regeln möglich, solange der Verkaufserlös der Immobilien mindestens 85% ausmacht (Ad 3).

Bei der hier betrachteten Transaktion machten die Erlöse allerdings nur 62% des Marktwertes der Immobilien aus. In der Folge stellte EUROSTAT fest, dass bei dieser Transaktion kein echter Transfer der Eigentumsrechte stattgefunden und Italien eher eine Kreditaufnahme zu Vorzugskonditionen getätigt habe (Ad 3)).

Ohne zu detailliert darauf einzugehen, würde folgende hypothetische Transaktion (Abbildung 5) in vollem Umfang sowohl den EUROSTAT-Kriterien als auch der BHO entsprechen.

Abbildung 5: Verbriefung eines Immobilienportfolios



Begründung: Es werden Finanzströme verbrieft, die an bereits existierende Vermögenswerte – den Immobilien – gebunden sind. Es sind keine Garantien des Staates gegenüber dem SPV vorgesehen. Die Immobilien werden zu 100% ihres Marktwertes verkauft und sind damit konform zu § 63 Abs. 3 BHO. Gleichzeitig kann sofort der gesamte Erlös haushaltswirksam vereinnahmt werden. Würde man eine Struktur vereinbaren, bei der die Immobilien zu 85% des Marktpreises an das SPV übertragen würden, so würde dies zwar mit den EUROSTAT-Kriterien in Einklang stehen, jedoch würden die Immobilien nicht, wie in § 63 Abs. 3 BHO gefordert, zu „ihrem vollem Wert“ veräußert.

Gewerbesteuer

Die steuerliche Problematik bezieht sich insbesondere auf die Gewerbesteuer. In Deutschland gilt das SPV als Betriebsstätte des „Originators“. Das bedeutet, dass die Wertpapiere, die das SPV emittiert, als Dauerschulden und die Zinsen als Dauerschuldzinsen gelten. Dabei werden 50% Gewerbesteuer fällig. Die Größenordnung der Zusatzkosten für das Anfallen der Gewerbesteuer beim Forderungsübergang „entspricht schätzungsweise 40 bis 50 Basispunkten per annum“.²² Dieser relevante Nachteil für den Verkäufer verhindert bisher die Gründung von Zweckgesellschaften in Deutschland. Statt dessen haben die Zweckgesellschaften meist ihren Sitz in Niedrigsteuerländern wie den Cayman Islands oder Irland.

Jedoch „wurden Zweckgesellschaften, die von Kreditinstituten Kreditforderungen übernehmen und die Verbriefung organisieren, gewerbesteuerrechtlich rückwirkend zum 1. Januar 2003 den Banken gleich gestellt“²³ und unterliegen somit dem § 19 Gewerbesteuerdurchführungsverordnung. D. h., dass eine Zweckgesellschaft, welche Kreditforderungen verbrieft, keine Gewerbesteuer zahlen muss. Würde man diese Regelung auch auf Zweckgesellschaften übertragen, die andere Forderungsarten als Kredite verbrieft, so würde dies dem ABS-Markt in Deutschland sicherlich nutzen.

Auf eine eingehende Betrachtung des Vergaberechts sowie der Problematik des Datenschutzes soll an dieser Stelle verzichtet werden.

Doppelte Buchführung als Voraussetzung für den Einsatz von ABS

Das kameralistische System erlaubt keine bzw. keine ausreichende Darstellung des kommunalen Vermögens sowie des durch die kommunale Tätigkeit verursachten Ressourcenverbrauchs. Die Mängel der herkömmlichen Kameralistik führen zu unzureichenden Informationsversorgungen der Entscheidungsträger sowie der Aufsichtsorgane. So ist beispielsweise auf den Instandhaltungsstau in öffentlichen Immobilien hinzuweisen; das bisherige kameralistische Rechnungswesen versteckt systembedingt den schleichenden Werteverfall.

„Die Doppelte Buchführung (Doppik) ist ein Abbildungsinstrument, das die Realität aussagekräftiger abbilden kann als die herkömmliche Kameralistik.“²⁴ Die Doppik ist auf die Gegenüberstellung von Ressourcenverbrauch (Aufwand) und Ressourcenaufkommen (Ertrag) gerichtet. Der wesentliche Unterschied zum kameralistischen Ansatz liegt in der Berücksichtigung von wirtschaftlich verursachten, aber nicht zahlungswirksamen Transaktionen einer Periode. Als Beispiele können die Bildung von Rückstellungen und die Verrechnung von Abschreibungen zur Ermittlung des Vermögensverzehr genannt werden. Die Berechnung von Abschreibungen setzt voraus, dass das Vermögen vollständig erfasst und bewertet wird.

