

Marc Pichler

Ein Einblick in Asset-Backed Securities

Sowie eine empirische Analyse über die Entwicklung der Marktpreise von CDOs und deren Auswirkungen auf das Rating

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek:

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek: Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de/> abrufbar.

Dieses Werk sowie alle darin enthaltenen einzelnen Beiträge und Abbildungen sind urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung, die nicht ausdrücklich vom Urheberrechtsschutz zugelassen ist, bedarf der vorherigen Zustimmung des Verlanges. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Bearbeitungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, Auswertungen durch Datenbanken und für die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronische Systeme. Alle Rechte, auch die des auszugsweisen Nachdrucks, der fotomechanischen Wiedergabe (einschließlich Mikrokopie) sowie der Auswertung durch Datenbanken oder ähnliche Einrichtungen, vorbehalten.

Copyright © 2008 Diplom.de
ISBN: 9783836626293

Marc Pichler

Ein Einblick in Asset-Backed Securities

Sowie eine empirische Analyse über die Entwicklung der Marktpreise von CDOs und deren Auswirkungen auf das Rating

Marc Pichler

Ein Einblick in Asset-Backed Securities

Sowie eine empirische Analyse über die Entwicklung der Marktpreise von CDOs und deren Auswirkungen auf das Rating

Marc Pichler

Ein Einblick in Asset-Backed Securities

- Sowie eine empirische Analyse über die Entwicklung der Marktpreise von CDOs und deren Auswirkungen auf das Rating

ISBN: 978-3-8366-2629-3

Herstellung: Diplomica® Verlag GmbH, Hamburg, 2009

Zugl. Wirtschaftsuniversität Wien, Wien, Österreich, Diplomarbeit, 2008

Dieses Werk ist urheberrechtlich geschützt. Die dadurch begründeten Rechte, insbesondere die der Übersetzung, des Nachdrucks, des Vortrags, der Entnahme von Abbildungen und Tabellen, der Funksendung, der Mikroverfilmung oder der Vervielfältigung auf anderen Wegen und der Speicherung in Datenverarbeitungsanlagen, bleiben, auch bei nur auszugsweiser Verwertung, vorbehalten. Eine Vervielfältigung dieses Werkes oder von Teilen dieses Werkes ist auch im Einzelfall nur in den Grenzen der gesetzlichen Bestimmungen des Urheberrechtsgesetzes der Bundesrepublik Deutschland in der jeweils geltenden Fassung zulässig. Sie ist grundsätzlich vergütungspflichtig. Zuwiderhandlungen unterliegen den Strafbestimmungen des Urheberrechtes.

Die Wiedergabe von Gebrauchsnamen, Handelsnamen, Warenbezeichnungen usw. in diesem Werk berechtigt auch ohne besondere Kennzeichnung nicht zu der Annahme, dass solche Namen im Sinne der Warenzeichen- und Markenschutz-Gesetzgebung als frei zu betrachten wären und daher von jedermann benutzt werden dürften.

Die Informationen in diesem Werk wurden mit Sorgfalt erarbeitet. Dennoch können Fehler nicht vollständig ausgeschlossen werden und der Verlag, die Autoren oder Übersetzer übernehmen keine juristische Verantwortung oder irgendeine Haftung für evtl. verbliebene fehlerhafte Angaben und deren Folgen.

