

Universität Hamburg
Department Wirtschaftswissenschaften

Institut für Geld- und Kapitalverkehr
- Arbeitsbereich Kapitalmärkte -
Prof. Dr. Hartmut Schmidt

Diplomarbeit

Verbriefungen als Finanzierungsmöglichkeit für den
deutschen Mittelstand

von:
Mark Lübinski

Tel.: 0176 913 24 376
mark.luebinski@yahoo.de

Betreuer:
Prof. Dr. Hartmut Schmidt

Hamburg, 14. September 2006

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis	IV
Tabellenverzeichnis	IV
1 Motivation.....	1
2 Einführung und Grundbegriffe	2
2.1 Typische Verbriefungstransaktionen	2
2.1.1 True-Sale-Verbriefung.....	2
2.1.2 ABCP	6
2.1.3 Synthetische Verbriefung	7
2.1.4 Whole Business Securitisation	9
2.1.5 Rechtliche Probleme	10
2.2 Bedeutung des Verbriefungsmarktes	11
2.3 Motivation für Verbriefungen.....	14
2.3.1 Refinanzierung.....	14
2.3.2 Verbriefungen als Risikovermeidungsstrategie	15
2.3.3 EK-Regelungen als treibende Kraft von Verbriefungstransaktionen	20
3 Finanzierung des Mittelstandes	24
3.1 Finanzierungsprobleme des Mittelstandes.....	25
3.2 Klassische Finanzierungsinstrumente.....	27
3.2.1 Finanzierung aus dem Eigenkapital.....	27
3.2.2 Bankkredit.....	29
3.2.3 Andere Finanzierungsmöglichkeiten	33
3.3 Besonderheiten bei Verbriefungstransaktionen für den Mittelstand	36
3.3.1 Verbriefungskonstruktionen mit indirekter Wirkung	37
3.3.2 Verbriefungskonstruktionen mit direkter Wirkung	41
3.3.2.1 Verbriefung von Forderungen	42
3.3.2.2 Verbriefungen mit einer ertragsabhängigen Verzinsung	45
3.4 Vergleich unterschiedlicher Finanzierungsmöglichkeiten	49
4 Infrastruktur	53
4.1 True Sale Initiative	55
4.2 Technische Infrastruktur	56
5 Umfrage	59
5.1 Technische Realisierung.....	60
5.2 Präferenzen der Investoren	62
5.3 Präferenzen der Kreditbanken	76
5.4 Präferenzen der Mittelständler.....	89
5.5 Ergebnisse.....	105
6 Zusammenfassung	107
Glossar	110
Anhang: XML.....	113
Quellenverzeichnis	115
Danksagung	124
Erklärung	125

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Grundstruktur einer <i>True-Sale-ABS</i>	3
Abbildung 2: Detaillierte Darstellung einer <i>True-Sale-ABS</i>	6
Abbildung 3: Grundstruktur einer <i>synthetischen ABS-Transaktion</i>	8
Abbildung 4: Grobe Systematik der ABS-Formen.....	13
Abbildung 5: Spreadverlauf in Basispunkten.....	14
Abbildung 6: Volatilität der Jahresrenditen von Dow Jones.....	18
Abbildung 7: Kredite an das verarbeitende Gewerbe (Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent).	26
Abbildung 8: Grundstruktur einer PROMISE-Transaktion.....	39
Abbildung 9: Risikotransfer in Europa nach Assetklassen 2004.....	40
Abbildung 10: Revolvierende Konstruktion mit mehreren Beteiligten.....	44
Abbildung 11: Vorschlag zu einer Verbriefungskonstruktion mit einer ertragsabhängigen Verzinsung	48
Abbildung 12: Struktur von „Driver One“.	53
Abbildung 13: Überblick über die Software TXSuite.....	58

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Volatilität als Risikomaß	16
Tabelle 2: Verbriefung der kmU Risiken 2000-2004 in Mio. €.	40
Tabelle 3: Vergleich unterschiedlicher Finanzierungsmöglichkeiten	52
Tabelle 4: Verbesserung des Reportings durch die Einführung eines standardisierten Ratings.....	54
Tabelle 5: Zahlungsbereitschaft in Abhängigkeit von der Stärke der Bindung.....	82

1 Motivation

Der Markt der Verbriefungen hat sich in den letzten zehn Jahren rasant entwickelt. Allerdings betrafen diese Transaktionen bis jetzt eher den Immobilienmarkt oder große Unternehmen.

In Deutschland bildet aber der Mittelstand die tragende Säule der Wirtschaft. Er sorgt für die Hälfte des BIP und den Großteil der Arbeitsplätze. Bis jetzt finanzierte sich der deutsche Mittelstand hauptsächlich über Bankkredite bei seiner Hausbank. Besonders im Zuge der Diskussion zu BASEL II wird immer öfter die Befürchtung ausgesprochen, dass der Mittelstand in Zukunft auf diesem Wege nur noch schwer an Fremdkapital kommen werde.

Diese Arbeit soll untersuchen, ob das Instrument „Verbriefungen“ für mittelständische Unternehmen eine interessante Alternative zum klassischen Bankkredit darstellt. Dabei soll diskutiert werden, ob die Hausbanken ihre Rolle als langfristiger Finanzierungspartner behalten können (und wollen), oder ob für Mittelstand-Unternehmen mittel- bis langfristig die Möglichkeit entsteht, sich mit dem Instrument „Verbriefungen“ direkt über den Kapitalmarkt zu finanzieren.

Den Schwerpunkt der Arbeit bildet eine Umfrage unter Investmentbanken, Kreditbanken und mittelständischen Unternehmen mit dem Ziel, die jeweiligen Präferenzen der betroffenen Akteure zu ermitteln und zu prüfen, inwieweit sie übereinstimmen.

2 Einführung und Grundbegriffe

In diesem Abschnitt soll erklärt werden, was Verbriefungen sind und worauf die Erfolge des Instruments in den letzten zehn Jahren zurückzuführen sind.

2.1 Typische Verbriefungstransaktionen

In dieser Arbeit werden unter den Begriffen „Verbriefungen“ und „*Asset Backed Securities*“¹, kurz *ABS*, handelbare Wertpapiere verstanden, die durch Vermögensgegenstände besichert sind. Sind Vermögensgegenstände z.B. illiquide Kredite einzelner Banken, so entstehen durch *ABS*-Transaktionen daraus hochliquide Wertpapiere mit allen dadurch verbundenen Vorteilen wie z.B. fairen Preisen und der Möglichkeit, das Engagement schnell zu liquidieren. Auch wenn eine Verbriefungstransaktion beliebig ausgestaltet werden kann, haben sich im Laufe der Jahre zwei Grundstrukturen herausgebildet: die *True-Sale*-Transaktion, bei der die *Assets* vom *Originator* tatsächlich verkauft werden und die synthetische Transaktion, die sich dadurch auszeichnet, dass die *Assets* selbst beim *Originator* verbleiben und nur die aus diesen *Assets* resultierenden Risiken am Markt platziert werden. Diese und andere übliche Verbriefungskonstruktionen werden in diesem Kapitel detailliert vorgestellt.

2.1.1 True-Sale-Verbriefung

Bei einer *True-Sale*-Verbriefung werden *Assets* an eine Zweckgesellschaft (*SPV – Special Purpose Vehicle*) verkauft. Diese Konstruktion soll am Beispiel einer Forderungsverbriefung dargestellt werden.

Eine Gesellschaft (*Originator*) besitzt viele Forderungen, die in der Zukunft zurückgezahlt werden. Wenn sie aber schon jetzt Geld bracht oder keine Risiken tragen will, die mit möglichen Ausfällen der Forderungen zusammen hängen, kann sie diese Forderungen an eine eigens dafür gegründete Zweckgesellschaft – *SPV* – verkaufen. Diese Gesellschaft mit einem Eigenkapital von einigen Tausend

¹ Im Bereich der Verbriefungen hat sich die englische Terminologie etabliert. Deswegen werden die entsprechenden Begriffe *kursiv* dargestellt und am Ende dieser Arbeit in einem Glossar erklärt. Eine wörtliche Übersetzung ist wegen der teilweise sehr speziellen Bedeutung der englischen Begriffe entweder nicht möglich oder gibt die Bedeutung nicht genau wieder.

Euro, die selbst oft über keine weiteren Aktiva verfügt, könnte den Kaufpreis aus eigenen Mitteln nicht bezahlen. Sie emittiert zur Finanzierung dieses Kaufes eine *Credit-Link-Note* (CLN)-Anleihe, die sie am Kapitalmarkt platziert.

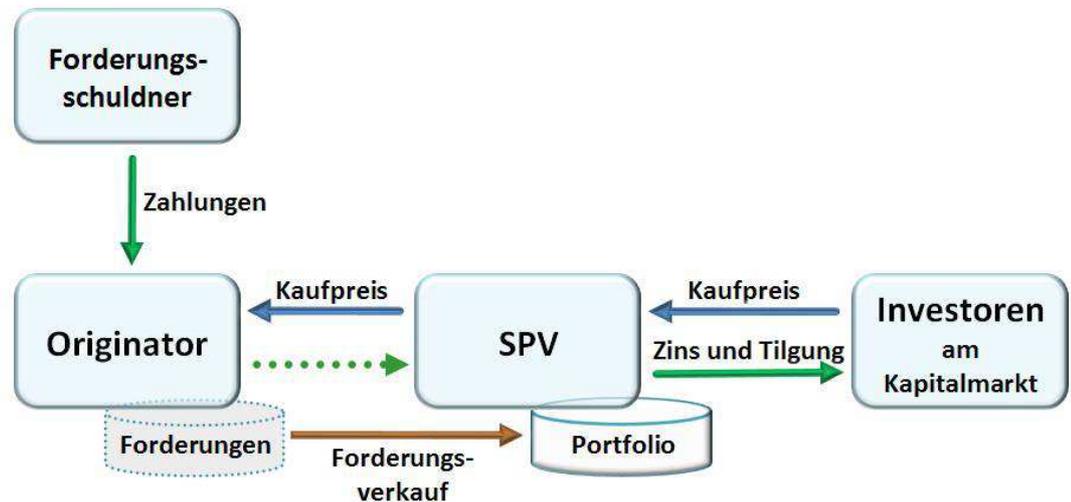


Abbildung 1: Grundstruktur einer *True-Sale-ABS*.¹

Finanzinvestoren, die diese Anleihe kaufen, erhalten Zahlungen, die an die Zahlungen der Forderungsschuldner gebunden sind. D.h., wenn die Schuldner gar nicht oder nur zum Teil zahlen, entstehen bei den Käufern der *CLN* Ausfälle. Der *Originator* ist dagegen von diesen Zahlungsausfällen nicht mehr betroffen. Die liquiden Mittel für Coupons und Tilgungen werden aus den Zahlungen generiert, die die Forderungsschuldner ursprünglich an den *Originator* zahlen mussten.