Die Erkenntnisse aus der Anwendung des Neuen Kommunalen Rechnungswesens (NKR) (sog. Speyerer Modell), die aus Projektversuchen der baden-württembergischen Kommune Wiesloch, sowie der Städte Uelzen und Salzgitter stammen, werden ab 2007 in ein flächendeckendes doppisches Haushalts- und Rechnungswesen im Land Niedersachsen übertragen. Dieses doppische Haushalts- und Rechnungswesen ist mit einigen Spezifikationen sicherlich auch für andere Bundesländer und den Bund sinnvoll. „Seit 1980 haben sich fast alle führenden Wirtschaftsnationen in grundlegenden Haushaltsreformen zu einer Angleichung des öffentlichen und privaten Rechnungswesens entschlossen, nur in Deutschland wurde 1998 in § 33a Haushaltsgrundsatzgesetz nochmals die Kameralistik der Doppik vorgezogen.“²⁵

Das NKR sieht für den Bereich des realisierbaren Vermögens eine Zeitwertermittlung vor. Dieses realisierbare Vermögen umfasst per Definition ziemlich genau die Vermögensgegenstände, die unter § 63 LHO fallen, nämlich alle Vermögensgegenstände, die nicht zur Erfüllung der öffentlichen Aufgaben dienen. Das realisierbare Vermögen gliedert sich in Sachvermögen und Finanzvermögen, das sind Finanzanlagen, Transferforderungen, Forderungen aus Lieferungen und Leistungen, sonstige Forderungen, liquide Mittel und sonstiges Vermögen. Hier finden sich also einige Positionen wieder, die „verbriefbar“ sind. Wenn diese Aktiva vorher einer Bewertung unterzogen wurden, so wird der Aufwand im Vorfeld der Strukturierung einer ABS-Transaktion wesentlich geringer ausfallen und die ermittelten Werte wesentlich genauer sein als grobe Schätzungen. Des Weiteren könnte bei Anwendung des doppelten Systems der § 63 Abs. 3 BHO auch so ausgelegt werden, dass eine Übersicherung möglich ist. Denn bei Abkehr von der reinen Einnahmen/Ausgaben-Betrachtung wäre eine jahresübergreifende Bewertung möglich.

Beispiele aus der Praxis und die mögliche Umsetzung in Deutschland

Geeignete Vermögenswerte für die öffentliche Hand, die sich für eine Verbriefung eignen würden, sind beispielsweise:

- ◆ Immobilien
- ◆ Darlehensforderungen gegenüber Privaten
- ◆ Bafög/Studentendarlehen
- ◆ Auslandskredite
- ◆ Pensionsverpflichtungen

Wir werden im Folgenden zeigen, wie diese Assets bereits Gegenstand von Verbriefungen wurden und an einem Beispiel darstellen, wie es einem deutschen Bundesland möglich wäre, Förderkredite zu verbiefen.

◆ **Transaktionsbeispiel 1: Verbriefung von Wohnbauförderungsdarlehen durch das Land Niederösterreich (Dezember 2001)**²⁶

Im Dezember 2001 führte das Land Niederösterreich die erste Verbriefung von staatlich geförderten Wohnbadaarlehen in Europa durch. Die Wertpapie-

re waren stark überbesichert; der Nominalwert des Portfolios betrug 4,65 Mrd. €, der Nennwert der emittierten Wertpapiere 2,593 Mrd. €. Des Weiteren wurden die Wertpapiere mit Landesgarantien des Landes Niederösterreich ausgestattet.

Für die einzelnen Darlehensnehmer gab es keine Veränderungen. Das Land Niederösterreich blieb Hypothekargläubiger im Grundbuch und die Darlehenstilgungen wurden weiterhin an die Niederösterreichische Landeshypothekenbank AG gezahlt. Dies war durch ein Treuhändermodell möglich geworden. Dabei behält der „Originator“ (Land Niederösterreich) treuhänderisch die Forderungen für das SPV (Blue Danube Loan Funding GmbH). An diesen Forderungen gewährt das Land dem SPV ein Pfandrecht. D. h., das SPV bekommt ein Pfandrecht am Recht auf Wohnbauförderungsdarlehensrückzahlung. Hinter diesem Konstrukt steht die Absicht die teuren und zeitaufwendigen Änderungen im Grundbuch bei Buchgrundpfandrechten zu vermeiden. Mit Hilfe dieser Konstruktion scheint tatsächlich ein „reiner“ Forderungsübergang vollzogen zu werden und damit materiell einem „True Sale“ gleichzustellen, denn auf Grund der treuhänderischen Verwaltung stehen dem SPV die Zahlungen aus den Wohnbauförderdarlehen zu und auf Grund des Pfandrecht ist das SPV gegen den Ausfall des „Originators“ geschützt („Bankruptcy remoteness“). Insbesondere das Fehlen einer Gewerbesteuer in Österreich ist für die Gesamtkonstruktion vorteilhaft und ermöglicht so dem SPV, dort seinen Hauptsitz zu haben.

◆ **Transaktionsbeispiel 2: Verbriefung von ausstehenden Rückzahlungen aus Krediten an Russland durch die Bundesrepublik Deutschland (Juni 2004)**