© Diplomica Verlag GmbH

<http://www.diplomica.de>, Hamburg 2009

INHALTSVERZEICHNIS

1.	EINLEITUNG	1
1.1	GANG DER ARGUMENTATION	3
1.2	ZIELSETZUNG DER ARBEIT.....	4
2.	ALLGEMEINE INFORMATIONEN ÜBER ASSET-BACKED SECURITIES.....	5
2.1	PRODUKTBESCHREIBUNGEN	5
2.1.1	<i>Asset-Backed Securities im engeren Sinne</i>	6
2.1.1.1	Credit-Card Asset-Backed Securities.....	6
2.1.1.2	Autokredite	7
2.1.1.3	Lease-Backed Securities	8
2.1.1.4	Whole Business Transaktionen.....	9
2.1.1.5	Staatliche Transaktionen	10
2.1.1.6	Non-Performing Loans	11
2.1.2	<i>Mortgage-Backed Securities</i>	11
2.1.2.1	Commercial Mortgage-Backed Securities	13
2.1.2.2	Residential Mortgage-Backed Securities	13
2.1.2.3	Home Equity Loans	14
2.1.3	<i>CDOs</i>	15
2.2	EMISSIONSVERFAHREN EINER ABS-TRANSAKTION	16
2.2.1	<i>True Sale versus Synthetische Strukturen</i>	18
2.2.2	<i>Pass-Through versus Pay-Through-Strukturen</i>	20
2.3	BETEILIGTE EINER ABS-TRANSAKTION	22
2.3.1	<i>Special Purpose Vehicle (SPV)</i>	23
2.3.2	<i>Investoren</i>	24
2.3.3	<i>Originator</i>	25
2.3.4	<i>Service Agent</i>	25
2.3.5	<i>Treuhänder</i>	26
2.3.6	<i>Ratingagenturen</i>	27
2.3.7	<i>Sonstige Parteien</i>	28
2.4	ABS-MARKTÜBERBLICK	28
2.4.1	<i>Entwicklung der ABS-Märkte in Europa</i>	28
2.4.2	<i>Entwicklungstendenzen</i>	32
2.5	GRÜNDE FÜR DEN EINSATZ VON ASSET-BACKED SECURITIES	33
2.5.1	<i>Liquiditätssteuerung</i>	33
2.5.2	<i>Aktives Bilanzstrukturmanagement</i>	34
2.5.3	<i>Risikodiversifizierung</i>	35
2.5.4	<i>Ertragssteuerung</i>	35
2.5.5	<i>Kostensteuerung</i>	36
2.5.6	<i>Steuerung des regulatorischen Haftungskapitals</i>	37
3.	RISIKEN/RISIKOANALYSE/RISIKOMANAGEMENT.....	38
3.1	RISIKEN VON ASSET-BACKED SECURITIES	38
3.1.1	<i>Asset-Risiken</i>	39
3.1.2	<i>Rechtliche Aspekte</i>	40
3.1.3	<i>Securitisation-Risiken</i>	40
3.1.4	<i>Counterpart- und rechtliche Risiken</i>	41
3.2	RISIKOMESSUNG BEI ASSET-BACKED SECURITIES	42
3.2.1	<i>Quantifizierungsansätze für Kreditrisiken</i>	42
3.2.2	<i>Quantifizierungsansätze für strukturelle Risiken</i>	45
3.2.2.1	Marktrisiken.....	45
3.2.2.2	Liquiditätsrisiken	46

3.2.2.3	Operationelle Risiken.....	47
3.2.2.4	Rechtliche Risiken	47
3.3	RISIKOMANAGEMENT BEI ASSET-BACKED SECURITIES	49
3.3.1	<i>Internes Credit Enhancement</i>	51
3.3.1.1	Overcollateralisation	51
3.3.1.2	Subordination.....	55
3.3.1.3	Spread-/Reserve Accounts	56
3.3.1.4	Originator Recourse	56
3.3.2	<i>Externes Credit Enhancement</i>	56
3.3.2.1	Financial Guaranty Insurance	57
3.3.2.2	Letters of Credit	58
3.3.2.3	Cash Collateral Accounts.....	59
3.3.3	<i>Zusammenfassende Beurteilung von Credit Enhancement Techniken</i>	59
4.	RATING VON ASSET-BACKED SECURITIES.....	61
4.1	FUNKTION DES RATINGS	61
4.1.1	<i>Investoren</i>	62
4.1.2	<i>Originator</i>	63
4.2	RATINGAGENTUREN UND RATINGSYMBOLE.....	64
4.2.1	<i>Standard & Poor's</i>	64
4.2.2	<i>Moody's Investors Service</i>	65
4.2.3	<i>Fitch Investors Service, Inc.</i>	66
4.2.4	<i>Ratingsymbole</i>	67
4.2.5	<i>Ratingprozess</i>	69
4.2.5.1	<i>Erstmaliges Rating</i>	69
4.2.5.1.1	<i>Vorphase</i>	70
4.2.5.1.2	<i>Quantitative Analyse</i>	71
4.2.5.1.2.1	<i>Bewertungsansatz von Moody's Investors Service</i>	72
4.2.5.1.2.2	<i>Bewertungsansatz von Standard and Poor's</i>	74
4.2.5.1.2.3	<i>Bewertungsansatz von Fitch Ratings</i>	78
4.2.5.1.2.4	<i>Bewertung der unterschiedlichen Ansätze</i>	81
4.2.5.1.3	<i>Qualitative Analyse</i>	82
4.2.5.1.4	<i>Ratingfestlegung und Abschlussphase</i>	83
4.2.5.2	<i>Laufende Ratingüberwachung</i>	84
4.3	BEDEUTUNG UND KRITIK VON RATINGS	85
4.3.1	<i>Informationsgehalt</i>	85
4.3.2	<i>Vergleichbarkeit</i>	86
4.3.3	<i>Transparenz des Ratingprozesses</i>	87
4.3.4	<i>Subjektivität vs. Objektivität</i>	88
4.3.5	<i>Unabhängigkeit vs. Abhängigkeit</i>	89
5.	EMPIRISCHE ANALYSE ÜBER DIE ENTWICKLUNG DER MARKTPREISE UND DEREN AUSWIRKUNGEN AUF DAS RATING	92
5.1	VORGEHENSWEISE	93
5.2	EMPIRISCHE ANALYSE	97
5.3	ZUSAMMENFASSUNG DER ERGEBNISSE UND SCHLUSSFOLGERUNGEN.....	117
6.	SCHLUSSFOLGERUNG.....	119
7.	LITERATURVERZEICHNIS	121
8.	INTERVIEWS UND PERSÖNLICHE AUSKÜNFTE	127