Warum sollen die Finanzinvestoren eine bedingte Anleihe einer kleinen Zweckgesellschaft kaufen? Der erste Grund liegt in der sogenannten *Overcollateralization*. Das Forderungsportfolio, das an die *SPV* übertragen wurde, ist betragsmäßig größer als die emittierte Anleihe. Das heißt, die ersten Ausfälle werden nicht von Investoren getragen, sondern gehen sozusagen zulasten der „Substanz“. Ein der *Overcollateralization* ähnlicher Effekt kann auch durch eine zusätzliche Garantie erreicht werden, die der *Originator* vergibt oder gegen eine Gebühr von anderen Marktteilnehmern geben lässt. Dadurch kann eine deutliche Kreditverbesserung

¹ In Anlehnung an Achleitner (2002), S. 425. Die gestrichelte Linie bedeutet, dass die Zahlungen nur durchgeleitet werden.

(*Credit Enhancement*) erreicht werden, wodurch die Konstruktion für den *Originator* insgesamt günstiger wird.

Der zweite Grund liegt in der besonderen Strukturierung der Anleihe.¹ Die *CLN* besteht aus mehreren Tranchen. Mögliche Verluste werden zuerst von den Käufern der untergeordneten – nachrangigen – Tranchen getragen, während die Zahlungen zuerst den Käufern der übergeordneten – vorrangigen – Tranchen zugute kommen. Nachrangige Tranchen dienen damit den übergeordneten als zusätzliche Sicherheit. Das führt dazu, dass die Käufer dieser Tranchen unterschiedlich entlohnt werden und diese Tranchen auch unterschiedliche Ratings erhalten. Die „unterste“, gegenüber allen anderen nachrangige Tranche – *First Loss Piece (FLP)* – erhält normalerweise kein Rating. Es gibt mehrere Gründe, diese besonders risikante Tranche zu kaufen:

- Bis zur Feststellung des *Credit Events* erhält der Käufer Zinszahlungen, die im Vergleich zu anderen Tranchen besonders hoch ausfallen. Weil die endgültige Feststellung relativ lange dauern kann, besteht die Möglichkeit, dass er seine dann zu tragenden Verluste durch die Zinszahlungen überkompensiert.
- Der Käufer kann Risiken anders bewerten als der *Originator* und die Agenturen.
- Der Käufer hat andersartige Risiken im Portfolio und will bewusst bestimmte Risiken derart kaufen, dass das Gesamtportfolio danach ein insgesamt günstigeres Rendite-Risiko-Profil aufweist.

Manchmal ist es auch sinnvoll, dass der *Originator* selbst den *FLP* kauft.² Für den *Originator* wird die Transaktion dadurch insgesamt günstiger, weil er weniger Risiko abgibt. Gleichzeitig soll er dadurch zur besseren Überwachung der Kredite bewegt werden.³ Wenn der Verkäufer den *FLP* nicht behält, entstehen ihm durch die Überwachung der Kredite und das Eintreiben von Zahlungen nur Kosten, weil er alle Risiken aus Forderungen abgesichert hat. Der *Originator* hat somit keinen Anreiz, mehr Überwachung zu leisten als vertraglich zugesichert und durch den

¹ Solche Strukturierung wird meistens von einer anderen Bank - dem *Arranger* durchgeführt (Emse (2005), S. 33).

² Dies ist insbesondere bei *synthetischen ABS* der Fall, siehe Kapitel 2.1.3.

³ Ranné (2005), S. 48ff.

*Trustee*¹ kontrolliert (Moral Hazard). Auch könnte er geneigt sein, Kredite schlechterer Schuldner zu verbrieften, wenn er für Ausfälle gar nicht haftet.²

Da Verluste „von unten nach oben“ anfallen, erreicht die oberste Tranche einer Transaktion eine sehr gute Bonität. Grundsätzlich kann bei einem ausreichend großen *Credit Enhancement* und einigen nachrangigen Tranchen auch ein AAA-Rating³ erreicht werden. Dabei besteht diese Tranche aus Forderungen an Unternehmen, von denen jedes einzelne kaum auch nur ein B-Rating hat.

Ratings werden bei einer Verbriefungstransaktion oft von mehreren Rating-Agenturen vergeben. Die Agenturen besuchen vor der Emission den *Originator*, um seine Abläufe zu prüfen. Dabei werden Geschäftsmodell des *Originators*, Art der generierten Aktiva, Geschäftsabläufe bei der Forderungsgenerierung und notwendige Änderungen für die Transaktion geprüft. Jens Linder, Vice President von Moody's, benutzte für *Originatoren* bei einem Vortrag am 5. Juli 2005 in Hamburg sogar den Ausdruck „Createur de risque“, womit er zum Ausdruck brachte, dass spätere Risiken in der Verbriefung zum großen Teil schon bei der Kreditvergabe entstanden sind. Diese erste Untersuchung wird z.B. von Moody's-Analysten grundsätzlich vor Ort durchgeführt und dauert bis zu einem Tag. Nachdem die *Assets* für die Transaktion fest stehen, vergeben die Agenturen ein vorläufiges Rating, das bei Verkaufsgesprächen benutzt werden kann. Nach der Emission wird ein endgültiges Rating vergeben, das dann regelmäßig während der Laufzeit (z.B. vierteljährlich) erneuert wird.

Die Zahlungen der Forderungsschuldner müssen bearbeitet und an die Käufer der *CLN* weiter geleitet werden. Das ist die Aufgabe des *Servicers*. *Originator* und *Servicer* können ein und dieselbe Bank sein, vor allem wenn der *Originator* selbst eine Bank ist, die Kredite selbst günstig verwalten kann. Bei dieser Konstruktion spart sie die Gebühr ein, die sie sonst an den *Servicer* zahlen müsste.

Interessant ist auch die Frage, wer der Eigentümer der *SPV* werden soll. Damit eine strikte Trennung zwischen dem *Originator* und der *SPV* gewährleistet wird,

¹ Der Ablauf der Transaktion wird von einer unabhängigen Instanz – dem *Trustee* – überwacht.

² Dieser Aussage kann allerdings nur bedingt zugestimmt werden, weil ein *Originator*, der ein solches Verhalten einmal an den Tag legt, bei der nächsten Transaktion mit höheren Zinsen bestraft wird.

³ AAA entspricht einer Einjahresausfallquote von 0,01%, AA – 0,03%, A – 0,07% und BBB – 0,22% (Spielberg et al. (2004), S. 332).

darf der *Originator* selbst nicht der Eigentümer der Zweckgesellschaft sein. Die Gesellschaften werden deswegen oft an Stiftungen übertragen.¹

Da die Zahlungen der Forderungsschuldner und die *CLN*-Coupons zeitlich nicht immer übereinstimmen, wird eine Kreditlinie für die *SPV* oft beim *Originator*, *Servicer* oder einem anderem Akteur am Kapitalmarkt vereinbart. Abbildung 2 erweitert die Grundstruktur einer *True-Sale-ABS*, wie sie in der Abbildung 1 dargestellt war, um alle Beteiligten:

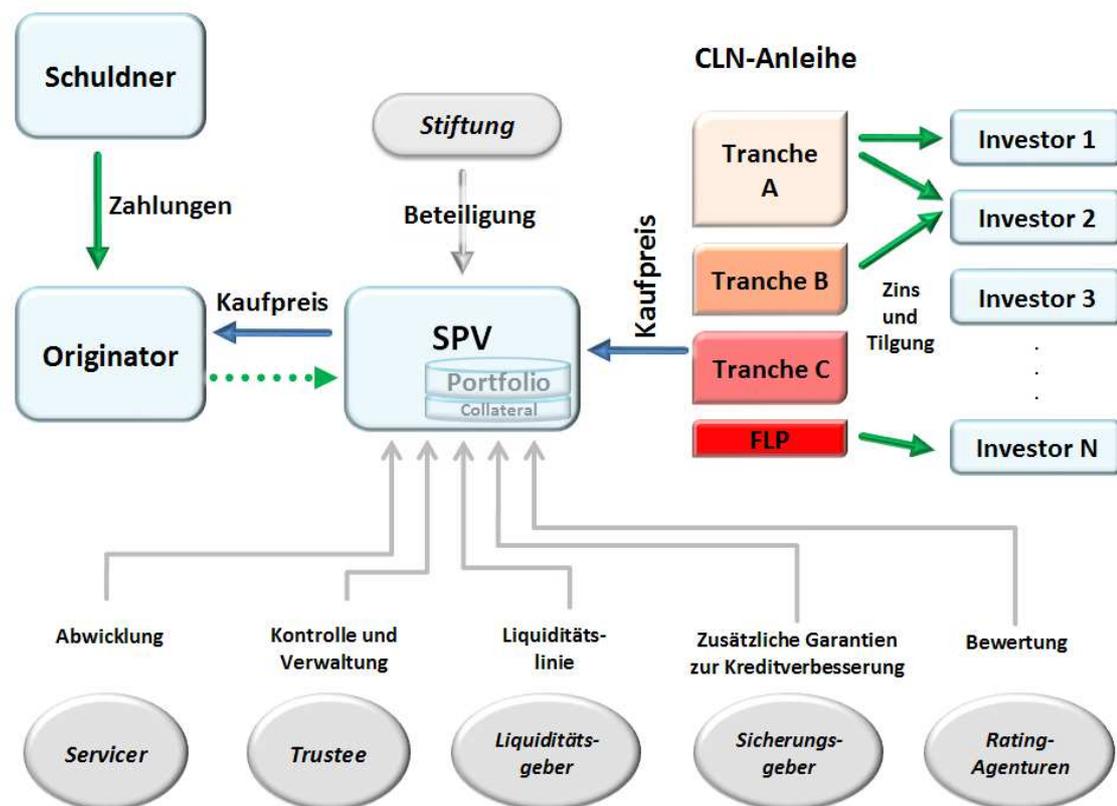


Abbildung 2: Detaillierte Darstellung einer *True-Sale-ABS*.²

2.1.2 ABCP

Eine spezielle Form der *True-Sale*-Verbriefung bilden so genannte *Asset-Backed Commercial Papers* (*ABCP*), bei denen viele kurzfristige Forderungen als *Assets* dienen.