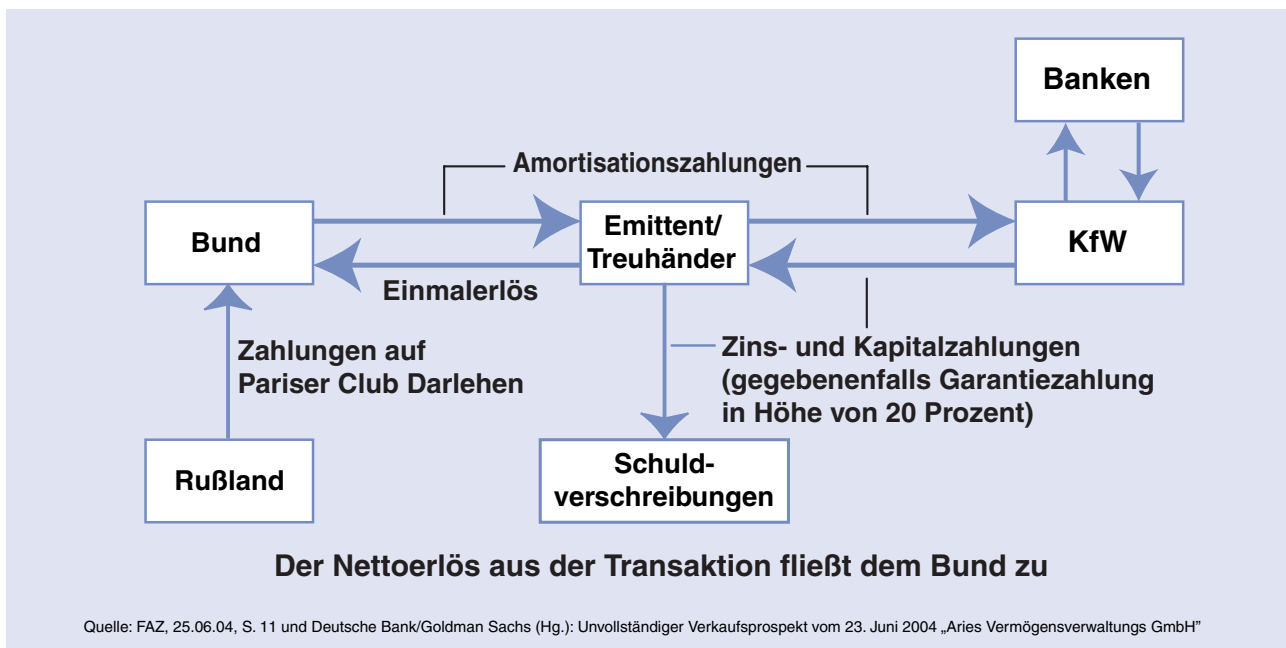
Im Juni 2004 verbriefte die öffentliche Hand (der Bund) in Deutschland zum ersten Mal Finanzvermögen. Im Rahmen dieser Verbriefung wurden die staatlichen Verbindlichkeiten Russlands aus den Pariser-Club-Vereinbarungen über ein SPV namens Aries Vermögensverwaltungs GmbH mit Sitz in Deutschland verbrieft. Das Emissionsangebot der Schuldverschreibungen erfolgte in drei Tranchen, in Euro und Dollar, mit Laufzeiten von drei, fünf und zehn Jahren. Die Schuldverschreibungen erhielten ein BB+ - Rating von Standard & Poor's und ein Ba2-Rating von Moody's. Auf Grund dieses Ratings

wird der Bund jedoch die Papiere mit einer höheren Rendite ausstatten. „Diese höhere Rendite im Vergleich zu herkömmlichen russischen Eurobonds begründet sich neben dem Rating in der Tatsache, dass die Schulden im Pariser Club auf privater Basis verhandelt werden. Deshalb geht Moody’s davon aus, dass das Risiko eines Zahlungsausfalls höher ist als bei Eurobonds. Außerdem ist festgelegt, dass die Investoren der Papiere nur 20% ihres eingesetzten Kapitals zurückbekommen, wenn Russland bestimmte Termine für die Rückzahlung seiner Verbindlichkeiten nicht einhält. Die empirisch beobachtete Rückzahlung bei Staaten liegt im Insolvenzfall jedoch bei 41%.“²⁷ „Insofern ist die offerierte Rückzahlungsgarantie eher ein Faktor, der den „Spread“ der „deutschen Rußland-Anleihen“ in die Höhe treibt.“²⁸

Russland ist gegenwärtig bei der Bundesrepublik Deutschland mit 14 Mrd. € verschuldet. Von dieser Summe wurden ca. 5 Mrd. € verbrieft.

„Die Transaktion wurde von der KfW-Bankengruppe unter Mitwirkung der Deutschen Bank und Goldman Sachs organisiert. Die Aries GmbH emittierte die Anleihen und reichte den Erlös an den Bund weiter. Im Gegenzug leitet der Bund die laufenden russischen Zahlungen an das SPV weiter, welche mit der KfW eine Wiederanlagevereinbarung abschloß. Im Rahmen dieser Vereinbarung überweist Aries das vom Bund erhaltene Geld an die KfW und erhält von dieser die Mittel für die Bedienung der Anleihen. In der gesamten Struktur trägt die KfW kein Währungs-, Zinsänderungs- oder Ausfallrisiko.“²⁹

Abbildung 6: Strukturbild der Transaktion „Aries“



Die Hauptmotivation für den Bund bei dieser Transaktion war die Realisierung von Haushaltseinnahmen vor deren Fälligkeit. Eine Reduzierung des Budgetdefizits nach Maastricht wurde durch diese synthetische Transaktion nicht erreicht, denn es handelte sich dabei um einen „einfachen“ Aktivtausch; ein Forderungsbestand wurde gegen Liquidität getauscht. Es gab keine Auswirkung auf das Defizit bei der Kreditvergabe an Russland und es wird auch keine Auswirkungen geben, wenn das Geld zurückfließt.

Allerdings wird das Haushaltsdefizit gesenkt. Die Kreditaufnahme wird entlastet und damit sinkt die Nettokreditaufnahme. Der Verkauf der Darlehen an Russland wird im Haushalt als Privatisierungserlös verbucht.

