

Waldvogel, Felix

**Working Paper**

## Zertifizierung von Verbriefungstransaktionen durch die True Sale International (TSI)

Bayreuth Working Papers on Finance, Accounting and Taxation - FACT-Papers, No. 2009-01

**Provided in Cooperation with:**

University of Bayreuth, Chair of Finance and Banking

*Suggested Citation:* Waldvogel, Felix (2009) : Zertifizierung von Verbriefungstransaktionen durch die True Sale International (TSI), Bayreuth Working Papers on Finance, Accounting and Taxation - FACT-Papers, No. 2009-01, Universität Bayreuth, Lehrstuhl Betriebswirtschaftslehre I: Finanzwirtschaft und Bankbetriebslehre, Bayreuth

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/54950>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

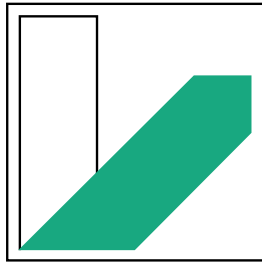
Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*



**UNIVERSITÄT  
BAYREUTH**

**Bayreuther Arbeitspapiere zu  
Finanzierung, Rechnungslegung und Steuern**

Bayreuth Working Papers on  
Finance, Accounting and Taxation  
(FAcT-Papers)

Nr. 2009-01

**Zertifizierung von Verbriefungstransaktionen  
durch die True Sale International (TSI)**

Felix Waldvogel

April 2009

ISSN 1868-9744

**Bayreuther Arbeitspapiere zu Finanzierung, Rechnungslegung und Steuern**

Bayreuth Working Papers on Finance, Accounting and Taxation (FACT-Papers)

Hrsg. von

Rolf Uwe Fülbier, Lehrstuhl für Betriebswirtschaftslehre X: Internationale Rechnungslegung

Klaus Schäfer, Lehrstuhl für Betriebswirtschaftslehre I: Finanzwirtschaft und Bankbetriebslehre (Schriftverkehr)

Jochen Sigloch, Lehrstuhl für Betriebswirtschaftslehre II: Betriebswirtschaftliche Steuerlehre und Wirtschaftsprüfung

Universität Bayreuth

95440 Bayreuth

sekretariat.bwl1@uni-bayreuth.de

[www.fact.uni-bayreuth.de](http://www.fact.uni-bayreuth.de)

# Zertifizierung von Verbriefungstransaktionen durch die True Sale International (TSI)

Felix Waldvogel

Lehrstuhl für Betriebswirtschaftslehre I: Finanzwirtschaft und Bankbetriebslehre  
Universität Bayreuth  
95440 Bayreuth  
felix.waldvogel@uni-bayreuth.de

**Zusammenfassung:** Asset Backed Securities als Instrumente des Kreditrisikotransfers haben in den letzten Jahren ein enormes Marktwachstum erreichen können. Durch die im Rahmen der Subprime-Krise aufgeworfenen Verwerfungen auf den weltweiten Finanzmärkten wird deren Existenz in letzter Zeit aber eher kritisch hinterfragt. Viele der durchgeführten Transaktionen gelten als zu intransparent und risikobehaftet. Im Rahmen dieser Arbeit soll der Fragestellung nachgegangen werden, ob eine Zertifizierung von Verbriefungstransaktionen durch die True Sale International (TSI) geeignet ist, das Transparenzniveau des Verbriefungsmarkts zu erhöhen und dadurch einen positiven Beitrag zur Weiterentwicklung des Marktes zu leisten. Es werden alle Voraussetzungen, welche die TSI an eine Zertifizierung knüpft, eingehend analysiert. Ein Vergleich von zertifizierten mit nicht zertifizierten Transaktionen wird vorgenommen, um abschließend Möglichkeiten zur Weiterentwicklung der Zertifizierungsbedingungen vorzustellen.

**Abstract:** Asset Backed Securities have widely been accepted as instruments of Credit Risk Transfer. Their existence has been questioned in respect to the disavowal of worldwide financial markets due to the subprime crisis. Many transactions are rumoured to be intransparent and risky. This working paper examines whether a certification of true sale transaction by True Sale International (TSI) is able to raise the level of transparency of securitisation markets and thereby contributes to a positive market development. A detailed analysis of all certification requirements imposed by TSI is undertaken. Non certified transactions are compared with certified transactions in order to present possibilities for the improvement of certification criteria.

JEL-Klassifikation: D82, G14, G21

Schlagwörter: Asset Backed Securities, True Sale-Verbriefungen, Zertifizierung, True Sale International



# **Zertifizierung von Verbriefungstransaktionen durch die True Sale International (TSI)**

Felix Waldvogel\*

## **Inhaltsverzeichnis**

- 1 Einleitung
  - 2 Verbriefungstransaktionen und der deutsche Verbriefungsmarkt
    - 2.1 Grundlegende Darstellung von Verbriefungen
    - 2.2 Informationsasymmetrien bei Verbriefungen
    - 2.3 Die True Sale Initiative und der deutsche Verbriefungsmarkt
  - 3 Zertifizierung von Verbriefungstransaktionen
    - 3.1 Definition und Einführung in die Zertifizierung
    - 3.2 Zertifizierungsvoraussetzungen für Verbriefungstransaktionen
      - 3.2.1 Zugelassene Assetklassen und deren Charakteristika
      - 3.2.2 Ausgestaltung der Zweckgesellschaft
      - 3.2.3 Aufbau und Veröffentlichungspflichten des Informationsmemorandums und Zulassung zum Börsenhandel
      - 3.2.4 Veröffentlichungspflichten beim Investorenreporting und dessen Bedeutung als Informationsquelle
      - 3.2.5 Market Making Agreement
  - 4 Vergleich von zertifizierten mit nicht zertifizierten Transaktionen sowie Bewertung der Zertifizierung
    - 4.1 Grenzen einer Bewertung
    - 4.2 Öffentlich platzierte Transaktionen
      - 4.2.1 Informationsmemorandum sowie Darstellung und Bewertung nationaler und internationaler Investorenreportingstandards
      - 4.2.2 Beurteilung des Reportings durch Fitch
      - 4.2.3 Standardisierung, Börsenhandel und Market Making als Einflussfaktoren auf die Sekundärmarktliquidität
      - 4.2.4 Liquiditätsbewertung von Asset Backed Securities anhand des iBoxx EUR ABS 50 Index
      - 4.2.5 Notenbankfähigkeit von Asset Backed Securities
    - 4.3 Anmerkung zu den sonstigen Aspekten der Zertifizierung
  - 5 Fazit
- Literatur

---

\* Die Arbeit beruht auf der Diplomarbeit des Autors, die im Frühjahr 2008 mit dem dritten Preis des Bayreuther MLP-Förderpreises für Finanzdienstleistungen an der Forschungsstelle für Bankrecht und Bankpolitik der Universität Bayreuth ausgezeichnet worden ist.



## **1 Einleitung<sup>1</sup>**

Asset Backed Securities (ABS) und Kreditderivate haben sich in den letzten Jahren zunehmend als moderne Formen des Transfers von Kreditrisiken etabliert. Im Verlauf der derzeitigen Wirtschaftskrise wird deren Existenz jedoch zumeist kritisch betrachtet. Dies liegt zum Teil daran, dass es im Geschäft mit ABS bis dato noch an Transparenz mangelt und dadurch ein rationaler Blick auf die Vor- und Nachteile dieser Instrumente zunehmend in den Hintergrund rückt.<sup>2</sup> Als eine der wesentlichen Ursachen der Subprime-Krise werden aber, neben nachlässigen Kreditvergaberegeln und einer mangelnden Due Diligence von Seiten der Investoren,<sup>3</sup> Informationsasymmetrien und fehlende Transparenz genannt.<sup>4</sup> Im Zuge der Krise kann nun beobachtet werden, dass die Transparenzanforderungen der Investoren z. B. im Geschäft mit ABS steigen.

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

## **2 Verbriefungstransaktionen und der deutsche Verbriefungsmarkt**

### **2.1 Grundlegende Darstellung von Verbriefungen**

Werden bestimmte Forderungen (Assets) eines oder mehrerer Unternehmen zu einem Pool gebündelt und dieser an eine rechtlich selbstständige Unternehmung (Zweckgesellschaft, Special Purpose Vehicle (SPV)) übertragen, die Wertpapiere (ABS) begibt, wird dies als ABS-Transaktion bezeichnet. ABS-Transaktionen werden dem Bereich der Verbriefung von Vermögenswerten zugeordnet und können auf synthetischer oder True-Sale Basis vorgenommen werden.<sup>5</sup>

Die einer Transaktion als Forderungspool unterliegenden Vermögenswerte stellen ein entscheidendes Merkmal bei der Betrachtung von ABS-Formen dar. Unter ABS i. w. S. werden

---

<sup>1</sup> Der Autor bedankt sich bei Herrn Dr. Bechthold, Geschäftsführer der TSI GmbH, Herrn Uhrmacher, Prokurist der TSI GmbH und Frau Schemann-Teuber, Geschäftsführerin der ABS + MS Consulting Schemann-Teuber GmbH für die tatkräftige Unterstützung und die Beantwortung zahlreicher Fragen.

<sup>2</sup> Vgl. Rudolph (2007), S. 12.

<sup>3</sup> Vgl. Wittkowski (2007), S. 39.

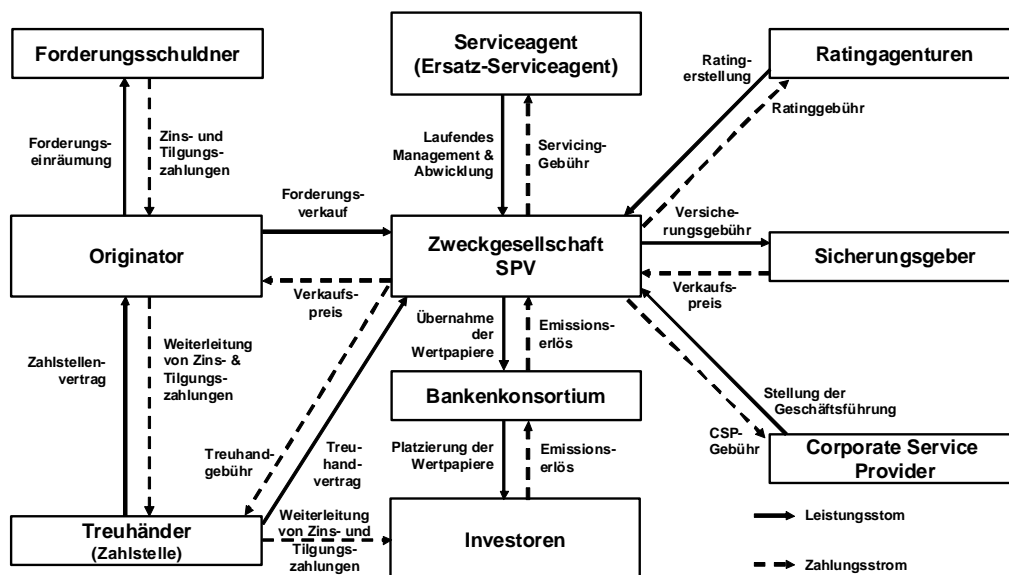
<sup>4</sup> Vgl. o. V. (2007), Securitisation, S. 77.