¹ In Abschnitt 4.1 wird eine Verbriefungskonstruktion von TSI dargestellt, wo die *SPV* an drei gemeinnützige Stiftungen übertragen wird. Die Anzahl drei ist deswegen wichtig, damit kein Großkredit (50% bei einem Partner) entsteht.

² Darstellung angepasst aus Achleitner (2002), S. 425.

Dabei kauft die *SPV* Forderungen von einem oder mehreren Forderungsverkäufern auf und emittiert kurzfristige Geldmarktpapiere, die *ABCP*, bei denen diese Forderungen als *Assets* dienen. Wegen der kurzfristigen Art der Forderungen stellt sich sofort die Frage, ob der Aufwand einer *SPV*-Gründung bei dieser Konstruktion noch gerechtfertigt ist. Wenn die Zweckgesellschaft nach der Tilgung der ausgegebenen Wertpapieren liquidiert werden müsste, wäre dies tatsächlich nicht der Fall. Eine *ABCP* muss deswegen revolving gestaltet werden, indem dieselbe *SPV* die Rückzahlungen für den Kauf immer neuer Forderungen verwendet und die Tilgungen einer Anleihe durch die Ausgabe neuer *Commercial Papers* finanziert. Die *SPV* wird also nicht für eine Anleihe gegründet, sondern dient einem *ABCP*-Programm. Eine solche *SPV* wird meistens von Banken (die dann „Sponsoren“ heißen) gegründet und heißt *Conduit*. Die Vereinbarungen werden oft für eine Laufzeit von drei bis fünf Jahren abgeschlossen und definieren auch die Qualität der Forderungen, die abgetreten werden dürfen. Außerdem tritt bei vielen Handelsforderungen ein Problem der Zeitinkongruenz auf. Während die *ABCP* eine feste Laufzeit hat, können Forderungsschuldner nicht ganz pünktlich zurückzahlen, so dass es zu Verzögerungen kommen kann, ohne dass ein *Credit Event* auftritt. Oft gewähren die Sponsoren deswegen eine 364-Tage Liquiditätslinie in der Höhe der *ABCP*-Emission.¹ Umgekehrt ist es nicht gesichert, dass z.B. alle 90 Tage eine neue *ABCP* am Markt platziert werden kann, weswegen der Sponsor dann als temporärer Käufer einspringen muss.²

2.1.3 Synthetische Verbriefung

Bei einer synthetischen Verbriefung werden nicht die Aktiva selbst an die *SPV* übertragen, sondern bleiben in der Bilanz des *Originators*. Bei einer solchen Transaktion wird nur das Risiko übertragen. Die *SPV* gewährt normalerweise dem *Originator* eine *CDS*-Garantie und emittiert eine *CLN*-Anleihe, die sie am Kapitalmarkt platziert. Mit dem Erlös aus der Emission und der *CDS*-Gebühr kauft sie sehr sichere Anlagen (z.B. Staatsanleihen), deren Coupons dann zusammen mit

¹ Alenfeld (2002), S. 18.

² Emse (2005), S. 37.

weiteren *CDS*-Zahlungen des *Originators* eine stetige *Cashflow*-Quelle bilden. Diese *Cashflows* werden an die Anleihe-Käufer ausgeschüttet.

Investoren, die eine Anleihe kaufen, bekommen entsprechend auch keine Zahlungen der Forderungsschuldner. Als einzige Sicherheit dienen bei dieser Transaktion die sicheren Anlagen, die die *SPV* gekauft hat und als *Collateral* hält.

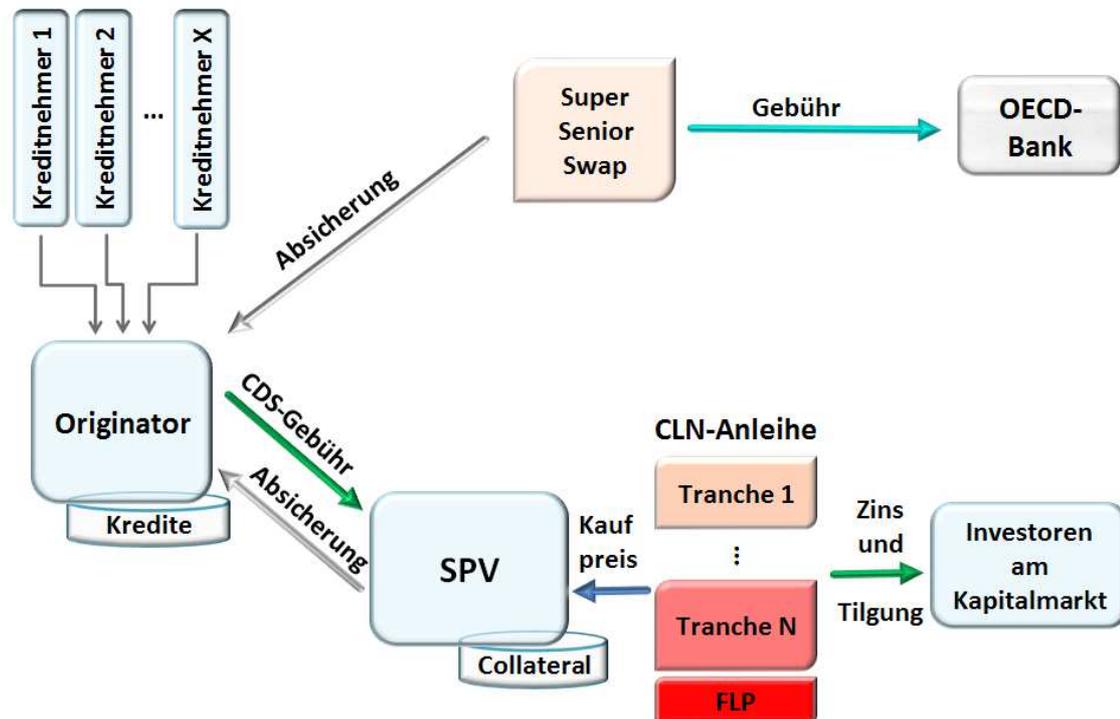


Abbildung 3: Grundstruktur einer synthetischen ABS-Transaktion.

Bei der Transaktion treten ansonsten die gleichen Akteure auf, wie bei einer *True-Sale-ABS-Transaktion*.

Die türkise Markierung in Abbildung 3 illustriert einen interessanten Aspekt synthetischer *ABS*. Da der *Collateral* aus Wertpapieren sehr hoher Bonität besteht, kann die vorrangige Tranche eine Bonitätsstufe erreichen, die über *AAA* liegt.¹ Diese Tranche wird deswegen als *Super Senior Swap* bezeichnet. Sie wird nicht als Teil der *CLN*-Anleihe realisiert, sondern vom *Originator* direkt bei *OECD*-

¹ Das Rating dieser Tranche wird deswegen manchmal auch mit *AAA+* angegeben, auch wenn es kein solches offizielles Rating gibt. Für das Transaktionsdesign bedeutet dies, dass Ausfälle für Käufer dieser Tranche erst dann relevant werden, wenn die untergeordnete *AAA*-Tranche komplett „aufgebraucht“ wird.

Banken über einen *CDS* abgesichert, wobei die Sicherungsgeber wissen, dass Verluste erst dann zu tragen sind, wenn alle unteren Tranchen der *CLN* ausfallen. Daher ist die Absicherung für den Originator besonders günstig und da eine OECD-Bank als Swap-Partner auftritt, reduziert sich auch das zu unterlegende Eigenkapital des *Originators*.

Diese Reduzierung des zu hinterlegenden Eigenkapitals und die dadurch mögliche regulatorische Arbitrage, die in Abschnitt 2.3.3 näher besprochen wird, sind wichtige Gründe für *synthetische ABS*. Während eine *True-Sale-ABS* sowohl der Absicherung als auch der Refinanzierung dient, wird durch eine synthetische ABS nur eine Absicherung erreicht,¹ während sonst alles „beim Alten“ bleibt – die Bilanz wird nicht verkürzt und der *Originator* bleibt Eigentümer der Forderungen. Außerdem waren *True-Sale*-Verbriefungen speziell in Deutschland bis vor kurzem wegen einiger nicht gelöster rechtlicher Probleme nur schwer realisierbar.²

2.1.4 Whole Business Securitisation

Whole Business Securitisation (*WBS*) ist eine Verbriefungsart, bei der nicht die *Assets* eines Unternehmens an die Zweckgesellschaft verkauft werden, sondern ein wesentlicher Teil der zukünftigen *Cashflows* des Unternehmens selbst für eine bestimmte Zeit an die Zweckgesellschaft übertragen wird. Bei größeren Unternehmen kann auch nur ein Teil des Geschäfts verbrieft werden. Dann muss dieser Teil rechtlich und vor allem betriebswirtschaftlich von dem nicht besicherten Teil getrennt werden. Sonst entsteht beim Kreditnehmer sofort ein Anreiz, die Kosten möglichst dem verbrieften und die Erträge dem nicht verbrieften Teil der Gesellschaft zuzuordnen. Bei mehreren unterschiedlichen *WBS*-Tranchen entsteht genauso ein Problem der Zuordnung der *Cashflows* zu der jeweiligen Tranche. Ein anderes Problem bei *WBS* ist die eigentliche Bewertung der zukünftigen *Cashflows*. Während Fitch annimmt, dass nur große und ertragsstabile Unternehmen *WBS* durchführen können, die am besten in Märkten mit hohen Markteintrittsschranken tätig

¹ Das so abgesicherte Portfolio dient aber als eine gute Sicherheit, falls der *Originator* einen Kredit auf dem Kapitalmarkt aufnehmen will.