ABBILDUNGSVERZEICHNIS

ABBILDUNG 1: WACHSTUM EUROPÄISCHER VERBRIEFUNGEN	2
ABBILDUNG 2: ASSET KLASSEN.....	6
ABBILDUNG 3: GRUNDSTRUKTUR EINER ASSET-BACKED-SECURITIES-TRANSAKTION	17
ABBILDUNG 4: TRUE-SALE-STRUKTUR.....	19
ABBILDUNG 5: SYNTHETISCHE STRUKTUR	20
ABBILDUNG 6: ASSET SECURITISATION STRUKTURVARIANTEN.....	22
ABBILDUNG 7: EUROPÄISCHE ABS EMISSIONEN SEIT 2001	30
ABBILDUNG 8: EUROPÄISCHE EMISSIONEN NACH LÄNDERN 2007	31
ABBILDUNG 9: ABS INVESTOREN 2006-2007	31
ABBILDUNG 10: EINSTELLUNG DER INVESTOREN ZU ABS IM JAHR 2008	32
ABBILDUNG 11: BEISPIEL ZUR VERBESSERUNG DER EIGENKAPITALQUOTE DURCH ABS.....	34
ABBILDUNG 12: CREDIT ENHANCEMENT IN ABS STRUKTUREN	51
ABBILDUNG 13: GENERIERUNG VON EXCESS SPREAD.....	52
ABBILDUNG 14: WASSERFALL FÜR NOMINALRÜCKZAHLUNG.....	54
ABBILDUNG 15: STRUKTURIERUNG EINER SENIOR/JUNIOR-EMISSION	55
ABBILDUNG 16: ZUSAMMENFASSENDE ÜBERBLICK DER CREDIT ENHANCEMENT- TECHNIKEN	60
ABBILDUNG 17: EMISSIONSRATINGS FÜR ABS TRANSAKTIONEN	68
ABBILDUNG 18: VERGLEICH DER CDO-RATINGANSÄTZE DER AGENTUREN	71
ABBILDUNG 19: TABELLE ZUR BERECHNUNG DES DIVERSITY SCORES (AUSSCHNITT)	73
ABBILDUNG 20: AUSFALLVERTEILUNG UND TRANCHIERUNG.....	76
ABBILDUNG 21: GESTRESSTE AUSFALLSRATEN, 10-JAHRES-HORIZONT	79
ABBILDUNG 22: LAUFZEITANPASSUNGSFAKTOREN (%).....	79
ABBILDUNG 23: BEISPIELHAFTE TRANCHIERUNG EINES PORTFOLIOS	80
ABBILDUNG 24: EXCEL SCREENSHOT: PREISE UND DEREN DARSTELLUNG IN EINEM DIAGRAMM	94
ABBILDUNG 25: INTEX SCREENSHOT: ALLGEMEINE INFORMATIONEN.....	94
ABBILDUNG 26: INTEX SCREENSHOT: PORTFOLIO-TESTS.....	95
ABBILDUNG 27: INTEX SCREENSHOT: TRANCHENINFORMATIONEN	95
ABBILDUNG 28: BLOOMBERG SCREENSHOT	96

1. Einleitung

Die Idee für die vorliegende Arbeit entstand aufgrund meines beruflichen Engagements im Bereich Structured Finance und Verbriefungen.