<sup>5</sup> Vgl. Weber (2006), S. 9. Eine Einteilung in True-Sale- und synthetische Verbriefungen ist in der Literatur weit verbreitet. Vgl. Zeising (2007), S. 312; Rudolph (2005), S. 177.



sowohl Mortgage Backed Securites (MBS) als auch die Verbriefung von Unternehmenskrediten und –anleihen (CLO und CBO) sowie von sonstigen Krediten (Konsumenten und Automobilkredite, Kreditkartenforderungen etc.) verstanden. Die Klasse der MBS kann nach dem Verwendungszweck der unterliegenden Assets in Residential-MBS (bspw. Darlehen für den privaten Hauskauf) und Commercial-MBS (Kredite für den Kauf von gewerblich genutzten Immobilien) unterschieden werden.<sup>6</sup>

Als Kernparteien treten bei einer ABS-Transaktion die Investoren, der Originator sowie die Zweckgesellschaft auf.<sup>7</sup> Bei der Abwicklung von ABS Transaktionen nehmen *Rating-Agenturen* meist eine bedeutende Position ein, um eine Komplexitätsreduktion im Verhältnis zu den Investoren zu erreichen.<sup>8</sup> Die TSI ist bei zertifizierten Transaktionen eine weitere beteiligte Partei. Abbildung 1 stellt die beteiligten Parteien im Überblick dar und fasst deren Aufgaben zusammen.



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

**Abbildung 1: Transaktionsstruktur einer True-Sale-Verbriefung<sup>9</sup>**

## 2.2 Informationsasymmetrien bei Verbriefungen

Aufgrund der rechtlichen und materiellen Komplexität von Verbriefungen und der Unsicherheit darüber, ob Zahlungsströme aus den verbrieften Forderungen verzögert oder evtl. gar

<sup>6</sup> Diese Untergliederung ist keinesfalls abschließend zu verstehen. Für eine weitergehende Darstellung siehe Jobst (2003), S. 6

<sup>7</sup> Vgl. Rudolph u. a. (2007), S. 43.

<sup>8</sup> Vgl. SEC (2005), S. 1511; Bund/Morlok (2005), S. 969. Üblicherweise werden alle Tranchen einer ABS-Transaktion durch die Rating-Agenturen beurteilt. Vgl. Sanio (2008), S. 17.

<sup>9</sup> Auf die Darstellung des Arrangeurs und der TSI wurde aus Gründen der Übersichtlichkeit verzichtet.

nicht geleistet werden, entstehen vor allem zwischen Originator, Emittent und Investor Informationsasymmetrien.<sup>10</sup> Als *adverse selection* kann hierbei z. B. der Anreiz für den Originator bezeichnet werden, nur Verbriefungen von Vermögenswerten der bonitätsmäßig schlechteren Qualität vorzunehmen.<sup>11</sup> Tritt der Originator gleichzeitig als Serviceagent auf, besteht darüber hinaus ein Anreiz zum *moral hazard*, also der mangelnden Überwachung von Forderungen, die der Verbriefung unterliegen.<sup>12</sup> Die Möglichkeit seitens des i. d. R. für die Erstellung des Reportings einer Transaktion verantwortlichen Serviceagenten eine gegebene Zusage zur Versorgung der Investoren mit Informationen im Anschluss an die Emission der Transaktion zu revidieren, stellt ein weiteres Risiko für Investoren dar.<sup>13</sup> Ohne diese Daten ist es ihnen nicht möglich, die Entwicklung der Transaktion zu überwachen, es verstärken sich die „ex post“-Informationsasymmetrien.

### 2.3 Die True Sale Initiative und der deutsche Verbriefungsmarkt

Der deutsche Verbriefungsmarkt hat sich bis dato eher langsam entwickelt.<sup>14</sup> Das Risikotransfervolumen und die Anzahl der Transaktionen der Jahre 2001 bis Juni 2008 sind der Abbildung zu entnehmen.

Unter dem Risikotransfervolumen wird i. d. R. das kumulierte Volumen der True-Sale- und synthetischen Verbriefungen verstanden. Insofern kann Abbildung 2 nur begrenzt Aussagen zum True-Sale-Volumen des deutschen Marktes geben. Eine bessere Interpretation wird durch Abbildung 3 möglich, durch die auch der Trend der vergangenen Jahre hin zu True-Sale-Transaktionen veranschaulicht werden kann.<sup>15</sup>

---

<sup>10</sup> Vgl. Eisele/Neus (2003), S. 237; Bund (2002), S. 24.

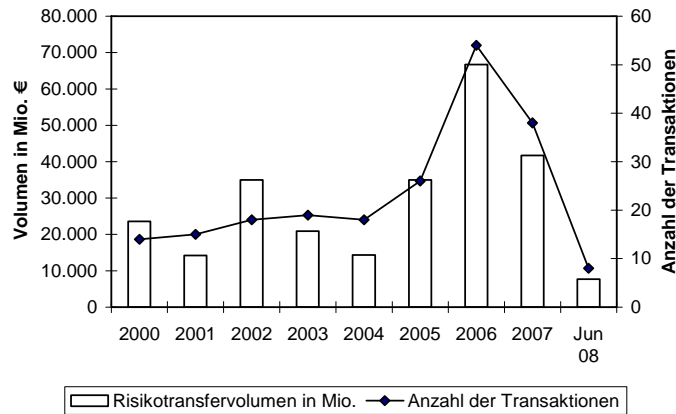
<sup>11</sup> Zu einer möglichen Einschränkung des Risikodiversifikationseffekts im Rahmen von Verbriefungen siehe Bär (2000), S. 343.

<sup>12</sup> Vgl. Altrock/Rieso (1999), S. 281.

<sup>13</sup> Vgl. Fitch (2005), S. 5. Eine Lösung dieses Anreizproblems kann durch Reputation oder eine rechtliche bindende Verpflichtung erreicht werden, die eine Sanktionierung des Vertragsbrüchigen ermöglicht.

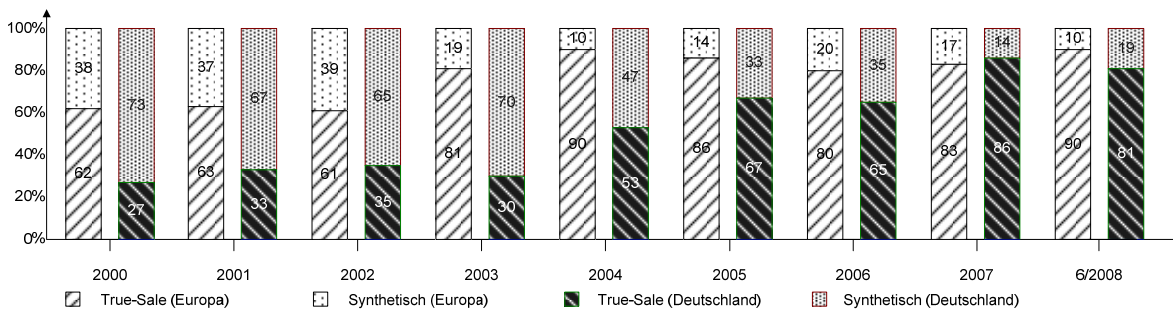
<sup>14</sup> ABS als Instrument zur Unternehmensfinanzierung waren noch im Jahr 1998 in Deutschland weitestgehend unbekannt. Vgl. Küppers/Brause (1998), S. 413. Für die Entwicklung eines Verbriefungsmarktes ist insbesondere der rechtliche Rahmen von Bedeutung. Zu Änderungen und Klarstellungen im rechtlichen Umfeld der letzten Jahre siehe Schöniger (2007), S. 263.

<sup>15</sup> Vgl. Schöniger (2007), S. 263.



Quelle: Eigene Darstellung; in Anlehnung an KfW (2009c), S 1.

**Abbildung 2: Risikotransfervolumen und Anzahl deutscher ABS-Transaktionen**



Quelle: Eigene Darstellung; in Anlehnung an KfW (2009a), S. 1 und KfW (2009b), S. 1.

**Abbildung 3: Prozentuale Aufteilung des Risikotransfervolumens auf True-Sale- und synthetische Verbriefungen**

Aufgrund der hohen Komplexität des Verbriefungsmarktes sind die Investoren in Deutschland fast ausnahmslos institutioneller Natur, wobei für deutsche Banken bislang kaum verlässliche Zahlen über den Investorenkreis ermittelt wurden.<sup>16</sup>

In den letzten Jahren hat die TSI die Entwicklung des deutschen Verbriefungsmarktes maßgeblich beeinflusst. Die TSI ist aus einer Verbriefungsinitiative von insgesamt 13 Banken hervorgegangen. Im Juli 2005 des Jahres wurden drei Stiftungen errichtet, um Verbriefungstransaktionen vollständig über Deutschland abwickeln zu können. Im Mai 2005 wurde als hundertprozentige Tochter der TSI die TSI Services GmbH gegründet, welche für die Koordination der Gründung und Übertragung von deutschen SPVs verantwortlich ist. Die TSI will Standards bezüglich Transparenz und Liquidität im ABS-Markt setzen. Dieses Ziel findet vor allem in der Zertifizierung von Verbriefungstransaktionen Ausdruck.<sup>17</sup>

<sup>16</sup> Vgl. Michel/Kleidt (2004), S. 18; Deutsche Bundesbank (2004), S. 36.

<sup>17</sup> Vgl. Brenken/Papenfuß (2007), S. 55, 60; Glüder/Bechtold (2004), S. 21

### **3 Zertifizierung von Verbriefungstransaktionen**

#### **3.1 Definition und Einführung in die Zertifizierung**

Im Deutschen steht ein Zertifikat (lat. *certis facere*, „sicher machen“) unter anderem für eine Bescheinigung oder Beglaubigung. Dessen Ausstellung ist häufig mit der Erlaubnis der Kennzeichnung des zertifizierten Produkts oder der Dienstleistung verbunden. Im Falle der erfolgreichen Zertifizierung durch die TSI wird dem Emittenten die Möglichkeit eröffnet, das Offering Circular (OC) und die weiteren „von der Zertifizierung umfaßten Emissionsprodukte der SPV-Gesellschaft“<sup>18</sup> mit dem Label bzw. dazugehörigen Markenzeichen „*Certified by True Sale International*“ zu kennzeichnen<sup>19</sup>

Die Qualität der Partei, die ein Zertifikat ausstellt (Zertifizierer), wird oftmals durch den Staat oder von einer staatlich überwachten Stelle beglaubigt bzw. akkreditiert, welche/r die fachliche Kompetenz sowie die Neutralität der Zertifizierungsstelle sicherstellen soll.<sup>20</sup> Die TSI muss als Zertifizierungsstelle nicht von staatlicher Seite akkreditiert werden, da die Zertifikatsvergabe nicht staatlich gefordert wird.<sup>21</sup> Jedoch dürfte die Vergabe des Zertifikats von den Gesellschaftern der TSI überwacht werden, da diese mit der TSI direkt in Verbindung gebracht werden, um sich gegen einen möglichen Reputationsverlust bei einer zu nachlässigen Vergabe von Zertifikaten abzusichern.

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

#### **3.2 Zertifizierungsvoraussetzungen für Verbriefungstransaktionen**

##### **3.2.1 Zugelassene Assetklassen und deren Charakteristika**

Es kann derzeit die Seniortranche von MBS und Verbriefungstransaktionen, deren Referenzportfolio auf Unternehmens- und Konsumentenkrediten basiert, zertifiziert werden.<sup>22</sup> Als Seniortranche wird die ranghöchste Tranche einer Transaktion bezeichnet. Sie ist für gewöhn-

<sup>18</sup> TSI (2005a), S. 1.

<sup>19</sup> Das Zertifikat der TSI kann nach Schemann-Teuber (2008) als Gütesiegel bezeichnet werden.

<sup>20</sup> Vgl. Ensthaler/Strübbe/Bock (2007), S. 6.