² In Großbritannien dagegen gibt es fast nur *True-Sale*-Verbriefungen.

sind, also z.B. Versorger und Betreiber von Infrastruktureinrichtungen,¹ war in den letzten Jahren zu beobachten, dass auch weniger ertragsstabile Unternehmen erfolgreich eine *WBS* abgeschlossen haben, wie z.B. der Diamantengroßhändler „Rosy Blue N.V.“, die Formel 1-Rennserie oder der London City Airport.² In gewisser Weise können sogar die von der CareerConcept AG initiierten „Bildungsfonds“, bei denen Studenten sich für ein „Stipendium“ von ca. 1000 EUR pro Monat oder 30 000 EUR Sofortauszahlung bereit erklären, für eine begrenzte Zeit einen vertraglich festgelegten Teil ihres zukünftigen Gehalts an die Organisatoren abzutreten, als eine *WBS*-Transaktion betrachtet werden.³

Da bei einer *WBS* keine Risiken transferiert werden, sondern ein Investor sogar eher unternehmerische Risiken eingeht, haben diese Transaktionen bei BASEL II keine EK-entlastende Wirkung und werden im Framework nicht betrachtet.

2.1.5 Rechtliche Probleme

Bei allen besprochenen *ABS*-Konstruktionen müssen einige rechtliche Probleme geklärt werden.⁴ Im Fall einer Insolvenz des *Originators* gibt es normalerweise keine Auswirkung auf die Wertpapiere. Die *SPV* bleibt bei einer *synthetischen* Transaktion im Besitz des *Collaterals*, und bei einer *True-Sale-ABS* im Besitz der *Assets*. Bei einer Insolvenz des *Servicers* in einer *True-Sale-ABS* kann das Problem dadurch gelöst werden, dass die Forderungen nicht in die Insolvenzmasse fallen. Nach altem Insolvenzrecht war dies nicht immer so. Durch die Einführung eines Refinanzierungsregisters im letzten Jahr (Aufnahme des Abschnittes 2a bzw. §§ 22a ff. in die KWG)⁵ wird das Problem gelöst, indem die entsprechenden Aktiva durch die Eintragung in dieses Register nicht mehr zur Insolvenzmasse gehören.⁶ Ein weiteres Problem könnte eine Insolvenz der *SPV* darstellen, was allerdings wegen fehlender operativer Tätigkeit sehr unwahrscheinlich ist. Trotz-

¹ Fitch (2004), S. 2.

² Verbriefungen weniger sicherer Unternehmen bringen aber auch erhebliche Risiken mit sich, wie die Transaktion „Welcome Break“ gezeigt hat (o.V. (2004c), S. 6).

³ O.V. (2005b).

⁴ Eine ausführliche Auflistung rechtlicher Probleme mit Lösungsansätzen findet sich in Hommel (2005), S. 16ff.

⁵ BGBI (2005b), S. 2814ff.

⁶ Insbesondere §22j KWG in BGBI (2005b), S. 2816.

dem wird für diesen Fall oft eine Garantie des *Originators* oder einer anderen Bank vergeben.

Weitere rechtliche Probleme können sich aus Bankgeheimnis- und Datenschutzbestimmungen¹ sowie aus dem Steuerrecht ergeben. Bankgeheimnis- und Datenschutzregelungen wird dadurch Rechnung getragen, dass alle Daten anonymisiert werden und die Kunden schon beim Vertragabschluss auf die mögliche Verbriefung hingewiesen werden. Steuerrechtlich war z.B. zu klären, ob auf die Zinsen, die bei einer *True-Sale*-ABS von der *SPV* nur durchgeleitet werden, Gewerbesteuer zu zahlen ist. Dieses Problem wurde zwar mit der Neuregelung der Gewerbesteuer-Durchführungsverordnung², und in diversen BMF-Schreiben³ für die Verbriefung von Bankforderungen im Sinne des §1 KWG entschärft. Die Diskussion für andere Fälle dauert noch an.⁴ Es wäre außerdem wünschenswert, verbindliche Steuerauskünfte zu geplanten Transaktionen *ex ante* zu erhalten, was bei den deutschen Finanzbehörden im Gegensatz z.B. zu den Niederlanden noch nicht möglich ist.⁵ Die steuerlichen Aspekte können aber durch die Gründung eines *SPV* im Ausland (z.B. auf den Cayman Islands) gelöst werden.

Bei der *WBS* kommt zu genannten Aspekten noch das Problem der rechtlichen Kontrolle über den *Cashflow* hinzu.⁶

2.2 Bedeutung des Verbriefungsmarktes

Die Idee der Verbriefungen entstand in den USA am Anfang der 1970-er Jahre. Damals galt dort das Regionalbankenprinzip, d.h. die Banken, die Hypothekenkredite vergeben durften,⁷ konnten nur in ihrem Heimatstaat operieren. Gleichzeitig entwickelte sich zu diesem Zeitpunkt nur in den westlichen Bundesstaaten eine starke Nachfrage nach Immobilienfinanzierungen. Die Banken, die im Osten ope-

¹ So entschied z.B. das OLG Frankfurt am 25.05.04, dass Forderungen aus Darlehensverträgen mit Privatpersonen nur mit deren Zustimmung abgetreten werden können (Nordhues und Stumpf (2004)).

² Änderung von § 19 Abs. 3 Satz 2 GewStDV, BGBl (2003), S. 1551.

³ Z.B. o.V. (2004a), S. 6 und o.V. (2004b), S. 2.

⁴ Bechtold und Glüder (2005), S. 377f.

⁵ O.V. (2004e), S. 66.

⁶ Klüwer und Marschall (2005), S. 9.

⁷ In den USA galt zwischen 1933 und 1999 der Glass-Steagall Act, welcher das Banksystem in klare Sektoren – Investmentbanken, Geschäftsbanken, Sparkassen – trennte, wobei nur bestimmte Banken überhaupt Hypotheken vergeben durften (Bär (1997), S. 364).

rierten, hätten zwar über Mittel zur Kreditvergabe verfügt, durften aber keine vergeben.

Außerdem gab es damals noch kein langfristiges Refinanzierungsinstrument, da die Amerikaner das Instrument des Pfandbriefes in seiner deutschen Form nicht kannten. Die Banken mussten ihre (langfristigen) Hypothekendarlehen durch (kurzfristige) Bankeinlagen refinanzieren (Fristeninkongruenz), was in Zeiten hoher Zinsvolatilität ein hohes Zinsänderungsrisiko bedeutete.¹

Die US-Regierung hat darauf reagiert und einen Sekundärmarkt für Hypothekenkredite geschaffen. Es wurden die staatliche Government National Mortgage Association (GNMA – „Ginnie Mae“), die quasi-staatliche Federal National Mortgage Association (FNMA² – „Fannie Mae“) und die Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC – „Freddie Mac“) gegründet. Bei der ersten Transaktion 1970 wurde eine durch Hypotheken besicherte Anleihe emittiert, die durch die GNMA garantiert wurde und deswegen – ohne explizites Rating – die höchste Bonität hatte.

Mitte der 70-er Jahre kamen die ersten Transaktionen, bei denen statt staatlicher Garantien, *Credit Enhancements* als Sicherheit galten. Mitte der 80-er kamen in den USA die ersten nicht-*MBS*-Transaktionen auf den Markt.

In Deutschland wurde die erste Transaktion Ende 1990 durch die KKB Bank AG durchgeführt. Allerdings stieß sie beim Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen (heute BaFin) auf Bedenken.³ Als Folge stellten alle Banken, die Verbriefungen schon geplant hatten, diese bis zum April 1995 zurück.

Die ersten synthetischen Transaktionen kamen 1999 mit „Geldilux 1999-1“ und „CAST 1999-1“. Wegen einiger rechtlicher Probleme der *True-Sale*-Konstruktionen, die zum Teil schon in Abschnitt 2.1.3 angesprochen wurden, haben sich in Deutschland seitdem gerade die synthetischen Konstruktionen besonders etabliert.

Inzwischen haben sich unterschiedlichste Formen der Verbriefungen herausgebildet:

¹ Achleitner (2002), S. 423.

² Die FNMA bestand seit 1938, wurde aber 1968 in die „neue“ FNMA und GNMA aufgeteilt.

³ Emse (2005), S. 23.