Bei der Bewertung der Wirtschaftlichkeit kommt der Bundesrechnungshof laut FAZ ein Jahr später allerdings zu einem negativen Ergebnis: „Die Vermarktung der Russlandforderungen durch die Bundesregierung sei angesichts günstiger Refinanzierungskosten keine wirtschaftliche Alternative zu einer Kreditaufnahme gewesen. Eine Berechnung der Mehrkosten durch die höhere Verzinsung der Anleihen im Vergleich zur Kreditaufnahme des Bundes durch Bundeswertpapiere habe eine Differenz von 1,5 Mrd. € ergeben. Darüber hinaus hätten die Banken, die die Anleihen platziert hätten, die Wirtschaftlichkeit berechnet und unter Beachtung der Zinssätze, die Russland durchschnittlich auf seine Pariser-Club-Schulden zahlte, einen Forderungsabschlag von 11,5% zum Kapitalwert zu Lasten Eichels festgestellt.“³⁰

◆ **Transaktionsbeispiel 3: Verbriefung von Pensionsverpflichtungen der ehemaligen Bundespost**

Am 15. Juni 2005 kam mit **GERMAN POSTAL PENSIONS SECURITISATION PLC (GPPS)** eine für Deutschland bis dato einmalige Transaktion an den Markt. Das Gesamtvolumen der Emission, zu Beginn der Marketing-Phase noch bei 6 Mrd. €, wurde wegen des großen Interesses auf 8 Mrd. € aufgestockt. GPPS ist eine Verbriefung von Pensionsforderungen für Beamte gegenüber den Nachfolgeunternehmen der Deutschen Bundespost, Deutsche Post AG, Deutsche Telekom AG und Deutsche Postbank AG. Diese Forderungen waren

infolge der Verabschiedung des Postpersonalrechtsgesetzes und der Privatisierung der Deutschen Bundespost entstanden.

Obwohl keines der Postnachfolgeunternehmen (PNUs) über ein Top-Rating verfügt, sind alle drei Tranchen der Emission (5, 10 und 15 Jahre Laufzeit), die pari passu zueinander rangieren,³¹ AAA geratet. Dies wird ermöglicht durch die implizite Garantie des Bundes, der für die Differenz zwischen den PNU-Zahlungen und den Pensionsansprüchen gutsagt. Dementsprechend ist die bestimmende Credit-Komponente der Transaktion nicht das Rating der PNUs, sondern das der Bundesrepublik Deutschland.

Der Grund für diese Transaktion von Seiten des Bundes dürfte v.a. eine kurzfristige Liquiditätsverbesserung für den laufenden Bundeshaushalt darstellen. Langfristig findet keine Entlastung des Bundes statt, vielmehr stehen die Vermögensgegenstände darstellenden Forderungen gegenüber den PNUs in Zukunft nicht mehr zur Verfügung. Wie schon im obigen Text beschrieben, existiert auch hier die Problematik, dass Forderungsverkäufe nicht für die Einhaltung der Maastricht-Kriterien oder der grundgesetzlichen Verschuldungsgrenzen geeignet sind. So bemerkt die Deutsche Bundesbank in ihrem Monatsbericht vom August 2005: „Einschließlich Darlehensrückflüssen und einem wiederum entfallenden Zuschuss an die Postpensionskasse summieren sich die Entlastungen aus Vermögensverwertung auf gut 30 Mrd. €. Der Verkauf von Vermögen zur Einhaltung der verfassungsmässigen Verschuldungsgrenze steht allerdings nicht im Einklang mit dem Grundsatz, durch die Bindung von Kredit an Investitionen einem staatlichen Vermögensverzehr vorzubeugen.“

Die Ratingagentur Standard and Poor's kam Mitte August 2005 zu der Einschätzung, dass die beiden strukturierten Finanztransaktionen des Bundes keine Änderung der Schuldenlage für das Länderrating mit sich bringen. Diese Maßnahmen würden mit Blick auf die Ratings weder als eine Erhöhung der Einnahmen der Regierung noch als eine Verringerung der Ausgaben erachtet.

◆ **Transaktionsbeispiel 4: Verbriefung von Studentendarlehen durch das staatsnahe Unternehmen „Sallie Mae“ in den USA**

Vor dem Hintergrund der aktuellen Diskussion in Deutschland um die zukünftige Finanzierung eines Studiums und des bereits geplanten KfW-Studienprogramms soll an dieser Stelle kurz ein Modell aus den USA vorgestellt werden, an dem sich Deutschland orientieren könnte.

Die staatsnahe **Student Loan Marketing Association** („Sallie Mae“) kauft seit 1972 Bildungskredite von Banken oder anderen Instituten auf. Seit 1995 verbrieft **Sallie Mae** diese Kredite als sog. „Bildungsanleihen“. Die Kredite werden normalerweise vom Bildungsministerium garantiert. Damit existiert in den USA ein breiter, leistungsfähiger Sekundärmarkt für Bildungskredite.³²