<sup>21</sup> Nach Uhrmacher (2008) besteht keine „Akkreditierung der TSI durch Institutionen (..) im Hinblick auf deren Standards bei der Zertifizierung von Transaktionen“

<sup>22</sup> Für die Abwicklung von Transaktionen, denen sog. Non-Performing-Loans (NPL) zugrunde liegen, stellt die TSI ihre Verbriefungsplattform nicht zur Verfügung. Dadurch wird sichergestellt, dass ausschließlich Kredite, die in der Vergangenheit vertragsgemäß bedient wurden, die Verbriefungsplattform durchlaufen.

lich mit einem Triple- oder Double-A-Rating bewertet.<sup>23</sup> Eingrenzender ist eine Definition, der auch die TSI folgt, die lediglich die mit einem AAA bewertete Tranche als Seniortranche bezeichnet. Unabhängig von den unterliegenden Assets muss jedoch eine True-Sale-Transaktionsstruktur vorliegen. Die Kenntnis der Assetklasse bzw. des Verwendungszwecks des zugrunde liegenden Kreditportfolios ist vor dem Hintergrund der damit spezifisch verbundenen Risiken vor allem für die Investoren von Bedeutung. Selbiges gilt für die geografische Verteilung der den Pool konstituierenden Forderungen, deren Laufzeiten sowie beispielsweise den Wohnorten der Kreditnehmer.

### 3.2.2 Ausgestaltung der Zweckgesellschaft

Die Abwicklung von Verbriefungstransaktionen durch die TSI-Plattform erfolgt über drei Stiftungen, die sich als Gesellschafter mit jeweils einem Drittel der Anteile am SPV beteiligen. Mehrere Stiftungen sind notwendig, weil bei einem Anteilsbesitz einer Stiftung an einer oder mehreren Zweckgesellschaften von 50 % oder darüber die SPVs unter der Stiftung konsolidiert werden müssten (Abbildung 4).<sup>24</sup>

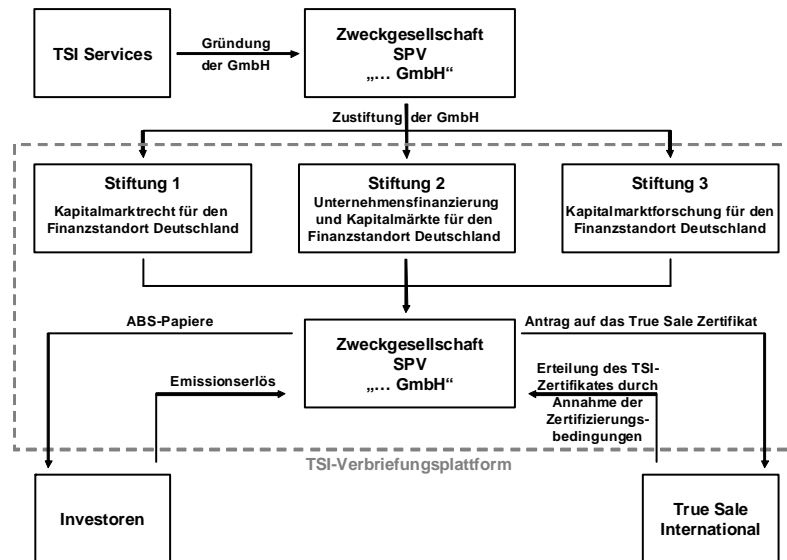
Bei einer Zertifizierung durch die TSI kommt es im Anschluss an die Zustiftung zur Bewertung, ob das SPV alle Zertifizierungsvoraussetzungen erfüllt. Bislang wurde für jede zertifizierte True-Sale-Transaktion ein SPV in Rechtsform der GmbH gegründet. Nach einer Änderung der Zertifizierungsbedingungen ist auch die Zertifizierung einer Transaktion, die über eine nicht in Deutschland ansässige Zweckgesellschaft abgewickelt wird, möglich.<sup>25</sup>

---

<sup>23</sup> Vgl. PwC (2007), S. 6-7. Die Erstellung des Ratings für die zu bewertenden ABS-Tranchen wird von einer oder mehreren der Rating-Agenturen wie Fitch, Moody's und S&P vorgenommen. Bis zum Jahr 2005 wurde noch kein Rating für eine ABS-Transaktion von einer anderen nationalen Rating-Agentur durchgeführt. Vgl. Bund/Morlok (2005), S. 969. Als dominierend im Rating-Prozess weist PwC (2007), S. 12, neben den oben Genannten, die Dominion Bond Ratings Services (DBRS) aus. Diese verlässt in Folge der Subprime-Krise offenbar Europa. Vgl. o. V. (2008), DBRS, S. 17.

<sup>24</sup> § 19 Abs. 2 Satz 1 KWG und § 17 Abs. 1 AktG. So liegt bei diesem Aufbau keine Kreditnehmereinheit im Sinne des KWGs vor. Vgl. o. V. (2005), Redaktionsgespräch, S. 960. Eine Prüfung der Überschreitung der Großkreditgrenze durch die Investoren ist nicht nach jeder neu durchgeführten Transaktion vonnöten, falls es sich bei dem Investor um eine Bank handelt, die den Bestimmungen des KWG unterliegt. Es wird so vermieden, dass bei einem Investor, der an einer TSI-Transaktionen partizipiert und nicht gegen die Großkreditrichtlinie „verstößt“, durch eine Transaktion, bei der er selbst nicht als Investor auftritt, eine Einstufung als Großkreditnehmer vorzunehmen ist. Vgl. Flämig (2004), S. 1; DZ BANK (2007), S. 22. So bedarf es nur auf Einzeltransaktionsbasis einer Prüfung, ob die Großkreditgrenze eingehalten wird, vgl. hierzu Trautwein/Bechtold (2005), S. 3.

<sup>25</sup> Vgl. TSI (2009), S. 4.



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

#### Abbildung 4: Aufbau der TSI-Verbriefungsplattform

Ein Vorteil der in Deutschland angesiedelten SPV-Lösung liegt für Kunden darin, dass die Kreditabwicklung und eine mögliche Prozessführung gegenüber im Ausland angesiedelten Zweckgesellschaften leichter ist.<sup>26</sup> Eine hohe Akzeptanz bei internationalen Investoren soll durch die Orientierung der Stiftungsstruktur an weltweit bekannten Konstruktionen erreicht werden.<sup>27</sup> Gleichzeitig ermöglicht dieser Aufbau die gesellschaftsrechtliche Unabhängigkeit des SPVs vom Originator der Forderungen. Die nötige Insolvenzfestigkeit für True-Sale-Verbriefungen, die ein zentrales Erfordernis aus Sicht der Investoren und der Rating-Agenturen darstellt, wird ebenfalls erreicht. Die Abwicklung von mehreren Transaktionen über ein und dasselbe deutsche SPV ist rechtlich möglich, wurde aber bisher nicht vorgenommen. Hierzu müssten Investoren und Rating-Agenturen davon überzeugt werden, dass im Streitfall die Investoren einer Transaktion keinen Rückgriff auf die Vermögensmasse einer anderen Transaktion haben. Für die Nutzung einer im Ausland angesiedelten Zweckgesellschaft spricht die steuerliche Entlastung bei der Verbriefung von Leasingforderungen. Nur wenn die Nutzung eines im Ausland ansässigen SPV auf steuerlichen Gründen beruht und weitere Bedingungen wie z. B. eine jährliche Prüfung durch eine renommierte Wirtschaftsprüfungsgesellschaft gegeben ist, wird eine Zertifizierung möglich.<sup>28</sup>

<sup>26</sup> Vgl. Koberstein-Windpassinger (1999), S. 474. Darüber hinaus kann gegenüber „Offshore-Lösungen“ eine größere Bandbreite an Investoren angesprochen werden. Vgl. TSI (2007c), S. 11.

<sup>27</sup> Vgl. Michel/Kleidt (2004), S. 25.

<sup>28</sup> Vgl. TSI (2009), S. 4.

### 3.2.3 Aufbau und Veröffentlichungspflichten des Informationsmemorandums und Zulassung zum Börsenhandel

Eine Zusammenfassung der wichtigsten Bestandteile der Dokumentation einer ABS-Transaktion findet sich im Offering Circular. Durch das OC werden sowohl die Art des Risikotransfers als auch die Rechte und Pflichten des Originators und des Treuhänders sowie die Aufgaben des Serviceagenten bestimmt. Eine Zertifizierung durch die TSI setzt voraus, dass sich der Aufbau des Informationsmemorandums an dem von der TSI publizierten „vorgeschlagenen Aufbau des Informations-Memorandums (Prospektaufbau)“<sup>29</sup> orientiert.<sup>30</sup>

Die gesetzliche Pflicht zur Aufstellung eines OC ergibt sich aus Richtlinie 2003/71/EG (EU-Prospektrichtlinie) in Verbindung mit einer Börsenzulassung, die ebenfalls notwendiger Bestandteil der Zertifizierung durch die TSI ist.<sup>31</sup> In deutsches Recht wurde die EU-Prospektrichtlinie durch das Wertpapierprospektgesetz (WpPG) umgesetzt. Unter anderem werden im WpPG Mindestangaben, die in einem Prospekt enthalten sein müssen, kodifiziert und Anforderungen an den Aufbau des Prospekts festgelegt.<sup>32</sup> Diese Anforderungen werden, neben dem Format, den enthaltenden Informationen, der Aufnahme von Informationen mittels Verweis und der Veröffentlichung und Verbreitung von Werbung durch die Verordnung 809/2004 (VO 809/2004) bestimmt, auf die in § 7 WpPG verwiesen wird.<sup>33</sup> Der Prospekt muss über alle wesentlichen Umstände, die für die Bewertung eines Wertpapiers erforderlich sind, in verständlicher und leicht zu analysierender Form Auskunft geben.<sup>34</sup>

Hervorzuheben ist Punkt vier des zusätzlichen Moduls der VO 809/2004, der Mindestangaben für ABS kodifiziert und damit die Rechtsgrundlage für ein späteres Reporting bildet und in den Prospekt aufgenommen werden muss.<sup>35</sup> Der Emittent wird verpflichtet, im Prospekt Auskunft darüber zu geben, ob er beabsichtigt, im Anschluss an die Emission „ex post“-Transaktionsinformationen zu veröffentlichen. Über die Art der Informationen sowie die Publikationshäufigkeit und den Ort, an dem die Informationen zum Abruf bereitgehalten werden, muss er im Falle einer Absichtsbekundung im Prospekt eine Aussage treffen.<sup>36</sup> Dennoch wird

---

<sup>29</sup> Vgl. TSI (2005b), S. 1.

<sup>30</sup> Vgl. TSI (2007a), S. 13.

<sup>31</sup> Nach § 3 Abs. 3 WpPG muss ein Prospekt für Wertpapiere, die im Inland an einem organisierten Markt zugelassen werden sollen, veröffentlicht werden, sofern sich keine Ausnahme von dieser Pflicht aus § 4 Abs. 2 WpPG ergibt.

<sup>32</sup> § 5 Abs. 1 und Abs. 2 WpPG.

<sup>33</sup> Vgl. WpPG „Hinweis auf EU-Recht“. Artikel 1 VO 809/2004.

<sup>34</sup> Vgl. Sandberger (2004), S. 299. Es sind außerdem bestimmte Mindestangaben bei der Ausgestaltung eines Registrierungsformulars zu beachten, die in den Prospekt aufzunehmen sind. Vgl. Anhang VII und Anhang IX der VO 809/2004.

<sup>35</sup> Vgl. Zeising (2007), S. 316. Im Rahmen dieser Arbeit ist mit dem Begriff Reporting die Bereitstellung von Daten/Informationen nach der Emission von Wertpapieren durch das SPV gemeint.