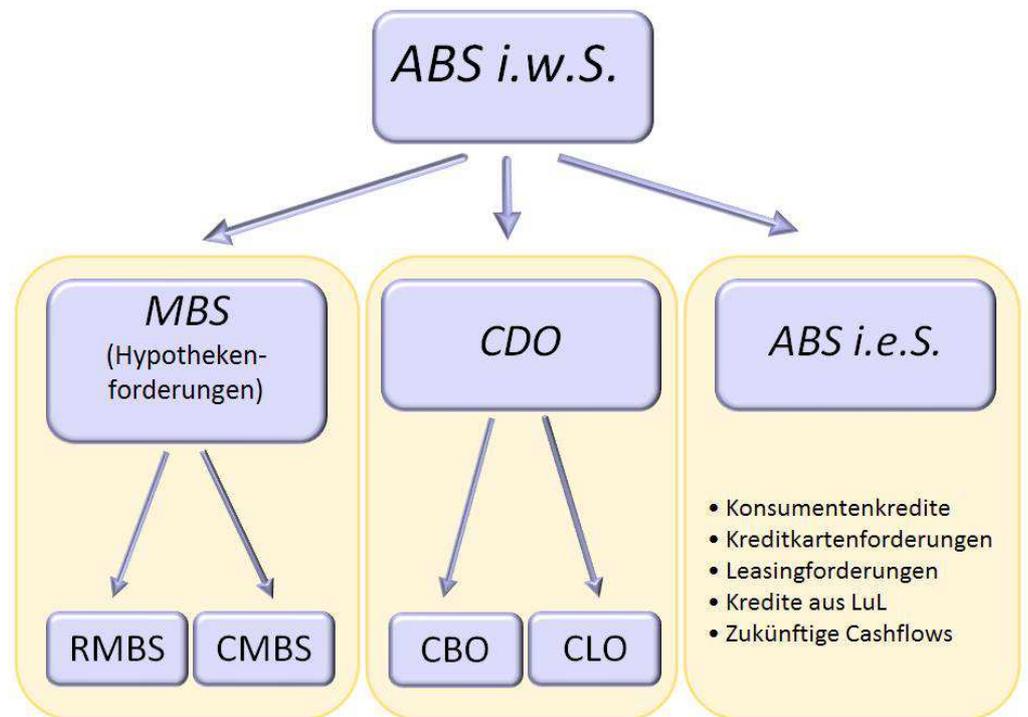


Abbildung 4: Grobe Systematik der ABS-Formen.¹

In Europa entwickelt sich der Markt erst seit Mitte der 90-er Jahre stark. Betrug das Gesamtvolumen der Transaktionen im Jahr 1998 noch knapp 50 Mio. Euro, so waren es im Jahr 2004 schon knapp 250 Mio.,² wobei die Neuemissionen am europäischen *ABS*-Markt 2004 zum ersten Mal die Neuemissionen von nicht gesicherten investment-grade Unternehmensanleihen überstiegen.³ In Deutschland ist das Wachstum besonders ausgeprägt, was auch damit zusammenhängt, dass der Anteil der deutschen *ABS* am gesamten europäischen *ABS*-Markt immer noch recht klein ist. So wuchs dieser Anteil in den ersten drei Quartalen 2005 im Vergleich zur Vorperiode von 1,4% auf 9,4%. Allerdings ist diese spektakuläre Steigerung durch das niedrige Niveau der Vorperiode und eine Verbriefung von Pensionen der Deutschen Post AG verzerrt.⁴

Das Wachstum des europäischen Gesamtmarktes führte zur Zunahme der Konkurrenz und dadurch auch dazu, dass die Spreads gesunken sind. Die folgende Abbil-

¹ Verkürzt nach Emse (2005), S. 11. Abkürzungen sind im Glossar erklärt.

² Barth (2005), S. 2.

³ Reich (2005).

⁴ O.V. (2006g).

derung zeigt den Spreadverlauf für die wichtigsten Transaktionsarten zwischen Anfang 2004 und Mitte 2005:

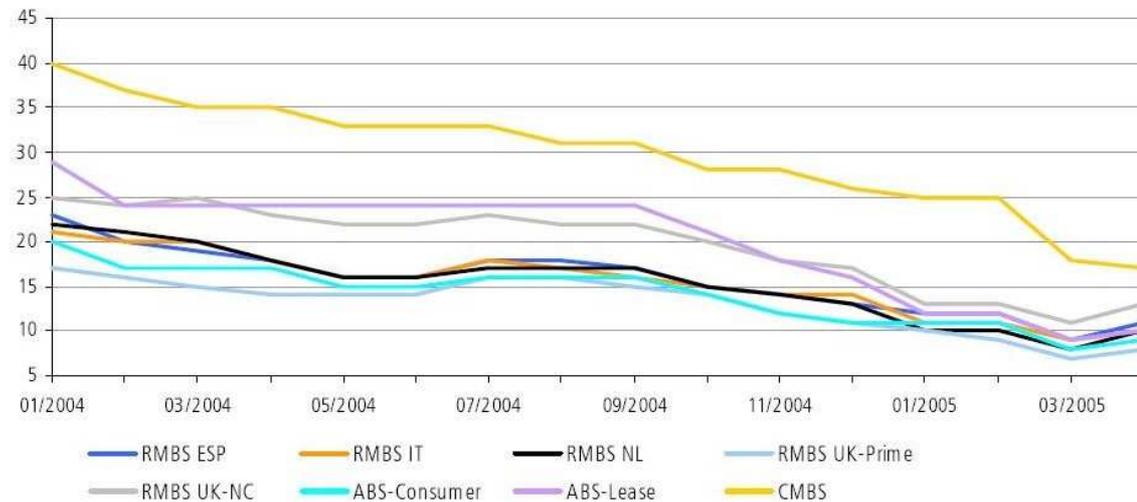


Abbildung 5: Spreadverlauf in Basispunkten. Quelle: DZ Bank¹.

Sowohl die dynamische Marktentwicklung als auch die sinkenden Preise lassen die Vermutung zu, dass die Bedeutung der Finanzierung über Verbriefungen in Zukunft auch weiterhin zunehmen wird.

2.3 Motivation für Verbriefungen

2.3.1 Refinanzierung

Die wichtigste Funktion für Verbriefungen ist die günstigere (Re-)finanzierung. Bei einer *True-Sale-ABS* erhält der *Originator* sofort liquide Mittel, bei einer synthetischen Konstruktion entsteht durch die Transaktion eine sehr gute Sicherheit, die der Originator dann beim Ersuchen um einen Kredit einsetzen kann. Bei einer *WBS* erhält ein Unternehmen sogar liquide Mittel, ohne sich in Gefahr zu begeben, in einer zukünftigen wirtschaftlich schweren Lage zahlungsunfähig zu werden, nur weil es keine Zinszahlungen leisten kann. Es ist an dieser Stelle anzumerken, dass es sich für eine Bank mit A-Rating nicht lohnt, einen Kredit an ein Unternehmen mit gleichem oder besserem Rating zu vergeben, weil die Refinanzierung der Bank dann teurer sein wird, als die Konditionen, die sie von z.B. einem AA-Schuldner verlangen kann. Durch das *Credit Enhancement* kann die be-

¹ Aus o.V. (2005d), S. 7.

sicherte Anleihe der Bank z.B. ein AAA-Rating erreichen, was die Bank in die Lage versetzt, Kredite an Unternehmen zu vergeben, die ein besseres Rating haben als sie selbst.

2.3.2 Verbriefungen als Risikovermeidungsstrategie

Zahlreiche psychologische Experimente zeigen, dass Menschen sich in einer Vielzahl von Situationen risikoavers verhalten.¹ So suchen auch Akteure am Kapitalmarkt nach Möglichkeiten, Risiken zu minimieren. Im Kreditvergabegeschäft ist zwischen mindestens drei Grundarten von Risiko zu unterscheiden: Einerseits dem Kreditrisiko, das in dieser Arbeit primär wichtig ist, dem Marktrisiko und dem operationellen Risiko.²

Beim Kreditrisiko handelt es sich um ein Gegenparteirisiko. Dies bedeutet i.w.S. die Gefahr, dass sich die Bonität des Kreditnehmers verschlechtert. Dadurch wird ein Kredit gar nicht (Ausfallrisiko) oder nur zum Teil zurückgezahlt.

An dieser Stelle sollen zuerst gängige Ansätze zur Risikobewertung und Risikovermeidung kritisch diskutiert werden. Danach wird gezeigt, welche Vorteile das Instrument „Verbriefungen“ für die Risikovermeidung hat.

Schon die Definition des Begriffs „Risiko“ ist auf Finanzmärkten nicht eindeutig.³ Beim Versuch, das Risiko mathematisch zu quantifizieren, kommen sehr unterschiedliche Risikomaße zustande. Besonders zwei Kategorien von Risikomaßen werden in der wissenschaftlichen Diskussion zu Kapitalmärkten unter dem Begriff „Risiko“ benutzt:⁴

- Varianzen-basierte Risikomaße und
- Downside-Risikomaße

Volatilität

Das bekannteste Risikomaß unter den varianzen-basierten Maßen ist die Volatilität, die eine durchschnittliche Abweichung der realisierten Werte (oft – Rendite)

¹ Kahneman und Tversky (1979), S. 279.

² Schierenbeck (2001), S. 4ff. In dieser Arbeit wird nur ein kleiner Teil seiner umfassenden Klassifizierung wiedergegeben.

³ Steiner und Perridon (1997), S. 98ff.

⁴ Poddig (2000), S. 122ff.

bezogen auf einen bestimmten Zeitraum darstellt. Die empirische Volatilität ist

bei Berechnung mit realisierten stetigen Renditen als $Vola_{empir} = \sqrt{\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (r - \bar{r})^2}$

(1) und ihre theoretische Entsprechung als $Vola = \sqrt{\frac{1}{n-1} \sum_{i=1}^n (r - \bar{r})^2}$ (2) definiert¹

unter der Annahme, dass die Schätzwerte auf eine festgelegte Weise verteilt sind.²

Die Volatilität wird oft als Synonym zum „Risiko am Kapitalmarkt“ benutzt, auf ihr basiert z.B. auch die Portfolio-Optimierung nach Markowitz.³ Bei diesem Maß sollte aber beachtet werden, dass jede – also auch eine positive – Abweichung von einem Erwartungswert als Risiko angesehen wird. In Bezug auf Kreditportfolios ergibt sich dadurch ein mindestens fragwürdiges Ergebnis, wie das folgende Zahlenbeispiel zeigt:

	Portfolio 1	Portfolio 2
Rendite vom Kredit 1	1	-5
Rendite vom Kredit 2	1	-5
Rendite vom Kredit 3	1	-5
Rendite vom Kredit 4	1	-5
Rendite vom Kredit 5	1	-5
Rendite vom Kredit 6	1	-5
Rendite vom Kredit 7	1	-5
Rendite vom Kredit 8	1	-5
Rendite vom Kredit 9	1	0
Rendite vom Kredit 10	1	12
Rendite vom Kredit 11	1	12
Rendite vom Kredit 12	1	12
Rendite vom Kredit 13	1	12
Rendite vom Kredit 14	1	12
Rendite vom Kredit 15	1	12
Rendite vom Kredit 16	1	12
Rendite vom Kredit 17	40	12
Mittelwert	3,29411765	3,29411765
Volatilität	9,17647059	8,28723118

Tabelle 1: Volatilität als Risikomaß

¹ Schlittgen (2003), S. 137.