Der Lebenszyklus der Nettozugänge an flüssigen Mitteln für die Studentendarlehen teilt sich in drei Abschnitte auf: Aufschubphase, tilgungsfreie Phase und Rückzahlungsphase. Während der ersten Phase, die schon während der Schulzeit beginnen kann, werden keine Zahlungen geleistet. Diese kann bis zu vier Jahren dauern. Im Anschluss bleibt das Darlehen sechs Monate tilgungsfrei. Dann beginnt die Phase der aktiven Rückzahlung des Schuldners. Die Verbriefung der Studentendarlehen verläuft - beispielhaft am ABS-Bond „**SLM Student Loan Trust 2003-10**“ aus dem Herbst 2003 mit einem Volumen von 3 Mrd. \$ gezeigt – wie folgt:³³ **Sallie Mae**, als Tochtergesellschaft der **SLM Corp.**, verkauft die Studentendarlehen an die **SLM Funding LLC**, die als Verbriefungsplattform für **SLM Corp.** dient und diese wiederum an die Bank of New York verkauft, die in ihrer Rolle als Anleihtreuhänder in erster Linie ein Sicherheitsinteresse an den Darlehen und Erlösen zugunsten der Schuldscheininhaber hat. Dieser Anleihtreuhänder zahlt vierteljährlich Zinsen auf die Wertpapiere; zuerst aus einem „Cashpool“ bereits bestehender Studentendarlehen und dann aus Einnahmen, die durch den regelmäßigen Ankauf von weiteren Studentendarlehen während einer siebenjährigen revolving Laufzeit entstehen. Die anfänglichen und nachfolgenden Studentendarlehen bestehen hauptsächlich aus Konsolidierungskrediten, die Zinssubventionen beinhalten und Sonderzahlungen des **U.S. Department of Education**,

ebenso wie aus sämtlichen Liquidationserlösen. Des Weiteren stehen Mittel aus dem Rücklagenkonto für Ausschüttungen an die Investoren zur Verfügung. Der Kapitaldienst für die Wertpapiere wird bis zum Ende der revolving Periode abgeschlossen.

◆ **Vorschlag für eine Umsetzung: Verbriefung von Förderkrediten durch ein Bundesland**

Ein Bundesland könnte zinsgünstige Förderkredite, die sie aus dem Landeshaushalt meist an kleine und mittlere Unternehmen oder Privatpersonen über Banken bereitstellt, verbrieft. Diese Förderkredite haben zumeist sehr unterschiedliche Restlaufzeiten. Diese können einige Monate, aber auch bis zu 90 Jahren betragen. Für die Investoren stellt dies kein Problem dar. Wichtiger ist für sie die gewichtete durchschnittliche Kapitalbindungszeit und die sog. „Expected Maturity“. Das ist der Zeitpunkt, zu welchem die vollständige Tilgung der ABS-Papiere erwartet wird. Diese erwartete Fälligkeit berechnet sich auf Grund von Annahmen bezüglich vorzeitiger Rückzahlungen, Kreditverluste, Zahlungsströme oder anderer Kosten. Werden diese Annahmen verletzt oder treffen die Zahlungsströme nicht, zu früh oder zu spät ein, so kann dies zur vorzeitigen Rückzahlung durch vorzeitige Kündigung („Early Amortisation“) oder zu einer früheren/späteren Rückzahlung führen (Kontraktions-/ Extensionsrisiko).³⁴ Da diese Förderkredite aber zumeist grundpfandrechtlich besichert sind, würden – neben dem zeitlichen Aufwand – immense Kosten durch die einzelnen Grundbuchänderungen entstehen, da diese Sicherheiten akzessorisch sind und die Grundschulden damit an das SPV übergehen. Dies würde solch eine Transaktion unwirtschaftlich machen. Eine Lösung wäre das im niederösterreichischen Beispiel angesprochene Treuhandmodell mit Gewährung des Pfandrechts.

Würde man „nur“ einen Vertrag mit treuhänderischer Verwaltung schließen, so verfügt das SPV bei einem Ausfall des „Originators“ lediglich über das sog. Absonderungsrecht, das die Ansprüche auf die Vermögensrechte abhängig vom Management des „Insolvenzverwalters“ macht. Nimmt man aber noch die Übertragung der Pfandrechte als „dingliche“³⁵ Komponente an den Forderungen hinzu, so verfügt das SPV auch über ein sog. Aussonderungsrecht.³⁶ Das bedeutet, das SPV als Gläubiger des

Landes darf die Vermögenswerte aus dem „Insolvenzvermögen“ herausnehmen und selbst veräußern.³⁷ Eine Steueranhebung stellt hierbei keine Lösung dar, da die Länder nicht über eigene Steuerkompetenz verfügen.

Einfacher wird eine solche Transaktion, wenn die Förderdarlehen über Briefgrundschulden abgesichert sind. Denn dann müssen nur die Briefe an das SPV übertragen werden. Dies ergibt sich durch die §§ 1116 ff. BGB, wonach der Inhaber des Briefes Inhaber der Ansprüche ist.