<sup>36</sup> VO 809/2004 Anhang VIII („asset backed securities“/ABS) (Zusätzliches Modul). Wobei der Umfang der Informationen auf die „Leistungskraft der Basissicherheit“ und auf die Wertpapiere, „die zum Handel zugelassen werden sollen“ begrenzt wird. Anhang VIII Nr. 4.1. VO 809/2004.

der Emittent weder durch das WpPG noch durch die Prospektrichtlinie zur Bereitstellung weiterer laufender Informationen über die Transaktion (im Sinne eines Reporting) verpflichtet.

Für die Zertifizierung der Seniortranche stellt deren Zulassung zum Börsenhandel ein zwingend zu erfüllendes Kriterium dar.<sup>37</sup> Gleichzeitig führt die Notierung der Wertpapiere an einer Wertpapierbörse zur Pflicht der Erstellung eines Prospekts. Hinsichtlich der Publizitätswirkung kann hierbei zwischen öffentlicher und privater Platzierung unterschieden werden. Welche Form der Platzierung gewählt wird, ist von verschiedenen Faktoren abhängig,<sup>38</sup> wobei häufig eine Börsennotierung von ABS-Papieren vorgenommen wird.<sup>39</sup> Eine Privatplatzierung ist zwingend notwendig, wenn der Forderungsverkauf anonym abgewickelt werden soll.<sup>40</sup>

### **3.2.4 Veröffentlichungspflichten beim Investorenreporting und dessen Bedeutung als Informationsquelle**

Informationen und deren zeitnahe Bereitstellung stellen eine Voraussetzung für funktionierende Märkte dar.<sup>41</sup> Um Investoren einen kurzfristigen Einblick sowohl in die Transaktion als auch in deren Performance zu ermöglichen, wird die Zertifizierung einer Transaktion von einem standardisierten Reporting des Originators abhängig gemacht. Die Standards werden hierbei von der TSI gesetzt. Durch diese soll eine fortlaufende und zeitnahe Information der Investoren mit qualitativ hochwertigen Daten erreicht werden.<sup>42</sup>

Der Zweck des Reportings ist es, Informationsdefizite bezüglich einer laufenden Transaktion, vor allem gegenüber Investoren, abzubauen.<sup>43</sup> Während des Verbriefungsprozesses stellt das Reporting für alle Beteiligten eine wichtige Informationsquelle dar, um beispielsweise die Wertentwicklung einer Transaktion beurteilen oder nachvollziehen und eine (Des-)Investitionsentscheidung treffen zu können. Im Zentrum der Betrachtung liegt die Entwicklung des Verbriefungsportfolios und die Wertentwicklung der unterschiedlichen Tranchen. Aufgrund

---

<sup>37</sup> Wertpapiere sind nach dem Börsengesetz (BörsG) dann in Deutschland zum Börsenhandel zuzulassen, wenn (unter anderem) ein auf Basis des Wertpapierprospektgesetzes erstellter, gebilligter oder bescheinigter Prospekt veröffentlicht worden ist. § 32 Abs. 3 Nr. 2 BörsG. Eine Ausnahme besteht, falls „der Emittent seine Pflichten aus der Zulassung zum regulierten Markt an einem anderen organisierten Markt nicht erfüllt“ § 32 Abs. 4 BörsG. Bei ABS dürfte das emittierende SPV i. d. R. nicht als Emittent an einem anderen organisierten Markt auftreten.

<sup>38</sup> Vgl. Emse (2005), S. 17; Röchling (2002), S. 21.

<sup>39</sup> Vgl. Küppers/Brause (1998), S. 414. Auf ein Rating der Tranchen der Transaktion kann bei einer privaten Platzierung verzichtet werden, da davon nur begrenzt positive Effekte für den Originatoren ausgehen. Vgl. OeNB (2004), S. 43.

<sup>40</sup> Vgl. Röchling (2002), S. 21-22.

<sup>41</sup> Vgl. Brenken/Papenfuß (2007), S. 61. Rudolph u. a. nennen ein regelmäßiges Reporting als Mittel um die Voraussetzung einer hinreichenden Information „über die Qualität des Forderungspools“ im Rahmen einer öffentlichen Platzierung zu geben. Die Zertifizierung der TSI bezieht sich auf das Reporting, das der Emission der Wertpapiere folgt.

<sup>42</sup> Vgl. TSI (2007c), S. 12.

<sup>43</sup> Vgl. Rudolph (2005), S. 177.



dessen umfasst ein Reporting im Allgemeinen portfolio- und wertpapierbezogene Daten als Informationsebenen.<sup>44</sup>

Für die Transaktionstypen CMBS, RMBS, CLO sowie CL und die Verbriefung von Leasingforderungen hat die TSI Anforderungen an das Investorenreporting erstellt und über ihre Webseite veröffentlicht.<sup>45</sup> Diese Anforderungen der TSI sind als Empfehlung zu verstehen.<sup>46</sup>

### **3.2.5 Market Making Agreement**

Durch die Bereitschaft von Market Makern, „jederzeit“ bestimmte Wertpapiere zu kaufen oder zu verkaufen, werden i. d. R. die Liquidität dieser Wertpapiere erhöht und zugleich Informations- und Transaktionskosten des Wertpapiergeschäftes gesenkt. Dass ABS nur begrenzt liquide sind, ist unter anderem auf deren komplexe und individuelle Ausgestaltung zurückzuführen. Durch die Zertifizierungsvoraussetzung, mindestens zwei Market Maker pro Transaktion zu verpflichten, soll Liquidität auf dem Sekundärmarkt erreicht werden. Auf die Möglichkeit, dass sich trotz der Benennung von mindestens zwei Market Makern kein liquider Sekundärmarkt einstellt oder ein zwischenzeitlich liquider Sekundärmarkt illiquide werden kann, wird im Prospekt der jeweiligen Transaktion hingewiesen.<sup>47</sup>

Dies ist auch in Verbindung mit den Ausnahmeregeln zur Kursstellung zu sehen. Danach ist ein Market Maker nur verpflichtet Preise zu quotieren, wenn genügend Liquidität im Markt vorhanden ist und ein Leerverkauf auf einem funktionierenden Repo-Markt möglich ist. Das gilt insbesondere dann, wenn es zu einer Herabstufung des AAA Ratings einer Tranche kommt.<sup>48</sup>

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

### **4.1 Grenzen einer Bewertung**

Ein Vergleich von zertifizierten mit nicht zertifizierten True-Sale-Transaktionen ist in einigen Bereichen nicht, oder nur sehr eingeschränkt möglich. Insgesamt erschwert der geringe Standardisierungsgrad von Verbriefungstransaktionen einen Vergleich zwischen einzelnen Trans-

<sup>44</sup> Vgl. ESF (2001), S. 1. Falls der Originator sowohl das Reporting als auch das Servicing übernimmt, sollten die Aufgaben bei ihm streng getrennt werden, da es ansonsten zu einer weniger intensiven Überwachung verbriefteter Forderungen kommen könnte. Vgl. OeNB (2004), S. 63.

<sup>45</sup> Vgl. TSI (2008b).

<sup>46</sup> Die von der TSI vorgeschlagenen Definitionen sind ebenfalls online abrufbar. Vgl. TSI (2008b). Es wird darauf hingewiesen, dass die im Prospekt verwendeten Definitionen für das Reporting bindend sind. Vgl. TSI (2008a).

<sup>47</sup> Siehe beispielhaft Driver One (2004), S. 15; Driver Four (2007), S. 25; Wilco 2007-1 (2007), S. 18-19. Das aufgrund dessen ein „Buy and Hold“ der Anleihe bis zu deren Fälligkeit notwendig sein kann, wird ebenfalls durch den Prospekt mitgeteilt.

<sup>48</sup> Vgl. TSI (2007b), S. 2.

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

Privatplatzierungen zeichnen sich dadurch aus, dass nur relativ wenig Angaben im Rahmen von Offenlegungsdokumenten benötigt werden.<sup>49</sup> Es wird angenommen, dass die Investoren die Erfahrung und eine Verhandlungsposition innehaben, die es ihnen ermöglicht, vom Emittenten und Originator Daten und Informationen zu erhalten, die sie benötigen, um eine fundierte Anlageentscheidung zu treffen. Dieser Auffassung scheint auch der Gesetzgeber zu folgen, indem er für den Emittenten die Möglichkeit eröffnet, bei privat platzierten Transaktionen von einer Pflicht zur Erstellung eines Prospekts abzusehen.<sup>50</sup> Privat platzierte Transaktionen können aufgrund ihrer Ausgestaltung nicht zertifiziert werden. Eine Zertifizierung erscheint auch nicht als notwendig, da i. d. R. ein enger Kontakt zwischen Investoren, Emittent und Originator besteht, über den Informationsasymmetrien abgebaut werden können.

## **4.2 Öffentlich platzierte Transaktionen**

### **4.2.1 Informationsmemorandum sowie Darstellung und Bewertung nationaler und internationaler Investorenreportingstandards**

Ein umfassender Prospekt verringert nicht zwingend die Informationsasymmetrien, da die komplexen Erläuterungen von den Marktteilnehmern auch verstanden werden müssen. Darüber hinaus scheitert oftmals die Bewertung der unterliegenden Portfolios. Ein deutsches SPV oder die Abwicklung einer Transaktion über die TSI hat nur bedingt Einfluss auf Vertragskomplexität und -umfang, da diese i. d. R. als „gegeben“ anzunehmen ist.<sup>51</sup> Darüber hinaus wird der von der TSI vorgeschlagene Aufbau des Informationsmemorandums, an dem sich der Prospekt zertifizierter Transaktionen orientieren soll, bei keiner Transaktion vollständig übernommen.<sup>52</sup>

<sup>49</sup> Vgl. Schwarcz (1993), S. 62.

<sup>50</sup> § 3 Abs. 2 Nr. 1 und 2 WpPG.

<sup>51</sup> Nur hinsichtlich der verwendeten Sprache könnte es zu einer Vereinfachung durch ein deutsches SPV kommen. Vgl. Schmittat (2007), S. 299. Gleiches dürfte für den „Spezialfall“ der Abwicklung über ein im Ausland angesiedeltes SPV gelten.

<sup>52</sup> Vergleiche dazu den Aufbau anhand der Vorgabe der TSI (TSI (2005b), S. 1) und den Prospekten der Transaktionen. Vgl. Driver One (2004), S. 6; Driver Two (2005), S. 6-9; Driver Three (2006), S. 6-12; Driver Four (2007), S. 6-10; Wilco 2007-1 (2007), S. 6; TS Co.mit One (2006), S. 4; RCL Securitisation (2006), S. 0; Opera Germany (No. 1) (2006), S. 4; Driver Five (2008), S. 6-10; Driver Six (2008), S. 6-10. Pure German Lion RMBS (2008), S. 7; PB Consumer 2008-1 (2008), 1.

Ein ausführliches Reporting ermöglicht zwar den Vergleich verschiedener laufender Transaktionen und kann dadurch Investoren in ihrer Entscheidungsfindung unterstützen. Es gibt aber keinen Konsens und kaum regulatorische Ansätze darüber, welche Informationen bei laufenden ABS-Transaktionen den Investoren bereitgestellt werden müssen. Ebenso hat sich ein einheitlicher Standard für das Reporting bislang nicht durchgesetzt.<sup>53</sup> Obwohl sich die Reportingstandards bezüglich der Aktualität, Qualität und dem Detaillierungsgrad der Angaben in den letzten Jahren verbessert haben,<sup>54</sup> fordern die politischen Vertreter der Europäischen Union die Verbriefungsindustrie derzeit vermehrt dazu auf, Transparenz auf den Märkten durch bessere Reports und die Bereitstellung von mehr Daten zu gewährleisten.