² Meistens wird angenommen, dass sie normalverteilt sind.

³ Markowitz (1952), S. 77ff.

Tabelle 1 stellt zwei imaginäre Kreditportfolios mit der gleichen erwarteten Rendite und die Volatilität der Renditen¹ dar. Während es beim Portfolio 1 keine Ausfälle gab und beim Portfolio 2 fast die Hälfte (47%) aller Kredite nicht vollständig zurückgezahlt wurde, legt die Nutzung der Volatilität als Risikomaß nahe, Portfolio 2 auszuwählen.

Wenn das Risiko über die Volatilität berechnet wird, sind historische Daten oft die einzige Entscheidungsgrundlage der Bank, was zu falschen Konditionen führen kann, weil vor der Kreditvergabe eine Informationsasymmetrie zwischen Kreditgeber und -nehmer herrscht. Mithilfe der umfangreichen Datenbasis des KfW-Mittelstandspanels konnte diese Asymmetrie als ein wichtiger Grund für Kreditablehnung identifiziert werden.²

Wegen der gezeigten Problematik und weil für einige Marktteilnehmer nur mögliche Verluste ein Risiko darstellen, während die Abweichungen nach oben für die Risikodefinition unerheblich sind, wurden die so genannten Downside-Risikomaße³ entwickelt. Die bekanntesten sind die Semivarianz (bei der nur die Varianz in der für den Investor unerwünschte Richtung beachtet wird), die Ausfallwahrscheinlichkeit und der Value-at-Risk.

Value-at-Risk

Als Value-at-Risk (VaR) wird der maximal mögliche Verlust einer Anlage definiert, welcher in einem vorgegebenen Zeitraum mit einer vorgegebenen Wahrscheinlichkeit nicht überschritten wird, sofern das unterstellte Wahrscheinlichkeitstheoretische Modell korrekt ist.⁴ Somit ermittelt VaR keinen Maximalverlust, sondern nur eine Verlusthöhe, die mit einer festgelegten Wahrscheinlichkeit nicht überschritten ist. Damit existiert auch die Gegenwahrscheinlichkeit, dass diese Grenze doch überschritten wird mit einem für das Unternehmen nicht bezifferten Verlust.⁵ Der VaR hat den Vorteil, dass er Abweichungen nach oben nicht be-

¹ Berechnet nach (1).

² Reize (2005), S. 18.

³ Poddig (2000), S. 130.

⁴ Poddig (2000), S. 137.

⁵ Johanning (1996), S. 291.

straft, und zudem wird dieses Maß, im Gegensatz zur relativ abstrakten Ausfallwahrscheinlichkeit, in Euros ermittelt.

Die in der Definition gemachte Einschränkung bezüglich der Korrektheit des Modells ist schwerwiegend. Es muss eine Verteilung geschätzt werden, auf Basis derer die Wahrscheinlichkeit ermittelt werden kann. Es wird oft eine Normalverteilung angenommen, was z.B. für die Renditen der Leitindexe am Kapitalmarkt empirisch nicht stimmt.¹ Außerdem müssen für diese Verteilung auch statistische Momente festgelegt werden, was z.B. für die Varianz relativ schwer werden kann. Abbildung 6 zeigt die Änderung der Volatilität (Standardabweichung) der Renditen des DJ Industrial Average Index auf Jahresbasis:

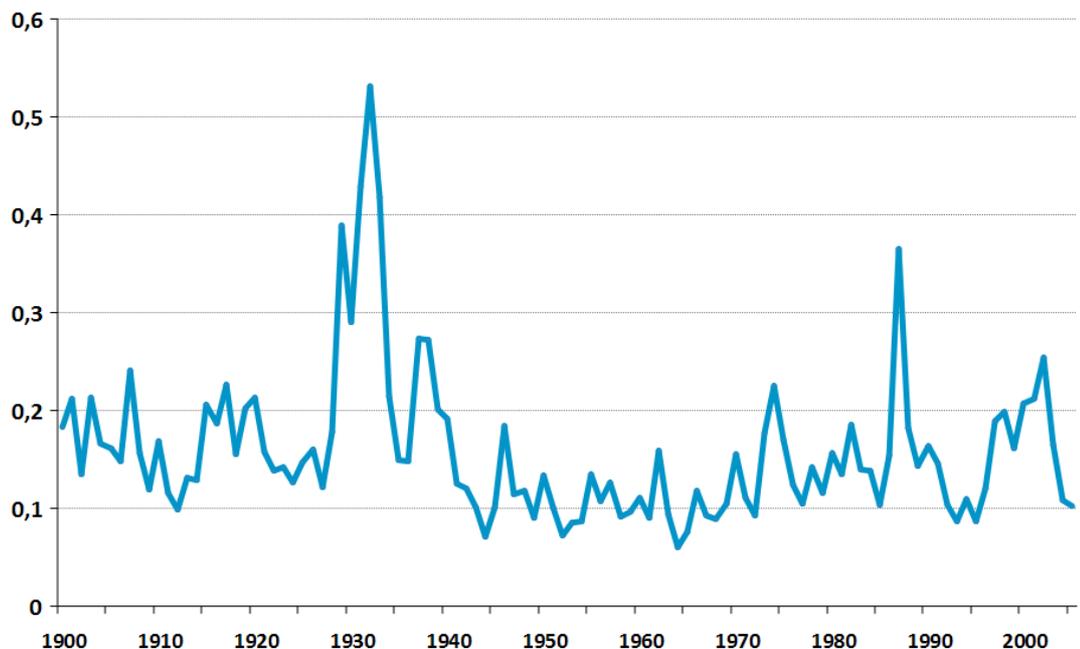


Abbildung 6: Volatilität der Jahresrenditen des Dow Jones.²

Wie in Abbildung 6 zu sehen ist, ist diese Standardabweichung auf keinen Fall konstant.

¹ Wenninger (2004), S. 63.

² Berechnung anhand der stetigen Tagesrenditen, Umrechnung auf Jahresbasis durch Multiplikation mit der Wurzel der tatsächlichen Anzahl der jeweiligen Jahreswerte. Die Idee und ein Teil der Daten für diese Darstellung stammen aus der Vorlesung „Quantitative Verfahren im Asset Management I“ von Dr. Sebastian Kindermann und Prof. Dr. Karl Wegscheider an der Universität Hamburg im WS 2005/2006.

Die Schwierigkeit, eine ökonometrisch fundierte Verteilung zu wählen, und die Tatsache, dass der Ausfall im „Rest“-Fall beliebig hoch sein kann, lassen auch VaR jedenfalls nicht als perfektes Risikomaß erscheinen.

Unabhängig davon, wie das Risiko quantifiziert wird, gibt es zwei Grundstrategien, wie es vermindert werden kann: Jeder einzelne Kreditgeber kann Kosten der Risikoübernahme oder Absicherung in Kreditkonditionen an den Kreditnehmer weitergeben oder das Risiko wird auf mehrere Schultern verteilt, indem alle Kredite auf mehrere Kreditgeber verteilt werden, wobei jeder dann nur einen Teil des Risikos trägt. Bei der ersten Strategie entsteht neben dem Auswertungs- auch ein Datenproblem. Banken benötigen sehr genaue und komplette Daten, die Kreditnehmer nicht immer weitergeben möchten und von denen ihnen oft auch nicht einsichtig ist, warum gerade diese speziellen Daten notwendig sind.¹

Die zweite Strategie legt nahe, Risiken zu „poolen“ und dann auf einzelne Kreditgeber zu verteilen. Insbesondere früher war dies eine bewährte Strategie, um Branchen- oder regional begrenzte Risiken zu teilen.² So konnten regional tätige Volksbanken Klumpenrisiken vermeiden, weil z.B. ein Teil der Risiken aus Wolfsburg auch von der Bank im Allgäu und umgekehrt getragen wurde. Da die Korrelation zwischen z.B. dem Geschäft eines Autozulieferers und dem eines Bauers nahe Null liegen dürfte, sinkt die Wahrscheinlichkeit dramatisch, dass alle Kredite einer Bank ausfallen. Diese Strategie ist aber nur für Banken möglich, die entweder in einem Verbund sind oder mindestens über eine übergeordnete Organisation verfügen. Deutlich flexibler wäre die Möglichkeit, die Kreditrisiken über den ganzen Kapitalmarkt zu verteilen, indem sie handelbar gemacht werden. Dann könnte sich ein Kreditgeber nicht nur absichern, indem er einen Teil des Risikos abgibt, sondern auch gezielt Risiken kaufen, die in sein Portfolio passen, so könnte z.B. ein Schiffsfinanzierer Wohnungsbaukredite kaufen und den Kauf dadurch refinanzieren, dass er einen Teil eigener Forderungen am Markt platziert. Die Risiken werden auf dem Kapitalmarkt außerdem fair bewertet. Während Kredite an

¹ O.V. (2005g), S. 23.

² Schierenbeck (2001), S. 347.

sich nur eher beschränkt handelbar sind,¹ wird durch Verbriefungen die Liquidierung eigentlich illiquider Mittelstandskredite möglich.

Der Portfolioeffekt, der durch Beimischung von *ABS*-basierten Anlagenklassen erreicht wird, kann durch Korrelation eines englischen *ABS*-Indexes mit anderen Anlagenklassen sichtbar gemacht werden. In einer Studie der European Business School wurde gezeigt, dass durch eine Beimischung dieses Indexes zu einem schon an sich gut diversifizierten Portfolio aus Aktien- und Rentenindexe eine deutliche Verlagerung der Effizienzlinie nach oben erreicht werden kann.²

2.3.3 EK-Regelungen als treibende Kraft von Verbriefungstransaktionen

Eine partnerschaftliche Beziehung zwischen der Hausbank und dem Kunden hat auch eine Kehrseite – ein Bankberater könnte einem Unternehmen Kredite zu Konditionen vermitteln, bei der die Bank ihre Risikokosten nicht deckt. Es ist deswegen notwendig, dass mögliche Kreditausfälle durch Mehrerträge zurückgezahlter Kredite überkompensiert werden. Damit kurzfristige Ausfälle durch das Eigenkapital der Bank abgefangen werden, muss die Höhe des Eigenkapitals aktiv gesteuert werden. Dabei ist die Definition des Eigenkapitals, die von den Banken zu diesem Zweck verwendet wird, weder identisch mit dem bilanziellen Eigenkapital noch mit dem regulatorischen Eigenkapital.³ Es wurden mehrere Ansätze zur Risikosteuerung einer Bank entwickelt.⁴ Da diese Steuerung nicht Gegenstand dieser Arbeit ist, soll hier nur angemerkt werden, dass eine Bank sowohl bei einem einzelnen Kredit ansetzen kann, z.B. durch Besicherung (durch *Assets* des Kreditnehmers, eine Bürgschaft Dritter oder eine Absicherung mit Kreditderivaten, z.B. mit *CDS*) als auch durch Portfolioansätze⁵ auf dieses Risiko reagieren kann.