Der Vorteil einer Verbriefung von Förderkrediten ist gleichzusetzen mit den typischen Vorteilen eines „True Sale“ von Krediten. Das Land erzielt einen Preis „der in der Regel gleich dem Barwert aller Zins- und Kapitalzahlungen ist. Gleichzeitig überträgt das Land die Kreditrisiken auf die Zweckgesellschaft.“³⁸

Zusammenfassung

Asset Backed Securities stellen auch für die öffentliche Hand in Deutschland eine sinnvolle Finanzierungsalternative – insbesondere unter der Annahme schlechterer Langfristratings und den Auswirkungen von „Basel II“ – zur Haushaltsentlastung dar. Hierbei ist wichtig, dass die Verbriefung so strukturiert wird, dass der Liquiditätsgewinn nicht als verdeckte Schuldenaufnahme durch EUROSTAT bewertet wird. Verbriefungen sind grundsätzlich für alle drei Gebietskörperschaftsebenen sinnvoll. Auf Bundesebene ist das kritische Volumen, das zur Realisierung der „economies of scale“ benötigt wird, am einfachsten erreichbar. Hier sind auch die beiden einzigen Transaktionen der öffentlichen Hand in Deutschland bis zum aktuellen Zeitpunkt durchgeführt worden (Verbriefung der Forderungen an Russland und Verbriefung der Pensionsverpflichtungen der Bundespost-Nachfolgeunternehmen). Aber auch auf Bundesländerebene machen Verbriefungen durchaus Sinn, wie das Beispiel der Verbriefung von Förderkrediten zeigt. Sie zeigt allerdings auch ganz deutlich die Hindernisse, die in Deutschland bei Verbriefungen bestehen. Diese betreffen vor allem das Grundbuchrecht, die Gewerbesteuer, die Haushaltsordnungen oder das Bundesdatenschutzgesetz bzw. deren jeweilige Auslegung. Um Rechtssicherheit für alle beteiligten Parteien zu

gewährleisten, wäre ein Verbriefungsgesetz notwendig. Damit würde vermieden, dass die unterschiedliche Auslegung von Rundschreiben einer Aufsichtsbehörde oder ein Urteil eines Oberlandesgerichts den Verbriefungsmarkt in Deutschland immer wieder aufs Neue hemmt.³⁹ Ein weiteres Argument sind hier vor allem auch die teilweise schon vorhandenen Langfristratings einiger Bundesländer (siehe Tabelle 1).

Insbesondere für Kommunen sind alternative Finanzierungsinstrumente sicherlich sinnvoll. Die anhaltende Anspannung der kommunalen Haushalte wird auch durch die nochmalige Aufstockung der eigentlich nur zur Überbrückung von Liquiditätseingängen vorgesehenen Kassenkredite auf nunmehr 2,5 Mrd. € belegt.⁴⁰

Auf kommunaler Ebene wäre eine Verbriefung für eine einzelne Kommune auf Grund der hohen Fixkosten allerdings nur schwer zu realisieren. Ein möglicher Ansatz wären hier „Multi-Seller-Strukturen“, um über ein höheres Volumen die entsprechenden Größenvorteile zu erreichen. Insbesondere auf Kommunen träfe aber die oben genannten Vorteile – insbesondere unter Berücksichtigung der restriktiveren Kreditvergabe von Banken und Sparkassen – einer Verbriefung voll zu.

Zieht eine Gebietskörperschaft eine Verbriefung in Betracht, so sollte davor immer eine Wirtschaftlichkeitsanalyse inklusive Zinsmeinung stehen, damit eine ex-post-Analyse nicht zu einem ähnlichen Ergebnis kommt wie der Bundesrechnungshof im Fall der Aries-Transaktion.

Wie die Wachstumsinitiative der EU⁴¹ zeigt, werden Verbriefungen auch als Instrument zur Stimulation von Investitionen betrachtet. Auch das vom Bundesministerium der Finanzen in Auftrag gegebene Gutachten zu „Optimalen staatlichen Rahmenbedingungen für einen Kreditrisikomarkt/Verbriefungsmarkt für Kreditforderungen und -risiken in Deutschland“ der Boston Consulting Group fordert explizit die Verbriefung öffentlicher Forderungen.⁴² Für die öffentliche Hand kommt eine Vielzahl verbriefbarer Vermögenswerte in Frage, wie oben teilweise aufgezeigt wurde. Zahlreiche Beispiele finden sich bereits im Ausland.

Als großer Vorteil von ABS gilt sicherlich die Refinanzierungsmöglichkeit des Originators unabhängig vom eigenen Rating. Allerdings ist auch zu bedenken, dass es durchaus denkbar ist, dass eine Herabstufung der Bonität des Pools eine Herabstufung der Bonität des „Originators“ zur Folge haben kann. Dies wäre in dem Fall möglich, wenn der „Originator“ seine Refinanzierung hauptsächlich mit Hilfe von ABS durchführt und somit eine Wechselwirkung zwischen Rating des Pools und Rating des „Originators“ besteht. Daher sei an dieser Stelle nochmals betont, dass ABS eines von vielen Finanzierungsinstrumenten darstellt, aber keinesfalls ausschließlich genutzt werden sollte.

Verfasser: Sebastian Brand
Tel.: 069 / 50606 - 179

Frank Hofmann
Tel.: 069 / 50606 - 137

Literaturverzeichnis/Quellenangaben

¹ Zur Erläuterung der Struktur von Asset Backed Securities sei auf den Lazard Standpunkt Juni 2003 (Der Geldmarkt als Assetklasse in einer Low Return-Welt) hingewiesen

² Statistisches Bundesamt: „Pressemitteilung vom 29. März 2005: Öffentliches Finanzierungsdefizit 2004 auf 65,1 Mrd. Euro verringert“. URL: <http://www.destatis.de/presse/deutsch/pm2005/p1470061.htm> [Abrufdatum: 08.08.2005]

³ Bundesministerium der Finanzen (2004a): Pressemitteilung Nr. 79/2004: 100. Sitzung des Finanzplanungsrates am 16. Juni 2004

⁴ In Anlehnung an das englische Wort für Wertpapier (Securities), wird die Verbriefung von Vermögenswerten „Securitization“ genannt.