Da Asset-Backed Securities, einer der wohl komplexesten Themenbereiche der Finanzgeschichte, noch nicht sehr geläufig im universitären Rahmen in Österreich sind, will ich mit dieser Arbeit einen Beitrag leisten um dem entgegenzuwirken.

Die vorliegende Arbeit wurde anhand von Fachliteratur, analytischen Darstellungen, aktuellem Zahlenmaterial und einer empirischen Analyse verfasst, um interessierten Lesern einen möglichst authentischen Einblick in die Welt von Asset-Backed Securities zu gewähren.

Definition von Asset-Backed Securities:

Asset-Backed Securities ist die Bezeichnung für mit Finanzaktiva (Asset) besicherte (Backed) Wertpapiere (Securities), also Wertpapiere, die mit unterschiedlichen Forderungen unterlegt bzw. gedeckt sind.

Asset-Backed Securities entstehen durch das Verbriefen („Securitization“) von Forderungen.

„Securitisations is one of the most important and abiding innovations to emerge in the financial markets since the 1930s.“¹

Von der Ineffizienz des amerikanischen Hypothekenmarktes und den Veränderungen auf den Kapitalmärkten ausgehend, entstanden Verbriefungen von Hypothekendarlehen zuerst aus der Notwendigkeit heraus. Daraus entwickelte sich aber bald eine der bedeutendsten Innovationen am Finanzmarkt, wo bei sich das Prinzip der Forderungsverbriefung mittlerweile weit über die ursprüngliche Klasse der Hypothekendarlehen erstreckt.²

Der größte Markt für Verbriefungen bzw. Asset-Backed Securities ist nach wie vor die USA, jedoch verlieren sie aufgrund der steigenden Wachstumsraten von Asien und China zunehmend ihre Vorherrschaft. Die nachfolgende Grafik zeigt das rasche Wachstum von

¹ Kendall / Fishman 1996, S.1

² vgl. Bund 2000, S. 2f

Verbriefungen in Europa, die allerdings momentan durch die weltweite Finanzkrise etwas ins Stocken geraten ist:

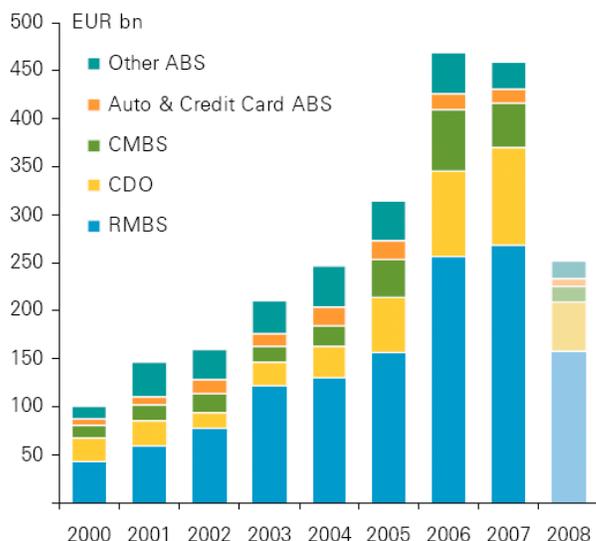


Abbildung 1: Wachstum Europäischer Verbriefungen

Quelle: Rajendra 2008, S. 5

Asset-Backed Securities stellen ein komplexes und innovatives Finanzierungsinstrument dar. Dabei werden Forderungen aus der Bilanz zu einem Portfolio gebündelt und an eine spezielle, zu diesem Zweck gegründete, Gesellschaft übertragen. Diese wiederum finanziert sich durch Ausgabe von Wertpapieren am Kapitalmarkt. Die Ansprüche der Investoren werden dabei aus den Cashflows der übertragenen Finanzaktiva bedient.

Asset-Backed Securities bieten vielfältige Verbriefungsmöglichkeiten, die von Hypothekendarlehen, Leasing und Kreditkartenforderungen bis hin zu Konzerten von David Bowie reichen. Mittlerweile stellt das Konzept von ABS ein adaptiertes Finanzierungsinstrument am Kapitalmarkt dar, jedoch bei ihrer Struktur, der konkreten Umsetzung und bei den verbrieften Forderungsarten handelt es sich um eine ständig weiterentwickelnde Innovation.