¹ So wurde schon 2004 mit der Deutschen KreditBörse AG eine Plattform für Kredithandel initiiert (Höhmann, Ingmar (2004)), auf der immer noch (Stand Juni 2006) keine signifikanten Umsätze gehandelt werden.

² Johanning (2005), S. 19ff.

³ Bundesbank (2002), S. 42.

⁴ Flechsig und Flesch (1982), S. 456ff.

⁵ In einem Portfolio kann das Risiko sogar vollständig eliminiert werden, wenn Kreditarten in zwei Mengen aufgeteilt werden können, die eine Korrelation von -1 haben. Dann existiert immer eine

Wegen der herausragenden Bedeutung des Banksystems für die Volkswirtschaft¹ versucht der Regulierer das Problem², das bei Risikosteuerung entsteht, dadurch zu entschärfen, dass er die Banken dazu verpflichtet, genügend (regulatorisches) Eigenkapital zu halten. Solange es ausreichend hoch ist, gehen die möglichen Kreditausfälle zwar zu Lasten dieses Eigenkapitals, gefährden aber die Existenz der einzelnen Bank und die Stabilität des Finanzsystems nicht. Da das Bankengewerbe besonders international ist und den Banken nicht zugemutet werden kann, sich mit mehreren unterschiedlichen nationalen Regelungen auseinander zu setzen, wurde die Notwendigkeit erkannt, Eigenkapitalregelungen international zu harmonisieren. Dadurch entstanden 1988 die „Baseler Eigenkapitalempfehlungen“, im Folgenden kurz „BASEL I“ genannt. In Deutschland wurde BASEL I durch die Novellierung von Grundsatz I implementiert, der eine Unterlegung in Höhe von 8% der Kreditsumme verlangt,³ wobei Risikoaktiva verschiedenen Bonitätsklassen zugeordnet und mit für diese Klassen vorgeschriebenen Gewichten in die Berechnung eingingen:⁴

$$\frac{\text{Anrechenbare Eigenmittel}}{\text{Gewichtete Risikoaktiva aus Kreditrisiko} + 12,5 * \text{Anrechnungsbeiträge für Marktrisiken}} \geq 8\%$$

Hierbei ist sowohl die Definition der „ausstehenden“ Kredite als auch die des „Eigenkapitals“ nicht ganz eindeutig, so dass die Banken durchaus die Möglichkeit haben, ihre Bilanzen und ihre Marktaktivitäten so zu gestalten, dass das regulatorisch notwendige Eigenkapital minimiert wird.⁵ Trotzdem wird diese Unterlegung in einzelnen Fällen von Banken als deutlich über der ökonomisch notwendigen liegend empfunden.⁶ Sie lässt sich aber unter BASEL I durch Verbriefungen stark minimieren, was an folgendem Beispiel gezeigt werden soll: Eine Bank hat eine

risikofreie Kombination der Kredite. Dieser Ansatz ist zwar theoretisch reizvoll, ist aber nur dann anwendbar, wenn die Schätzung der Korrelationsmatrix genau ist.

¹ Stützel (1983), S. 27.

² Die möglichen Probleme werden z.B. in Drukarczyk (1993), S. 320ff. und Kolbeck (2002), S. 389. detailliert dargestellt. An dieser Stelle ist nur wichtig festzuhalten, dass eine genaue Quantifizierung des Risikos und seine Zuordnung zu einzelnen Kreditnehmern außerordentlich schwer ist.

³ Die alte Fassung bis 01.01.1990 verlangte eine Unterlegung von nur $100/18=5,5(5)\%$, wobei die Risikoaktiva anders definiert waren.

⁴ Bundesbank (2002), S. 53

⁵ Bundesbank (2002), S. 47.

⁶ Eine Bank mit einem stark diversifiziertem Portfolio kommt mit deutlich weniger EK-Unterlegung aus als eine Bank mit einem sehr klumpenhaften Portfolio (Stützel (1983), S. 34).

Anzahl mit Hypotheken gesicherter Kredite in Höhe von 1 Mrd. Euro vergeben. Nach BASEL I musste sie 8% Eigenkapital vorhalten, also 80 Mio. EUR. Es soll an dieser Stelle angenommen werden, dass es statistisch zu erwarten ist, dass höchstens 1% der Kredite nach Immobilienverwertungen abzüglich aller Kosten ausfallen kann. Jetzt kann die Bank alle Kredite verbrieft und dabei das *FLP* selbst behalten. Dieses *FLP* ist mit 100% Eigenkapital zu unterlegen, wegen der kleinen erwarteten Verlusten ist ein *FLP* von höchstens 3% durchaus angemessen. Bei einer Transaktion mit Hilfe der KfW (PROVIDE) besteht die Möglichkeit, den Rest des Risikos, der durch einen *CDS* von der KfW eliminiert wird, mit 0% Gewicht zu berücksichtigen. Somit behält die Bank tatsächlich das gesamte Risiko (die erwarteten Verluste liegen bei 1%, somit sind die einbehaltenen drei schon sehr viel), muss aber regulatorisch deutlich weniger Kapital vorhalten. Den „eingesparten“ Betrag von 1 Mrd. * (8%-3%) = 50 Mio. Euro abzüglich der Kosten der Transaktion kann die Bank für sich arbeiten lassen. Solange die Banken nur Interesse daran hatten, die Eigenkapitalregelungen „auszuarbitrieren“, war eine solche Konstruktion ideal – für die Bank blieb alles beim Alten, sie musste nur weniger Kapital vorhalten.

Eine interessante Frage in diesem Zusammenhang betrifft die Güte der Kredite, die verbrieft werden. So könnte eine Bank versuchen, gerade die schlechten Kredite abzugeben, weil sie damit alle Risiken loswird. Bisher haben die Banken jedoch eher überdurchschnittlich gute Forderungen verbrieft. Das hat mit den EK-Hinterlegungsregelungen nach BASEL I zu tun. Die Bank musste für alle „risikoreichen“ Kredite, unabhängig vom tatsächlichen Risiko, die gleiche Menge an EK halten. Die Entlastung durch eine Verbriefung von z.B. 1 Mrd. „guter“ Kredite ist dabei identisch mit der durch eine Verbriefung von 1 Mrd. „schlechter“ Kredite. Für die „guten“ bekommt die Bank aber deutlich bessere Konditionen.¹ Das obige Beispiel der „regulatorischen Arbitrage“ zeigt, dass es im Bankwesen zu immer neuen Entwicklungen kommt, auf die der Regulierer mit einer Anpassung der Rahmenbedingungen reagieren muss. Deswegen hat der Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht eine Rahmenvereinbarung für internationale Konvergenz der Ei-

¹ Wenn sie die Höhe der EK-Hinterlegung ohnehin für zu hoch hält, handelt sie dabei nicht unverantwortlich.

genkapitalmessung und der Eigenkapitalanforderungen, im Folgenden „BASEL II“ genannt, ins Leben gerufen, in der sich der Regulierer darum bemüht hat, die ökonomisch sinnvolle und die regulatorisch geforderte Höhe des Eigenkapitals einander anzugleichen.¹ Auch Verbriefungen wurden wegen ihrer zunehmend wichtigeren Rolle in einem eigenen Kapitel explizit betrachtet.² Unter BASEL II ist oben beschriebene Arbitrage nicht mehr sinnvoll. So wurde z.B. für ein an die Transaktion PROMISE-A 2002-1 angelehntes Portfolio ausgerechnet, dass bei Anwendung von BASEL II ohne Verbriefung 49% weniger Eigenkapitalunterlegung notwendig ist als nach BASEL I.³ Unterstellt man, dass die Investoren ebenfalls unterlegungspflichtige Finanzinstitute sind, reduziert sich der für alle Akteure benötigte Unterlegungsbetrag bei einer synthetischen Verbriefungskonstruktion sogar um 81% im Vergleich zu BASEL I. Und beim IRB-Bewertungsansatz⁴ bringt eine Verbriefung **gar keine Entlastung** für den *Originator*, während sie unter BASEL I noch 59% Entlastung mit sich bringen würde.

Auch abgesehen von der Verbriefungsmöglichkeit ergab sich beim IRB-Ansatz nach der Berechnung der EZB für die Kredite an 6000 Unternehmen eine mittlere Eigenkapitalanforderung von 4,9% was deutlich unter den bisher erforderlichen 8% liegt.⁵

Somit werden Verbriefungen, die nur der Schonung des Eigenkapitals dienen, nach dem Inkrafttreten von BASEL II im Jahr 2007 nicht mehr lukrativ sein, dafür treten Aspekte der Risikosteuerung und Refinanzierung in den Vordergrund.⁶

¹ Es gibt auch andere bedeutende Änderungen: So sind jetzt umfassende Offenlegungspflichten vorgeschrieben und die Banken sollen dazu angeregt werden, eigene, auf eigenen Kundendaten statistisch aufbauende Risikomanagementmodelle zu entwickeln (EZB (2005), S. 53ff). Auch operative Risiken müssen jetzt unterlegt werden. Diese – sehr wichtigen – Teile von BASEL II sind für die Fragestellung dieser Arbeit von geringerer Bedeutung und werden deswegen nicht besprochen.

² Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (2004), S. 106.

³ Emse (2005), S. 237.