⁵ Vgl. The Boston Consulting Group GmbH (Hg.): Optimale staatliche Rahmenbedingungen für einen Kreditrisikomarkt/Verbriefungsmarkt für Kreditforderungen und -risiken in Deutschland, Gutachten im Auftrag des Bundesministeriums der Finanzen, Projektnummer 16/03, Frankfurt 2003, S.68

⁶ Vgl. Jacob, Dieter (Stiftung der Niedersächsischen Bauindustrie; Technische Universität Bergakademie Freiberg; Dresdner Bank AG; Landesbank Berlin; VHV Vereinigte Haftpflichtversicherung V.a.G.; Nord LB): Ergebnisse des Forschungsvorhabens: Privatwirtschaftliche Realisierung öffentlicher Hochbauvorhaben (einschließlich Betrieb) durch mittelständische Unternehmen in Niedersachsen. Freiberg 2003, S.21

⁷ „Land“ steht hier und im Folgenden als Synonym für die öffentliche Hand

⁸ Vgl. Achleitner, Ann-Kristin: Handbuch Investment Banking. Wiesbaden 2002, S. 420

⁹ Vgl. Hahne, Klaus D.: „Gefahr ist gebannt.“ In: Financial Times Deutschland, 01.06.2004, S. 36

¹⁰ Vgl. Piossek, Ines und Wölflé, Peter: ABS-Transaktionen. In: Hockmann, Heinz J./Thießen, Friedrich (Hg.): Investment Banking. Stuttgart 2002, S.433

¹¹ Vgl. Röchling, Arndt: „Strategien für einen aktiven Kreditrisikohandel von Firmenkundenkrediten.“ In: Raiffeisenblatt 11/2003, Wien 2003. URL: <http://www.agrarverlag.at/raiffeisenblatt/401087.html> [Abrufdatum: 19.05.05]

¹² Wooldridge, Philip D.: „Das Entstehen neuer Referenz-Zinsertragskurven.“ In: Bank für internationalen Zahlungsausgleich (Hg.): BIZ-Quartalsbericht, Dezember 2001, Internationales Bankgeschäft und internationale Finanzmärkte. Basel 2001, S. 54 f.

¹³ Vgl. Trost, Wolfram: „Moody's hält an Deutschlands

Bonität trotz Konjunkturflaute fest – Rating-Agentur sieht noch großes Reformpotenzial“. In: Financial Times Deutschland, 11.06.04, S. 22

¹⁴ Reding, Kurt und Müller, Walter: Konzept der Tagung: „Reformoptionen für das kommunale Schuldenmanagement“ am 13./14. November 2003 in Kassel

¹⁵ Vgl. Lützenrath, Christian: „Asset-Backed Securities (ABS) – Finanzierung über Anleger“. In: Bank-Magazin, 03/2000, S.32-34

¹⁶ Vgl. The Boston Consulting Group GmbH (Hg.): Optimale staatliche Rahmenbedingungen für einen Kreditrisikomarkt/Verbriefungsmarkt für Kreditforderungen und -risiken in Deutschland, Gutachten im Auftrag des Bundesministeriums der Finanzen (Projektnummer 16/03). Frankfurt 2003, S. 53 u. 86

¹⁷ Ruff, Claudia: „Ernüchterung bei Bietern für Bundeswohnungen“. In: Der Standard, 13.04.2004, Wien

¹⁸ Analog dazu die einzelnen LHO

¹⁹ Vgl. im Folgenden: EUROSTAT: ESA95 manual on government deficit and debt – Securitisation operations undertaken by general government (Part V), Luxembourg 2003, S. 12-16 und EUROSTAT (2002b): Pressemitteilung No. 80/2002 vom 03.07.2002: Erneute Entscheidung von Eurostat zu Staatsschuld und Defizit: Verbriefung von Verbindlichkeiten in Form von Wertpapieren durch den Staat

²⁰ EUROSTAT(Hg.): Pressemitteilung No. 80/2002 vom 03.07.2002: Erneute Entscheidung von Eurostat zu Staatsschuld und Defizit: Verbriefung von Verbindlichkeiten in Form von Wertpapieren durch den Staat

²¹ Mantelgesellschaft ist hier mit SPV gleichzusetzen

²² Glüder, Dieter und Böhm, Hannelore: „Neue KfW-Modelle – Innovationen im Fördergeschäft“. In: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen 12/2003, S. 39

²³ Bundesministerium der Finanzen: Vortrag des Bundesministers der Finanzen Hans Eichel „Chancen und Herausforderungen für den Finanzplatz Deutschland“ auf der 8. Internationalen Handelsblatt-Jahrestagung „Banken im Umbruch“, 2003, URL: <http://www.bundesfinanzministerium.de/Aktuelles/Reden-.394.20703/Reden/BM-Hans-Eichel-Aufgaben-und-Zi...htm> [Abrufdatum: 01.06.04]

²⁴ Vgl. Matterek, Christian: „Konzept eines integrierten öffentlichen Rechnungswesens“. In: Finanzwirtschaft, Februar 2003, S. 32-37

²⁵ Brixner, Helge: „Die vergessene Reform – Das geltende Haushaltsrecht in Deutschland begünstigt die Verschuldung von Land und Bund“. In: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 24.04.04, Nr. 96, S. 14