Im Jahr 2006 hat das European Securitisation Forums (ESF) in der Publikation „Securitisation Market Practice Guidelines“ eine Standardisierung der Begriffe und Definitionen vorgenommen, die beim Reporting von RMBS-Transaktionen Anwendung finden sollen.<sup>55</sup> Durch die vom ESF publizierten Richtlinien soll eine Verbesserung der Qualität sowie der Einheitlichkeit und Verfügbarkeit der Informationen erreicht werden.<sup>56</sup> Die Einhaltung der vom ESF veröffentlichten Richtlinien kann ausschließlich auf freiwilliger Basis erfolgen.

Am 01.01.2006 trat in den USA das „Asset-Backed Securities; Final Rule“ in Kraft. Die von der United States Securities and Exchange Commission (SEC) dadurch verfolgten Ziele waren einerseits die Einhaltung des bestehenden Exchange Acts zu garantieren und andererseits für ein höheres Transparenzniveau bei ABS zu sorgen.<sup>57</sup> Dahingehend werden sowohl die Registrierung und Bekanntmachung als auch die mit dem Reporting verbundenen Erfordernisse von ABS geregelt.<sup>58</sup> Eine Publizitätspflicht im Rahmen der Regulation AB wurde bezüglich der Beschreibung des „Post-Issuance“-Reports, der darin enthaltenen Informationen, des Zeitpunktes und der Art der Verbreitung<sup>59</sup> sowie darüber, welche Partei für die Erstellung verantwortlich ist, eingeführt.<sup>60</sup> Dies soll den Investoren eine Evaluation des Umfangs der Informationen, die sie erhalten, ermöglichen.

---

<sup>53</sup> Weitestgehend unstandardisiert ist deshalb dessen Inhalt und Struktur sowie die optische Gestaltung und die Art der Veröffentlichung; Bund (2001), S. 698. Als wichtige Reporting-Standards sind neben den Vorgaben der TSI die des ESF, des American Securitization Forum und der Commercial Mortgage Securities Association zu nennen.

<sup>54</sup> Vgl. Fitch (2004f), S. 1, für Whole Business Securitization; Fitch (2006a), S. 1 für CMBS; Fitch (2004a), S. 1 für CDOs; Fitch (2004e), S. 1 für RMBS. Ferner sei auf die im Folgenden dargestellten Ergebnisse der Auswertung der Bewertung von Reports durch Fitch verwiesen.

<sup>55</sup> Vgl. ESF (2006), S. 4-11.

<sup>56</sup> Vgl. MFEG (2006), S. 36. Diese geht über die allgemeiner gehaltene „Richtlinie für die Verbriefungs-Marktpraxis“ aus dem Jahr 2004 hinaus, welche jedoch nicht nur auf RMBS, sondern auf Transaktionen aller Assetklassen angewendet werden konnte. Vgl. ESF (2004), S. 3.

<sup>57</sup> Vgl. SEC (2005), S. 1506; Kieslich/Myers (2007), S. 28.

<sup>58</sup> Vgl. SEC (2005), S. 1506. Ein Mehr an Transparenz soll, neben dem „normalen“ Reporting, auch durch ein statisches Pool-Reporting erreicht werden, welches im „Regulation AB“ in Artikel 1105 geregelt ist.

<sup>59</sup> So muss bspw. angegeben werden, ob ein Zugriff auf das Reporting über eine Webseite möglich ist.

<sup>60</sup> Vgl. SEC (2005), S. 1508, 1551.

Die von der TSI gesetzten Standards sind weitreichender als die vom ESF entworfenen Guidelines. Des Weiteren besteht der Unterschied zum ESF darin, dass die TSI die von ihr veröffentlichten Standards umsetzt und bspw. durch zertifizierte Transaktionen im Markt implementiert.<sup>61</sup> Generell fordert die Österreichische Nationalbank (OeNB) neben einer periodischen-, auch eine ereignisbezogene Veröffentlichung von Informationen über die Forderungs-poolentwicklung.<sup>62</sup> Dies wird von der TSI nicht verlangt und könnte als Verbesserungsmöglichkeit der Zertifizierungsbedingungen betrachtet werden.

#### 4.2.2 Beurteilung des Reportings durch Fitch

Fitch hat eigene Reportingstandards für verschiedene Assetklassen formuliert und publiziert.<sup>63</sup> Ebenso nimmt Fitch durch die regelmäßige Veröffentlichung der „Fitch Issuer Report Grades“ (IRGs) eine Beurteilung und Einstufung der Qualität des Reportings vor.<sup>64</sup> Die als Resultat der Berechnung von Fitch vergebene Bewertung entsteht ausschließlich aus der Betrachtung der Reportings und damit verbundener Aspekte.<sup>65</sup> Die Bewertung des Reportings erfolgt auf einer ordinalen Skala mittels Sternen, wobei maximal fünf Sterne erreicht werden können.

Die durchschnittliche Bewertung des Reportings deutscher Transaktionen ist im Vergleich zu europäischen Transaktionen, mit Ausnahme der Assetklasse der SME CDO, höher. Dies wird durch Tabelle 1 verdeutlicht, der die durchschnittlichen Ergebnisse der Berechnung des IRG, getrennt für Europa und Deutschland, den Assetklassen ABS, CMBS, RMBS und SME CDO entnommen werden können.<sup>66</sup>

---

<sup>61</sup> Im Gegensatz zu vielen nicht zertifizierten Transaktionen ist bei zertifizierten Transaktionen ein kostenfreier Zugang zu Investorenreports möglich.

<sup>62</sup> Vgl. OeNB (2004), S. 63.

<sup>63</sup> Vgl. Fitch (2006a), S. 4-11; Fitch (2004a), S. 4-11; Fitch (2004b), S. 3-5; Fitch (2004c), S. 3-6; Fitch (2004d), S. 3-7; Fitch (2004e), S. 4-10; Fitch (2004f), S. 6-12; Fitch (2004h), S. 4-9; Fitch (2003), S. 4-11).

<sup>64</sup> Es wird weder von Moody's noch S&P eine vergleichbare Beurteilung des Reportings von Transaktionen vorgenommen. Fitch betrachtet sowohl True-Sale- als auch synthetische Transaktionen. Das IRG wird von Fitch für Transaktionen berechnet, für die sie als Rating-Agentur ein öffentliches Rating vergibt. Vgl. Fitch (2004g), S. 1, eine Einschränkung erfolgt insofern, als dass dies nur „for most of the European Structured Finance (,ESF') transactions“ gilt.

<sup>65</sup> Die Wertentwicklung- oder das Rating der Transaktion ist bei der Ermittlung irrelevant. Vgl. Fitch (2005), S. 1.

<sup>66</sup> Die zusammengefassten Ergebnisse für ABS, CMBS, RMBS respektive ABS, CMBS, RMBS und SME CDO ergeben sich durch die einzelnen Ergebnisse der Assetklassen gewichtet mit der Anzahl der jeweiligen Transaktionen, geteilt durch die Summe aller Transaktionen.

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

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

### **Tabelle 1: Durchschnittliche Ergebnisse der Berechnung des IRG**

Bezüglich zertifizierter Transaktionen wurde das Driver One-Reporting mit fünf Sternen bewertet. Dies war die zweite Transaktion, die diese Bewertung erhalten hat.<sup>67</sup> Derzeit werden auch die zertifizierten Transaktionen Driver Two, Driver Three und Opera Germany (No.1) von Fitch mit dieser Höchstnote bewertet.<sup>68</sup> Für die restlichen von der TSI zertifizierten Transaktionen wurde kein IRG ermittelt. Nach Angabe der TSI erfüllen alle zertifizierten Transaktionen die Voraussetzungen, die Fitch an eine Vergabe von fünf Sternen knüpft. Damit schneiden zertifizierte Transaktionen, die von Fitch bewertet wurden, weit überdurchschnittlich ab.

#### **4.2.3 Standardisierung, Börsenhandel und Market Making als Einflussfaktoren auf die Sekundärmarktliquidität**

Ein hohes Emissionsvolumen wird bei öffentlichen Transaktionen durch die hohen administrativen Kosten, die im Zusammenhang mit der Platzierung entstehen, vorausgesetzt. Die Größe der Tranchen, die Emissionshäufigkeit und die Größe des Emittenten bzw. des begebenden Konsortiums sind Faktoren, die unabhängig von den Sicherheiten Einfluss auf die Liquidität einer Transaktion haben. Die besonders liquiden Transaktionen sind diejenigen, die öffentlich von Daueremittenten über ein großes Konsortium begeben wurden und die über großvolumige Tranchen verfügen.<sup>69</sup> Beim Market Making scheint insbesondere die Reputation der die Kurse stellenden Banken von Bedeutung zu sein.<sup>70</sup>

<sup>67</sup> Vgl. Trautwein/Bechtold (2005), S. 3. Bereits in der zweiten von Fitch veröffentlichten Studie wurden 15 Transaktionen mit fünf Sternen bewertet. Vgl. Fitch (2005), S. 1.

<sup>68</sup> Vgl. Fitch (2007), S. 7, für die Driver- und S. 10 für die Opera Transaktion/en.

<sup>69</sup> Vgl. Weaver/Whitten/Xu (2000), S. 10.

<sup>70</sup> So ist nach Strohmann (2006), S. 40 „an der Liste der Leadmanager eines Deals erkennbar, ob das Market Making später gut oder weniger gut funktionieren wird“.

Das Ziel, das Emittenten durch den Abschluss eines Market Making Agreements verfolgen, ist in der Möglichkeit der Senkung ihrer Refinanzierungskosten zu sehen, da die Bereitschaft, Abschläge bei der Rendite für liquide Papiere hinzunehmen, bei Investoren vorhanden ist. Dadurch ließen sich die oftmals im Vergleich zu Unternehmensanleihen bei ABS gleicher Bonität höheren Risikoprämien durch die Unterschiede in der Sekundärmarktliquidität erklären.<sup>71</sup> Für Investoren hat eine fehlende Sekundärmarktliquidität weitreichende Konsequenzen. Können sie doch „gezwungen“ sein, ungewollt eine buy-and-hold Strategie verfolgen zu müssen. Eine Fehlinvestition ist ohnehin durch die meist eingeschränkte Sekundärmarktliquidität von ABS nur schwer zu korrigieren.<sup>72</sup> Die unterschiedlichen Formen der Publikation der Daten, die sich zusätzlich in Quantität und Qualität je nach Emittent unterscheiden, erschweren die Sammlung und Auswertung der Informationen für den Investor, was den Sekundärhandel zusätzlich behindert. Die Entstehung liquider Märkte kann also durch zunehmende Standardisierung von Kontrakten gefördert werden. Eine Standardisierung durch die TSI wird erreicht, zumindest was die laufenden Informationen über eine Transaktion betrifft. Gleichzeitig stellt die Verpflichtung eines oder mehrerer Market Maker zur Kursstellung bei ABS-Transaktionen eine Ausnahme dar. Insofern kann diese Zertifizierungsbedingung der TSI als außergewöhnlich auf dem ABS-Markt bezeichnet werden.<sup>73</sup>

#### **4.2.4 Liquiditätsbewertung von Asset Backed Securities anhand des iBoxx EUR ABS 50 Index**

Eine Aussage darüber, ob von der TSI zertifizierte AAA-Tranchen eine hohe Sekundärmarktliquidität aufweisen, kann zumindest für einige Transaktionen durch Betrachtung der Zusammensetzung des iBoxx EUR ABS 50 Index erfolgen. Dieser Preisindex umfasste die 50 größten und liquidesten Triple-A-Tranchen der Assetklassen ABS, MBS und SME CLO, die neben einer variablen Verzinsung in Euro denominierten.<sup>74</sup> Bei der Auflegung einer neuen Serie wurden in einem ersten Schritt die 70 größten und „kürzlich“ begebenen Anleihen ermittelt und anhand einer Händlerbefragung daraus die 50 liquidesten AAA Tranchen in eine Serie aufgenommen. Der Index wurde am 01.02.2006 eingeführt. Seit 2008 wird der Index nicht mehr aufgelegt, da nicht genügend Liquidität im Markt vorhanden ist.<sup>75</sup> Bis dahin wurde seine Zusammensetzung vierteljährlich überprüft und gegebenenfalls angepasst.