1.1 Gang der Argumentation

Die verwendete Forschungsmethodik basiert auf drei Elementen:

- 1) Auswertung vorhandener Literatur
- 2) Durchführung von Fachinterviews mit Experten aus der Praxis
- 3) Analyse der Daten aus diversen Finanzinformationssystemen

Die Ausarbeitung der Literatur dient einer einführenden Deskription von Asset-Backed Securities. Durch die Experteninterviews und die Analyse der Daten aus diversen Finanzinformationssystemen wurde eine Analyse von unterschiedlichen CDO-Transaktionen möglich.

Zu Beginn erfolgt eine Beschreibung unterschiedlicher ABS-Produkte, des Emissionsverfahrens, der beteiligten Parteien und des Marktes. Das Kapitel wird mit den Gründen für den Einsatz von Asset-Backed Securities abgeschlossen.

Auf dem zweiten Kapitel aufbauend, beschreibt das dritte Kapitel die Risiken, Risikoanalyse und das Risikomanagement von Asset-Backed Securities.

Im vierten Kapitel geht es um das Rating von Asset-Backed Securities. Hier wird unter anderem der Ratingprozess generell, und jener der einzelnen Ratingagenturen im speziellen, beschrieben.

Das fünfte Kapitel bildet den empirischen Teil der Arbeit. Hier wird anhand von 40 CDO-Transaktionen untersucht, ob die Preisentwicklung direkten Einfluss auf das Rating der Transaktionen hat.

Eine Reflexion der wichtigsten Erkenntnisse schließen diese Arbeit ab.

1.2 Zielsetzung der Arbeit

Aufgrund der Komplexität des Themenbereiches der Asset-Backed Securities wird als Zielsetzung für die vorliegende Arbeit eine grundlegende Beschreibung des Konzeptes „ABS“ gewählt. Darunter fallen unterschiedliche ABS-Produkte, der Emissionsprozess, die beteiligten Parteien, ein Marktüberblick, Risikoanalyse, Risikomanagement und das Rating von ABS. Abgerundet wird die Arbeit durch eine empirische Analyse, die die Entwicklung der Marktpreise zeigt und überprüft, ob das Rating von Asset-Backed Securities in direkter Verbindung mit deren Preisentwicklung steht.

Die Forschungsfrage, die mittels der empirischen Analyse beantwortet werden soll, lautet:

Stehen die momentanen negativen Preisentwicklungen in direktem Zusammenhang mit Downgrades der Transaktionen?

Alles in allem soll diese Arbeit einen Beitrag zum Verständnis des innovativen Finanzierungsinstrumentes der Asset-Backed Securities leisten.

2. Allgemeine Informationen über Asset-Backed Securities

Zu Beginn der Arbeit werden allgemeine Informationen zum Thema Asset-Backed Securities geliefert. Der erste Teil dieses Kapitels beschäftigt sich mit den wichtigsten Asset-Backed Securities Produkten. Danach wird auf das Emissionsverfahren und die Teilnehmer einer ABS-Transaktion eingegangen. Der vierte Teil des Kapitels beschäftigt sich mit dem ABS-Markt und aktuellen Entwicklungstendenzen von Asset-Backed Securities. Zum Schluss werden die Gründe für den Einsatz von ABS beschrieben.

2.1 Produktbeschreibungen

Die unterschiedlichen ABS-Produkte werden anhand ihrer zugrundeliegenden Vermögenswerte (Underlying) unterschieden. Grundsätzlich kann jede Art von Forderung, aus der sich ein Cash-Flow ableiten lässt, für Verbriefungstransaktionen verwendet werden. Auf eine Vermischung unterschiedlicher Assetklassen bei Verbriefungen sollte nach Möglichkeit verzichtet werden, da die dafür notwendige Betrachtung unterschiedlichster Risikofaktoren und Abhängigkeiten zu höheren Renditeforderungen der Investoren führt, was wiederum den Einsatz des Instruments für die Originatoren ineffizient macht.³

Asset-Backed Securities können sich aber auch aufgrund ihrer Struktur (Pass-/Pay-Through-Struktur) oder aufgrund der Refinanzierungsart des Special-Purpose Vehicle („SPV“) voneinander unterscheiden. Darauf wird später in der Arbeit eingegangen.

Asset-Backed Securities Produkte werden im Rahmen meiner Arbeit in Asset-Backed Securities im engeren Sinne, Mortgage-Backed Securities und Collateralized Debt Obligations unterteilt.

³ vgl. Gruber [Hrsg.] 2005, S. 65