²⁶ Vgl. Denison, Susanne: Verbriefung von Wohnungsbauförderdarlehen für das Land Niederösterreich, Präsen-

tation auf dem 1. Austrian Securitisation Forum, Wien 2002, URL: http://www.securitisation.at/2001_SecuritisationWorkshop_ProvinceofLowerAustria.ppt [Abrufdatum: 02.06.05] und Schroder Salomon Smith Barney: Offering Circular Blue Danube Loan Funding GmbH, 2001, S.8 u. 11

²⁷ o.V.: „Russland-Anleihe sind für Eichel kostspielig – Investoren erwarten hohe Zinsen für neue Wertpapiere“. In: Handelsblatt, Nr. 122, 28.06.04, S. 26

²⁸ o.V.: „Russische Anleihen unter Druck“. In: FAZ, Nr. 149, S.19

²⁹ o.V.: „Bund will Rußland-Forderungen verkaufen“. In: FAZ, Nr. 145, 25.06.04, S.11

³⁰ o.V.: Regierung verzichtet auf 1,2 Milliarden Euro – Bundesrechnungshof kritisiert das Verfahren mit den Russlandforderungen als unwirtschaftlich“. In: FAZ vom 11.06.2005, Nr. 133, Seite 9

³¹ Hierbei verpflichtet sich der Schuldner, dass die Rechte der Investoren nicht den Rechten anderer Kreditgeber aus allen bestehenden und zukünftigen Kreditverhältnissen im Rang nachgehen.

³² Vgl. Müller, Ralf: „Bildungsfinanzierung in den USA – Eine Chance für Deutschland?“. In: Wirtschafts-Observator: KfW-Research. Nr. 5, September 2002, S. 4 URL: http://www.kfw.de/DE/Service/OnlineBibl48/Volkswirts64/Wirtschaftsobserver_5_02_deutsch.pdf [Abrufdatum: 04.06.05]

³³ Vgl. O’Neil Mark: “SLM Student Loan Trust 2003-10“. In: Standard & Poor’s (Hg.): Credit Ratings – Presale Credit Reports, New York 2003

³⁴ Vgl. Laternser, Stefan: Asset Backed Securities (ABS) im Portfoliomangement Bern 1997, S. 321

³⁵ ein sog. dingliches Recht ist der sachenrechtliche Bestandteil eines Vertrages, der die materielle Übergabe gewährleistet

³⁶ § 47 Insolvenzordnung (InsO)

³⁷ Vgl. Fleckner, Andreas M.: „Insolvenzrechtliche Risiken bei Asset Backed Securities“. In: ZIP – Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, 25. Jahrgang Heft 13, 26.03.2004, S.585 – 598, insbes. S. 589

³⁸ Glüder, Dieter und Böhm, Hannelore: a.a.O.

³⁹ Urteil des Oberlandesgerichts Frankfurt (AZ 8U84/04)

⁴⁰ Vgl. Deutsche Bundesbank (Hg.): „Monatsbericht August 2005“, Frankfurt 2005, S.67

⁴¹ Europäische Investitionsbank (2003b): Infos & Aktuelles: Europäische Wachstumsinitiative: Schwerpunkte der EIB-Unterstützung liegt auf TEN, Innovation und FuE, 10.12.2003 URL:

<http://www.eib.org/news/news.asp?news=67> Abrufdatum: [23.06.05]

⁴² vgl. Boston Consulting Group GmbH (Hg.): Optimale staatliche Rahmenbedingungen für einen Kreditrisikomarkt/Verbriefungsmarkt für Kreditforderungen und -risiken in Deutschland, Gutachten im Auftrag des Bundesministeriums der Finanzen (Projektnummer 16/03).

Weitere Lazard Publikationen

Hintergrund September 2004

„Kapitalanlage und Benchmark“

Standpunkt Oktober 2004

„Europäisches Rentenmanagement und Absolute Return“

Investment Perspektive IV/2004

- Demografie
- Rabattschlacht in Deutschland

Standpunkt Dezember 2004

„Gebühren im Asset Management – Spieglein Spieglein an der Wand“

Investment Perspektive I/2005

- USA 2005 – Creativity Crisis
- Displays – Größer, flacher, besser

Hintergrund Februar 2005

„Value at Risk und Stresstests in Banken und Versicherungen“

Investment Perspektive II/2005

„Offshoring als Variante des Outsourcings“

Standpunkt April 2005

„Private Equity als Alternative Assetklasse“

Standpunkt Mai 2005

„Der Spezialfonds – no future?“

Hintergrund Juni 2005

„Der Bondholder Value als Bestimmungsfaktor der Unternehmensbewertung“

Investment Perspektive III/2005

- Feiertage – Wem die Stunde schlägt
- Asien – A never ending story

Hintergrund August 2005

„Shareholder Value in der Sackgasse?“

Diese und weitere Publikationen stehen Ihnen als kostenloser Download auf unserer Homepage zur Verfügung:

<http://www.lazardnet.com/lam/de/wissenswertes.shtml>



Lazard Asset Management
(Deutschland) GmbH

www.lazardnet.de

Alte Mainzer Gasse 37
60311 Frankfurt
Tel.: 069 - 50 60 6 - 0
Fax: 069 - 50 60 6 - 100

Neuer Wall 9
20354 Hamburg
Tel.: 040 - 35 72 90 - 20
Fax: 040 - 35 72 90 - 29