<sup>71</sup> Vgl. Grunow/Figgner (2006), S. 275.

<sup>72</sup> Vgl. OeNB (2004), S. 27, 61.

<sup>73</sup> Demgegenüber ist eine Market Making-Verpflichtung ein international anerkannter Standard z. B. bei Pfandbriefen. Bei Jumbo Pfandbriefen werden Market Maker durch Mindeststandards verpflichtet, Geld- und Briefkurse für Volumina bis zu 15 Mio. € mit engen Spreads zu stellen. Die Geld-Briefspanne ist für verschiedene Laufzeiten vorgegeben und soll je nach Laufzeit zwischen 5 und 20 Cent betragen. Vgl. Strohmann (2006), S. 36.

<sup>74</sup> Vgl. IIC (2007b), S. 3.

<sup>75</sup> Vgl. Markit (2009).

Folgende zertifizierte Triple-A-Tranchen wurden in den Index aufgenommen: Driver Two, Driver Three und Driver Four. Die AAA-Tranche der RCL Securitisation stellte bei drei Überprüfungen eine der 70 größten dar, deren durch die Umfrage ermittelte Liquidität reichte aber nicht zu einer Aufnahme in den Index.<sup>76</sup> Andere zertifizierte Transaktionen zählten aufgrund ihres Volumens nicht zum Kreis der 70 größten Anleihen, folglich wurde für diese auch keine Beurteilung der Liquidität anhand einer Händlerbefragung vorgenommen.

Wie am Beispiel der Transaktion RCL Securitisation gezeigt werden kann, muss eine zertifizierte Transaktion nicht per se „überdurchschnittlich“ liquide sein. Das heißt, dass ein Zertifikat nicht als Liquiditätsgarantie missverstanden werden sollte. Allerdings ist anzumerken, dass der iBoxx EUR ABS 50 (in funktionierenden Märkten) an sich einen hohen Vergleichsmaßstab darstellt. Insgesamt wurden in Serien des iBoxx EUR ABS 50 Index die AAA Tranche von einem Drittel aller während der Berechnung des Index bestehenden zertifizierten Transaktionen aufgenommen. Wird berücksichtigt, dass nur für die jeweils 70 größten Anleihen überhaupt eine Händlerbefragung vorgenommen wurde, so ist die Seniortranche von drei Vierteln aller damals zertifizierten Transaktionen Bestandteil des iBoxx EUR ABS 50 Index gewesen.

#### **4.2.5 Notenbankfähigkeit von Asset Backed Securities**

ABS können, im Gegensatz zu Aktien, als notenbankfähige Sicherheiten verwendet werden, sofern sie die hohen Bonitätsanforderungen an marktfähigen Sicherheiten des Eurosystem Credit Assessment Framework (ECAF) erfüllen.<sup>77</sup> Diese Bonitätsanforderungen wurden durch den Rat der EZB im September 2008 und Januar 2009 ergänzt bzw. angepasst. So können beispielsweise nur noch Wertpapiere aus der AAA gerateten Tranche einer Verbriefungstransaktion, die nach Februar 2009 emittiert wurde, bei der EZB zur Refinanzierung hinterlegt werden.<sup>78</sup> Die Änderungen der Zulassungskriterien für ABS als notenbankfähige Sicherheiten sind hierbei vor dem Hintergrund einer stärkeren Verwendung von ABS als Refinanzierungsinstrument bei der EZB zu sehen.<sup>79</sup>

Für einen Investor kann die Möglichkeit der Refinanzierung durch die EZB bei der Zeichnung notenbankfähiger ABS einen Anreiz darstellen. Da von der TSI zertifizierte Transaktionen viele Bedingungen, die die EZB an eine Notenbankfähigkeit von ABS knüpft, bereits erfül-

<sup>76</sup> Diese Aussage bezieht sich auf die Indexanpassungen 2006-03, -04 und 2007-01. Vgl. IIC (2006a), S. 2; IIC (2006b), S. 2; IIC (2007a), S. 2.

<sup>77</sup> Vgl. EZB (2006), S. 39; Zeising (2007), S. 311.

<sup>78</sup> Vgl. EZB (2009).

<sup>79</sup> Zum 31.01.2008 (02.04.2009) waren Schuldverschreibungen aus sieben (56) ABS-Transaktionen deutscher Emittenten bei der EZB als notenbankfähige Sicherheiten hinterlegt. Ob die Tranchen einer ABS-Transaktion bei der EZB als notenbankfähige Sicherheiten hinterlegt sind, kann über eine Datenbankabfrage ermittelt werden. Siehe EZB (2008).

len,<sup>80</sup> sollte überlegt werden, ob die „EZB-Fähigkeit“ nicht als zusätzliches Zertifizierungskriterium aufgenommen werden sollte. Dies gilt insbesondere nach der Anpassung der von der EZB akzeptierten Ratingkategorie von A- auf AAA, da die von der TSI zertifizierte Tranche letzteres Rating aufweisen muss.

### 4.3 Anmerkung zu den sonstigen Aspekten der Zertifizierung

Die TSI trifft anhand der Unterlagen, die vom Emittenten zum Zeitpunkt der Zertifizierung über den Aufbau des Prospekts und des Reportings, über die Satzung des SPV und die Handelbarkeit der Schuldverschreibungen vorgelegt werden, eine Entscheidung darüber, ob eine Transaktion zertifiziert wird. Die Zertifikatsvergabe erfolgt nach einem „abwägenden Gesamturteil“.<sup>81</sup> Die zunehmende Anzahl an Gründungen deutscher SPVs lässt vermuten, dass keine Kostennachteile mit der Abwicklung einer Transaktion über die Plattform der TSI verbunden sind.<sup>82</sup> Da die Nutzung dieser Plattform eine Voraussetzung für die Zertifizierung darstellt, würde sich ein Kostennachteil auf zertifizierte Transaktionen auswirken.

In den „allgemeinen Zertifizierungsbedingungen“ wird darauf hingewiesen, dass weder eine Feststellung, noch eine Aussage oder Bewertung über die Erfüllung der Voraussetzung eines True-Sale hinsichtlich zivil-, handelsbilanz-, steuer-, aufsichts- und insolvenzrechtlicher sowie allgemeiner Kriterien durch die Zertifizierung vorgenommen wird.<sup>83</sup> Dieser Hinweis findet sich auch in Anlage 1 zu den allgemeinen Zertifizierungsbedingungen der TSI und ist, neben dem Prospekt, in allen schriftlichen Unterlagen sowie bei einem Auftritt des SPV im Internet, anzugeben.<sup>84</sup> Durch diese Anlage sichert sich die TSI gegen rechtliche Risiken ab, indem sie angibt, selbst „keinerlei Verpflichtung, die SPV-Gesellschaft auf Einhaltung ihrer Zusicherungen oder in jedweder anderer Hinsicht die Aktivitäten oder den Geschäftsbetrieb der SPV-Gesellschaft zu prüfen“<sup>85</sup>. Eine Zertifizierung durch die TSI lässt des Weiteren keine Rückschlüsse auf die Qualität der unterliegenden Forderungen zu.<sup>86</sup> Demgegenüber sind bei zertifizierten Transaktionen spezifische Informationen bezüglich der Struktur und Wertentwicklung einer Transaktion standardisiert und öffentlich zugänglich sowie „Muster-

<sup>80</sup> So hat der Emittent bspw. seinen Sitz im EWR, die Senior-Tranche ist zum Börsenhandel zugelassen und durch mindestens eine Rating-Agentur bewertet worden.

<sup>81</sup> Vgl. TSI (2008b).

<sup>82</sup> So ist nach Brenken/Papenfuß (2007), S. 55 für ABS-Transaktionen eine schnelle und kosteneffiziente Gründung von SPVs über die Infrastruktur der TSI möglich.

<sup>83</sup> Vgl. TSI (2005a), S. 1.

<sup>84</sup> Vgl. TSI (2005a), S. 7-8. Für den Wortlaut wird auf die allgemeinen Zertifizierungsbedingungen verwiesen.

<sup>85</sup> TSI (2005a), S. 7-8. Ohnehin sind für eine mögliche Haftung die meisten Gütesiegel bedeutungslos. Vgl. o. V. (1996), Gütesiegel, S. 34.

<sup>86</sup> Eingeschränkt werden muss letztere Aussage dahingehend, dass eine Verbriefung von NPL nicht über die TSI abgewickelt bzw. zertifiziert werden kann. Jedoch wird ein Transfer von Krediten mit hoher Ausfallwahrscheinlichkeit mittels Verbriefungen in Deutschland kaum vorgenommen. Vgl. Deutsche Bundesbank (2004), S. 36. Vielmehr werden „Problemkredite“ der Deutschen Bundesbank zufolge durch Abwicklung oder Kreditverkauf aus dem Portfolio abgetrennt.



definitionen“ hinterlegt. Dies unterscheidet zertifizierte TSI- von anderen nicht zertifizierten Transaktionen.<sup>87</sup>

Potenzielle Investoren lassen sich dann von einer Anlage in ABS überzeugen, wenn der Originator ausführliche Informationen über die wirtschaftlichen Charakteristika des Forderungspools und der Sicherheiten bereitstellt.<sup>88</sup> Eine Zertifizierung kann es dem Originator bzw. dem Emittenten diesbezüglich ermöglichen, glaubhaft zu signalisieren, dass er bereit ist, diese Informationen während der Transaktionslaufzeit gemäß den Zertifizierungsbedingungen zu veröffentlichen. Verstößt er gegen seine Pflichten z. B. dadurch, dass das Reporting einer Transaktion mehrmals nicht oder nicht fristgerecht eingereicht wird, muss er damit rechnen, dass der Transaktion das Zertifikat entzogen wird.<sup>89</sup> Die „Transaktion“ würde mit dem Vermerk, dass sie die Zertifizierungsbedingungen nicht mehr erfüllt, von der Webseite der TSI genommen. Selbiges gilt, falls das SPV länger als drei Monate mit der Zahlung von Lizenzvergütungen in Verzug kommt oder generell wiederholte Verstöße gegen die Lizenzbedingungen vorliegen.<sup>90</sup> Das die Transaktion emittierende SPV ist zwar rechtlich und wirtschaftlich vom Originator unabhängig, jedoch dürfte es i. d. R. mit ihm in Verbindung gebracht werden und so zu einem Reputationsverlust bei Entzug des Zertifikats für beide Parteien führen.

Über das Zertifikat ein Originator signalisieren, an einer „besseren Ausgangsposition von Anschlusstransaktionen“ und einer höheren Liquidität auf dem Sekundärmarkt interessiert zu sein. Für eine Anschlusstransaktion oder ein ABS-Programm, d. h. eine Emission von ABS, die mit einer bestimmten Regelmäßigkeit stattfindet, bildet die mit einem Verbriefungsprozess verbundene, komplexe Organisation den Ausgangspunkt.<sup>91</sup> Nach Rudolph u. a. (2007) bietet sich deren Ausrichtung an Benchmarktransaktionen an, da dadurch Transaktionskosten verringert und die Abgabe eines negativen Signals an den Markt vermieden werden kann.<sup>92</sup> Ein Zertifikat kann die fortlaufende Ausrichtung an einer Benchmarktransaktion ermöglichen sowie die Einhaltung der Zertifizierungsstandards signalisieren. Hierbei kann die TSI als Plattform für die Abwicklung der ABS-Serie genutzt werden,<sup>93</sup> dies bietet für die Investoren den Vorteil, dass sie auf Informationen aller laufenden Transaktionen zurückgreifen können.

<sup>87</sup> Vgl. Cerveny/Hilgert (2007), S. 901.

<sup>88</sup> Vgl. Hesdahl/Litwin (2006), S. 172. Diese beziehen sich bei ihrer Aussage auf ABS-Transaktionen, in deren Rahmen Automobilkredite handelbar gemacht wurden.

<sup>89</sup> Vgl. TSI (2005a), S. 6.

<sup>90</sup> Vgl. TSI (2005a), S. 6. Bislang wurde keiner laufenden zertifizierten Transaktion das Zertifikat aberkannt.

<sup>91</sup> Vgl. Rudolph u. a. (2007), S. 43, die sich in ihrem Beitrag auf ABS-Programme beziehen. Gleiches dürfte aber auch für „normale“ Anschlusstransaktionen gelten.

<sup>92</sup> Vgl. Rudolph u. a. (2007), S. 43. Als negatives Signal wird von den Autoren verstanden, dass (bei unregelmäßig durchgeführten ABS-Transaktionen) ein Rückschluss auf einen „dringenden Refinanzierungs- oder Konsolidierungsbedarf“ seitens des Originators möglich wäre.

<sup>93</sup> Als Beispiel können hier die Driver Transaktionen genannt werden.

## 5 Fazit

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

Im Prospekt muss der Emittent darüber Auskunft geben, ob er beabsichtigt nach Abschluss der Emission Informationen in Bezug auf die Wertpapiere zu veröffentlichen.<sup>94</sup> Dass er dies beabsichtigt, wird den Investoren auch durch das Zertifikat und den damit verbundenen Vorgaben zum Reporting signalisiert. Die Anleger können bei zertifizierten Transaktionen öffentlich auf viele, teilweise standardisierte, Informationen zurückgreifen. Dies ermöglicht ihnen einen Überblick über die Transaktion, deren Wertentwicklung und wichtige mit ihr verbundenen Kennzahlen sowie über andere involvierte Parteien. Durch Einhaltung der Reportingstandards der TSI können nach der Emission der Notes auftretende Informationsasymmetrien reduziert werden. Es wurde dargelegt, dass es Emittenten ebenfalls möglich ist, über das von Fitch vergebene IRG die „Qualität“ des Reportings zu signalisieren. Wobei beide Möglichkeiten der Signalisierung vor dem Hintergrund zu sehen sind, dass sich ein einheitlicher Reportingstandard bislang nicht im Markt etabliert hat. Wird das IRG als Bewertungsmaßstab für die Entwicklung der Güte von Reportings herangezogen, so kann festgehalten werden, dass sich die Qualität des Reportings in den letzten Jahren teilweise deutlich erhöht hat. Dies führt dazu, dass die Qualität des Reportings zertifizierter Transaktionen zumindest teilweise relativiert wird. Da Fitch für SME CDOs kein IRG mehr vergibt, könnte insbesondere für Verbriefungen dieser Assets das Zertifikat der TSI als „Qualitätssignal“ genutzt werden.

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

Das Ziel der durch eine öffentliche Platzierung der Wertpapiere implizierten Verbesserung der Sekundärmarktliquidität und der Verringerung von Transaktions- und Informationskosten wird gleichermaßen von zertifizierten als auch nicht zertifizierten Transaktionen erreicht. Die

---

<sup>94</sup> „Hat der Emittent eine derartige Absicht bekundet, ist im Prospekt zu spezifizieren, welche Informationen veröffentlicht werden, wo sie erhalten werden können und wie häufig sie publiziert werden.“ Anhang VIII Nr. 4 VO 809/2004.

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

Das Zertifikat ermöglicht es dem Emittent, glaubhaft zu signalisieren, dass er die von der TSI gesetzten Zertifizierungsvoraussetzungen zum Zeitpunkt der Vergabe des Zertifikats erfüllt und die damit verbundenen Vorgaben weiterhin einzuhalten gedenkt. Ob für Letzteres ein Entzug des Zertifikats als ausreichende Konsequenz bezeichnet werden kann, ist nicht abschließend zu beurteilen. Nicht nur für Emittenten bzw. Originatoren, die keine ABS-Transaktion mehr durchführen wollen, wäre die Einführung einer Vertragsstrafe ein probates Mittel, um einer Verletzung der Zertifizierungsbedingungen vorzubeugen.

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

Eine Abwicklung von öffentlich platzierten True-Sale-Transaktionen über ein deutsches SPV wird auch in Zukunft wahrscheinlich ausschließlich über die TSI vorgenommen werden, da die Aufwendungen für eine Gründung einer eigenen Verbriefungsplattform für einzelne Marktteilnehmer zu hoch sein dürften.<sup>95</sup> Ob sich das Zertifikat der TSI langfristig im Markt durchsetzt, wird nicht zuletzt von der Weiterentwicklung der Zertifizierungsbedingungen abhängig sein.

---

<sup>95</sup> Zumindest derzeit scheint die „Stiftungslösung“ der einzig gangbare Weg in Deutschland zu sein, um eine Insolvenzfestigkeit einer True-Sale-Transaktion zu garantieren.

## Literatur

- Altrock, Frank / Rieso, Sven (1999): Why Asset Backed Securities?, in: DBW, 59. Jg., Nr. 2, S. 279-282.
- Bär, Hans Peter (2000): Asset Securitisation: Die Verbriefung von Finanzaktiven als innovative Finanzierungstechnik und neue Herausforderung für Banken, 3. Aufl., Bern et al., zugl. Diss. Univ. Zürich, 1997.
- Brenken, Anke / Papenfuß, Holger (2007): Unternehmensfinanzierung mit ABS, Frankfurt am Main.
- Bund, Stefan (2001): Asset Backed Securities als strukturierte Produktalternative auf den europäischen Bondmärkten, Wiesbaden, in: Handbuch Europäischer Kapitalmarkt, hrsg. von Detlev Hummel und Rolf-Ernst Breuer, S. 685-700.
- Bund, Stefan (2002): Strukturiertes Rating: Rating-Agenturen gleichen Informationsasymmetrie bei ABS-Transaktionen aus, in: Bankinformation und Genossenschaftsforum, Nr. 4, S. 24-25.
- Bund, Stefan / Morlok, Markus (2005): True-Sale-Verbriefungen aus Sicht einer Rating-Agentur, in: ZfgK, 58. Jg., Nr. 18, S. 969-972.
- Cervený, Frank / Hilgert, Heinz (2007): ABS „Made in Germany“ – bewegte Zeiten, in: ZfgK, 60. Jg., Nr. 17, S. 899-902.
- Deutsche Bundesbank (Hrsg.) (2004): Instrumente zum Kreditrisikotransfer: Einsatz bei deutschen Banken und Aspekte der Finanzstabilität, in: Monatsbericht der Deutschen Bundesbank, 56. Jg., Nr. 4, S. 27-45.
- Driver Five (Hrsg.) (2008): Offering Circular Dated 25.02.2008.
- Driver Four (Hrsg.) (2007): Offering Circular Dated 25.04.2007.
- Driver One (Hrsg.) (2004): Offering Circular Dated 30.11.2004.
- Driver Six (Hrsg.) (2008): Offering Circular Dated 26.09.2008.
- Driver Three (Hrsg.) (2006): Offering Circular Dated 25.10.2006.
- Driver Two (Hrsg.) (2005): Offering Circular Dated 14.09.2005.
- DZ BANK (Hrsg.) (2007): ABS & Structured Credits – Driver Four: Eine Research-Publikation der DZ BANK AG.
- Eisele, Florian / Neus, Werner (2003): Asset-Backed Securities, Informationsasymmetrien und Regulierung, in: Neuere Finanzprodukte, Festschrift zum 65. Geburtstag von Wolfgang Eisele, hrsg. von Alois Paul Knoblauch und Norbert Kratz, München 2003, S. 233-263.
- Emse, Cordula (2005): Verbriefungstransaktionen deutscher Kreditinstitute: Eine Analyse alternativer Strukturvarianten und deren regulatorischer Erfassung nach Grundsatz I und Basel II, in: Schriftenreihe des european center for financial services, hrsg. von Hans Tietmeyer und Bernd Rolfes, Wiesbaden, zugl. Diss. Univ. Duisburg-Essen, 2004.
- Ensthaler, Jürgen / Strübbe, Kai / Bock, Leonie (2007): Zertifizierung und Akkreditierung technischer Produkte: Ein Handlungsleitfaden für Unternehmen, Berlin et al.
- ESF (Hrsg.) (2001): Empfohlene Richtlinien für die Marktpraxis in Securitisation.
- ESF (Hrsg.) (2004): Richtlinien für die Verbriefungs-Marktpraxis.
- ESF (Hrsg.) (2006): Securitisation Market Practice Guidelines.
- EZB (Hrsg.) (2006): Durchführung der Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet, September 2006: Allgemeine Regelungen für die Geldpolitischen Instrumente und Verfahren des Eurosystems, Frankfurt am Main.
- EZB (Hrsg.) (2008): Perform queries on the Eligible Assets data unter: [https://mfi-assets.ecb.int/query\\_EA.htm](https://mfi-assets.ecb.int/query_EA.htm) am 11.03.2009.
- EZB (Hrsg.) (2009): Adjustment of risk control measures for newly issued asset-backed securities and for uncovered bank bonds, unter: <http://www.ecb.int/press/pr/date/2009/html/pr090120.en.html> am 02.04.2009.

- Fitch (Hrsg.) (2003): European CMBS Surveillance: Post Issuance Reporting Standards, New York.
- Fitch (Hrsg.) (2004a): European CDO Surveillance: Post Issuance Reporting Standards for SME CDOs, New York.
- Fitch (Hrsg.) (2004b): European Consumer ABS Reporting Standards (Vol. I): Credit Cards, New York.
- Fitch (Hrsg.) (2004c): European Consumer ABS Reporting Standards (Vol. II): Auto Contracts and Unsecured Consumer Loans, New York.
- Fitch (Hrsg.) (2004d): European NPL Surveillance: Post Issuance Reporting Standards, New York.
- Fitch (Hrsg.) (2004e): European RMBS Surveillance: Post Issuance Reporting Standards, New York.
- Fitch (Hrsg.) (2004f): European Whole Business Surveillance: Post Issuance Reporting Standards, New York.
- Fitch (Hrsg.) (2004g): Fitch Issuer Report Grades, New York.
- Fitch (Hrsg.) (2004h): Global CDO Surveillance: Post Issuance Reporting Standards for Synthetic CDOs, New York.
- Fitch (Hrsg.) (2005): Rising Stars? Fitch Issuer Report Grades H1 2005 Update, New York.
- Fitch (Hrsg.) (2006a): European CMBS Surveillance: Post Issuance Reporting Standards, New York.
- Fitch (Hrsg.) (2006b): Fitch Issuer Report Grades May 2006 Update, New York.
- Fitch (Hrsg.) (2007): Fitch Issuer Report Grades May 2007 Update, New York.
- Flämig, Michael (2004): True Sale geht mit Stiftungen an den Start: Struktur für Verbriefungen steht - Neue Gesellschaft, in: Börsen-Zeitung, Nr. 81 vom 28.04.2004, S. 1.
- Glüder, Dieter / Bechtold, Hartmut (2004): ABS made in Germany: True Sale Verbriefungen, in: Die Bank, 44. Jg., Nr. 12, S. 18-21.
- Grunow, Hans-Werner G. / Figgenger, Stefanus (2006): Handbuch Moderne Unternehmensfinanzierung: Strategien zur Kapitalbeschaffung und Bilanzoptimierung, Berlin et al.
- Hesdahl, Ralf / Litwin, Stuart M. (2006): Auto loan and lease ABS, in: Asset Securitisation and Synthetic Structures: Innovations in the European Credit Markets, hrsg. von Rick Watson und Jeremy Carter, London, S. 168-178.
- IIC (Hrsg.) (2006a): iBoxx EUR ABS 50 Series 2006-03: Final Index Membership.
- IIC (Hrsg.) (2006b): iBoxx EUR ABS 50 Series 2006-04: Final Index Membership.
- IIC (Hrsg.) (2007a): iBoxx EUR ABS 50 Series 2007-01: Final Index Membership.
- IIC (Hrsg.) (2007b): Markit iBoxx ABS 50 Index: Index Guide November 2007.
- Jobst, Andreas A. (2003): Verbriefung und ihre Auswirkung auf die Finanzmarktstabilität, Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt am Main, Working Paper Series: Finance & Accounting No. 119 October 2003, 28 Seiten.
- KfW (Hrsg.) (2009a): Entwicklung des Anteils von True Sale Transaktionen an allen Verbriefungen in Deutschland seit 2000.
- KfW (Hrsg.) (2009b): Entwicklung des Anteils von True Sale Transaktionen an allen Verbriefungen in Europa seit 2000.
- KfW (Hrsg.) (2009c): Entwicklung des Verbriefungsvolumens sowie der Anzahl der Transaktionen in Deutschland seit 2000.
- Kieslich, Maria / Myers, Ned (2007): Static Pool Reporting Under Regulation AB: First Quarter 2006 Status Report, in: Journal of Structured Finance, Winter 2007, S. 28-36.
- Koberstein-Windpassinger, Carmen (1999): Wahrung des Bankgeheimnisses bei Asset-Backed Securities-Transaktionen, in: WM, 53. Jg., Nr. 10, S. 473-482.
- Küppers, Wolfhard / Brause, Christian (1998): Asset-Backes Securities Transaktionen: Rechtliche, bilanzielle und steuerliche Aspekte, in: Die Aktiengesellschaft, 43. Jg., Nr. 9, S. 413-420.

- MFEG (Hrsg.) (2006): Report of the Mortgage Funding Expert Group.
- Markit (Hrsg.) (2008): market – iBoxx ABS – iBoxx EUR ABS 50 Series -- iBoxx EUR ABS 50 Series 2007-04.
- Michel, Gaston / Kleidt, Benjamin (2004): Die Rahmenbedingungen für True Sale-Transaktionen in Deutschland, EBS, Department of Finance Working Paper Series, No.06-2004, 36 Seiten.
- o. V. (1996): Interview: „Ruhiger schlafen“: Hans Josef Kullmann über Gütesiegel und die Haftung der Unternehmen (Gütesiegel), in: Wirtschaftswoche, 50. Jg., Nr. 30, S. 34.
- o. V. (2005): Redaktionsgespräch mit Hartmut Bechtold / Dieter Glüder: „Eine Hauptaufgabe ist die steuerliche Gleichstellung von Unternehmens- und Leasingforderungen.“ (Redaktionsgespräch), in: ZfgK, 58. Jg., Nr. 18, S. 956-961.
- o. V. (2007): Securitisation: When it goes wrong... (Securitisation), in: The Economist, Vol. 384, Issue 8547, S. 76-78.
- o. V. (2008): Ratingagentur DBRS verlässt Europa (DBRS), in: FAZ, Nr. 7 vom 09.01.2008, S. 17.
- OeNB (Hrsg.) (2004): Best Practice im Risikomanagement von Verbriefungen: Leitfadenreihe zum Kreditrisiko, Wien.
- Opera Germany (No. 1) (Hrsg.) (2006): Prospectus Dated 21.09.2006.
- PB Consumer 2008-1 (Hrsg.) (2008): Prospectus Dated 22.01.2008.
- Pauly, Mark V. (1968): The Economics of Moral Hazard: Comment, in: American Economic Review, 58. Jg., Nr. 3/1, S. 531-537.
- Pure German Lion RMBS (Hrsg.) (2008): Prospectus Dated 22.11.2008.
- PwC (Hrsg.) (2007): Verbriefung in Luxemburg: Leitfaden zur Bilanzierung, Besteuerung und zu Aspekten des Aufsichtsrecht.
- RCL Securitisation (Hrsg.) (2006): Base Prospectus Dated 07.04.2006.
- Röchling, Arndt (2002): Loan-Backed Securities: Verbriefung von Firmenkundenkrediten in einem Verbund von Kreditinstituten am Beispiel der deutschen Sparkassen, Lohmar, zugl. Diss. Europa-Univ. Frankfurt (Oder).
- Rudolph, Bernd (2005): Risikotransferinstrumente und Unternehmensfinanzierung, in: zfbf, 57. Jg., Nr. 3, S. 176-181.
- Rudolph, Bernd (2007): Kreditrisikotransfer – Abbau alter gegen den Aufbau neuer Risiken?, in: Kredit und Kapital, 40. Jg., Nr. 1, S. 1-16.
- Rudolph, Bernd / Hofmann, Bernd / Schaber, Albert / Schäfer, Klaus (2007): Kreditrisikotransfer: Moderne Instrumente und Methoden, Berlin et al.
- Sandberger, Christoph (2004): Die EU-Prospektrichtlinie – „Europäischer Pass für Emittenten“, in: EWS, 15. Jg., Nr. 7, S. 297-303.
- Sanio, Jochen (2008): Giftmüll im internationalen Finanzsystem – Abfuhr tut not, in: ZfgK, 61. Jg., Nr. 1, S. 16-18.
- Schmittat, Johannes E. (2007): Asset Backed Securities: Die Verbriefung von Handelsforderungen als Finanzalternative für den großen Mittelstand, Wiesbaden, zugl. Diss. Univ. EBS.
- Schöniger, Sandra (2007): Overview of the German securitisation market, in: Global Securitisation and Structured Finance 2007, hrsg. von Deutsche Bank, London, S. 263-266.
- Schwarcz, Steven L. (1993): Structured Finance: A Guide to the Principles of Asset Securitization, 2. Aufl., New York.
- Strohmann, Torsten (2006): Transparenz am Pfandbriefmarkt – Anmerkungen aus Investorenperspektive, in: Der Pfandbrief 2006, hrsg. vom vdp, Berlin, S. 32-41.
- Trautwein, Nico / Bechtold, Hartmut (2005): True-Sale-Verbriefungen werden für Banken immer attraktiver: TSI-Modell bietet viele Vorteile - Motive, Asset-Klassen und Strukturen haben sich deutlich verändert, in: Börsen-Zeitung, Nr. 40 vom 26.02.2005, S. 3.

- TS Co.mit One (Hrsg.) (2006): Prospectus Dated 26.07.2006.
- TSI (Hrsg.) (2005a): Allgemeine Zertifizierungsbedingungen der True Sale International GmbH.
- TSI (Hrsg.) (2005b): Suggested Standardised Table of Contents: Vorgeschlagener Aufbau des Informations-Memorandums (Prospektaufbau).
- TSI (Hrsg.) (2007a): ABS in Deutschland – Die Brücke zum Kapitalmarkt, Frankfurt am Main.
- TSI (Hrsg.) (2007b): Market Maker Agreement 09/2007, unter: [http://www.tsi-gmbh.de/fileadmin/tsi\\_downloads/Leistungen/Zertifizierung/Voraussetzungen/Market\\_Making\\_Agreement\\_\\_Englisch\\_.pdf](http://www.tsi-gmbh.de/fileadmin/tsi_downloads/Leistungen/Zertifizierung/Voraussetzungen/Market_Making_Agreement__Englisch_.pdf) am 11.03.2009.
- TSI (Hrsg.) (2007c): Zweckgesellschaften, TSI Special Training vom 26.11.2007, Oberursel.
- TSI (Hrsg.) (2008a): Standards für das Investorenreporting, unter: <http://www.tsi-gmbh.de/leistungen/zertifizierung/vorraussetzungen/reportingstandards.html?L=1%3Fid%3D198> am 11.03.2009.
- TSI (Hrsg.) (2008b): TSI-Glossar, unter: <http://www.tsi-gmbh.de/abs-research-und-literatur/glossar.html?L=0> am 11.03.2009.
- TSI (Hrsg.) (2009): Das Zertifikat „Certified by True Sale International“, Frankfurt am Main.
- Weaver, Karen / Whitten, Stephanie / Xu, Eugene (2000): Overview of ABS Portfolio Management, in: Investing in Asset-Backed Securities, hrsg. von Frank J. Fabozzi, New Hope, S. 1-15.
- Weber, Thorsten (2006): True Sale und synthetischer Risikotransfer für Performing- und Non-Performing-Loans, in: Diskussionsbeiträge zur Bankbetriebslehre, Bd. 27, hrsg. von Thomas Heidorn, Heinz Cremers und Jürgen Moormann, Frankfurt am Main.
- Wilco 2007-1 (Hrsg.) (2007): Prospectus Dated 01.02.2007.
- Wittkowski, Bernd (2007): Die Subprime-Krise und ihre Folgen – Worte des Jahres, in: Börsen-Zeitung, Nr. 249 vom 29.12.2007, S. 39.
- Zeising, Michael (2007): Asset Backed Securities (ABS) - Grundlagen und neuere Entwicklungen, in: BKR, 7. Jg., Nr. 8, S. 311-318.

## **Verzeichnis der Gesetze, Rechtsverordnungen, Rechtssprechung und Verwaltungsanweisungen**

- Aktiengesetz (AktG) vom 06.09.1965, Stand 08.12.2008.
- Börsengesetz (BörsG) vom 16.08.2005, Stand 12.03.2009.
- Gesetz über das Kreditwesen (Kreditwesengesetz – KWG) vom 10.07.1961, Stand 19.12.2008.
- Gesetz über die Erstellung, Billigung und Veröffentlichung des Prospekts, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei der Zulassung von Wertpapieren zum Handel an einem organisierten Markt zu veröffentlichen ist (Wertpapierprospektgesetz – WpPG) vom 22.06.2005, Stand 19.18.2008.
- Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 04.11.2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG (EU-Prospektrichtlinie).
- SEC (Hrsg.) (2005): Asset-backed Securities; Final Rule, in: Federal Register, Vol. 70, No. 5, S. 1505-1631.
- Verordnung (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29.04.2004 zur Umsetzung der Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die in Prospekten enthaltenen Angaben sowie die Aufmachung, die Aufnahme von Angaben in Form eines Verweises und die Veröffentlichung solcher Prospekte sowie die Verbreitung von Werbung.

## **Bayreuther Arbeitspapiere zu Finanzierung, Rechnungslegung und Steuern (FAcT-Papers)**

<b>Nr.</b>	<b>Autor(en)</b>	<b>Titel des Beitrags</b>
2009-01	Felix Waldvogel	Zertifizierung von Verbriefungstransaktionen durch die True Sale International (TSI)