⁴ Bei diesem Ansatz müssen für die Risikobewertung entweder externe Ratings angesehener Agenturen oder eigene stochastische Berechnungen benutzt werden, die aber einer Form unterliegen (Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (2004), S. 118ff). Auf die statistischen Defizite des Ansatzes soll hier nicht eingegangen werden (Jonahning (1996), S. 297ff).

⁵ EZB (2005), S. 61.

⁶ Bundesbank (2004), S. 85.

Synthetische ABS bleiben auch weiterhin eine günstige Möglichkeit, Risiken abzugeben bzw. gezielt Risiken zu kaufen, um Portfolioeffekte zu erreichen.¹

Bei der Diskussion über BASEL II war es in Bezug auf die Finanzierung des Mittelstandes zu Befürchtungen gekommen, dass gerade kleine Unternehmen, die sich wegen des hohen Aufwandes nicht um ein Rating bemühen wollen, deutlich höhere Kreditzinsen zu tragen hätten oder sogar keine Kredite mehr von den Banken erhalten würden. Auch kamen insbesondere frühere Studien zu dem Ergebnis, dass mittelständische Unternehmen durch BASEL II höhere Zinsen zu tragen hätten.² Diese Diskussion führte zur Aufnahme einer Erleichterung für kleine Unternehmen in BASEL II: Diese werden als Privatpersonen bewertet und die Banken müssen Kredite bis 1 Mio. Euro mit nur 75% Gewichtung unterlegen.³ Das nächste Kapitel soll Finanzierungsprobleme des Mittelstandes darstellen und das Instrument „Verbriefungen“ auf seine Eignung zur Finanzierung des deutschen Mittelstandes prüfen.

3 Finanzierung des Mittelstandes

Wie in Kapitel 2.1 gezeigt, verursacht eine Verbriefungstransaktion einen erheblichen Aufwand. Es ist daher auf den ersten Blick durchaus fraglich, ob sich solche Strukturen auch für den Mittelstand eignen. Dabei darf nicht übersehen werden, dass der Begriff „Mittelstand“ recht wage ist. Das zeigt auch die Tatsache, dass das Wort „Mittelstand“ auch in angelsächsischer Literatur so benutzt und nicht z.B. mit „SME“ übersetzt wird.⁴ In Deutschland hat der Begriff „Mittelstand“ noch den Beiklang von „bodenständig“. In dieser Arbeit werden unter dem „Mittelstand“ Betriebe verstanden, deren Umsatz 350 Mio. Euro und deren Mitarbeiterzahl 2500 Menschen nicht übersteigt. Nach unten bildet wegen der spezifischen Aufgabestellung dieser Arbeit ein gelegentlicher Finanzierungsbedarf von mindestens 100 000 Euro eine Grenze.

¹ So sind *True-Sale*-Transaktionen in Deutschland um bis zu 17,5 Basispunkte teurer, weil Agenturen z.B. Risikoabschläge für Steuer- und Insolvenzrisiken verlangen (o.V. (2004e), S. 14).

² Grunert et al. (2002), S. 1059.

³ Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (2004), S. 19.

⁴ Grichnik (2003), S. 78. Selbst für ihre KMU-Definition (o.V. (2006i), S. 38ff.) fühlte sich die Europäische Kommission genötigt, eine 52-seitige Broschüre (o.V. (2006k)) erstellen zu lassen, damit es in jedem Fall klar wird, ob ein Unternehmen zu KMU gehört.

In diesem Abschnitt werden zuerst Probleme besprochen, die Mittelständler bei der Finanzierung haben. Danach werden verschiedene Finanzierungsformen dargestellt, die für den Mittelstand in Frage kommen. Abschließend werden diese Formen miteinander in Beziehung gestellt und geprüft, inwieweit sich das Instrument „Verbriefungen“ zur Finanzierung des Mittelstandes grundsätzlich eignet.

3.1 Finanzierungsprobleme des Mittelstandes

Vor jeder Investition steht ein Unternehmen vor der Entscheidung, ob es diese Investition aus eigenen Mitteln finanzieren oder sich verschulden soll. In der Theorie sollten – falls diese Investition rentabel ist – auch andere Akteure am Markt, die gerade freie Mittel haben, bereit sein, Mittel in der entsprechenden Höhe für die Finanzierung bereit zu stellen und von Zinszahlungen zu profitieren. Das Unternehmen seinerseits kann das knappe Gut Eigenkapital für andere Investitionen oder zur Ausschüttungen an die Anteilseigner verwenden.

Auch in der volkswirtschaftlichen Lehre gilt in einer geschlossenen Volkswirtschaft bei einperiodiger Betrachtung die Identität „Ersparnisse gleich Investitionen“. Die „Wirtschaftsweisen“ schreiben in Ihrem Gutachten 2003/2004:¹ „Ersparnisse werden jedoch von den Kapitalmärkten regelmäßig in private und staatliche Nachfrage transformiert“. Diese – im volkswirtschaftlichen Grundstudium zweifellos richtige Aussage – erweckt den Eindruck, dass die Banken, die in der realen Volkswirtschaft über die Verwendung der Ersparnisse entscheiden, immer bereit seien, diese Ersparnisse in die Finanzierung des Mittelstands zu „transformieren“. Die Statistik der Deutschen Bundesbank zeigt aber, dass in den letzten zehn Jahren² die Kreditvergabe der deutschen Kreditinstitute gesunken ist (vgl. Abbildung 7):³

¹ O.V. (2003), S. 370. Diese Betrachtungsweise wurde von Bofinger (2005), S. 113, kritisiert.

² Die Periode ab 1995 wurde gewählt, weil der Wiedervereinigungsboom und der darauf folgende Absturz in die Rezession die Darstellung stark verzerren würden.

³ Allerdings wurde mindestens bei Volks- und Raiffeisenbanken eine steigende Kreditvergabe an Mittelständler in den letzten Monaten vermeldet (o.V. (2006o)).

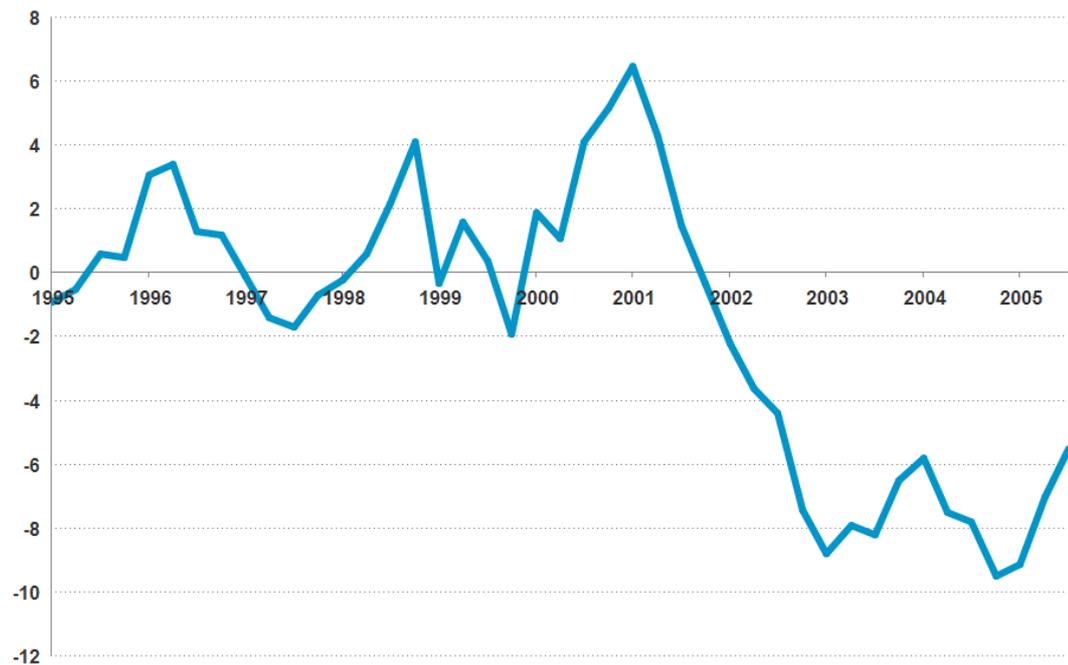


Abbildung 7: Kredite an das verarbeitende Gewerbe (Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent).¹ Quelle: Bundesbank.²

Gleichzeitig wurde anhand des KfW-Mittelstandspanels ein Zusammenhang zwischen Kreditvergabe und der Investitionstätigkeit nachgewiesen.³ Somit führt die sinkende Kreditvergabe tatsächlich auch zu weniger Investitionen. Auch eine Studie der DZ Bank zeigt, dass die Investitionsbereitschaft der mittelständischen Unternehmen 2005 trotz allgemein besserer Beurteilung der eigenen Lage im Vergleich zum Vorjahr um 6% gesunken ist.⁴

Es darf nicht übersehen werden, dass die Bankenbranche es in den letzten Jahren nicht immer ganz leicht gehabt hat. So sank die Zinsspanne im Kreditgeschäft bei deutschen Banken zwischen 1994 und 2000 je nach Sektor um zwischen 22% bei Volksbanken und 58% bei Großbanken. Die Wertberichtigungen stiegen in diesem Zeitraum dagegen an.⁵

¹ In Anlehnung an Bofinger (2005), S. 113.

² Bundesbank (2005).

³ Reize (2005), S. 34. Die Studie hat außerdem gezeigt, dass kein signifikanter Unterschied zwischen Geschäftsbanken und Sparkassen besteht, was eine restriktive Politik bei der Kreditvergabe angeht.

⁴ Heyken (2005), S. 8.

⁵ Kolbeck (2002), S. 392.

Der deutsche Mittelstand ist gleichzeitig durch die im internationalen Vergleich sehr niedrige Eigenkapitalquote gekennzeichnet¹. Als Grund dafür wird neben der steuerlichen Begünstigung des Fremdkapitals, die auch in anderen Ländern anzutreffen ist, auch eine unterdurchschnittliche Ertragslage des Mittelstandes genannt, wobei dieses Argument nicht mit der Beobachtung übereinstimmt, dass auch in den Jahren mit einer guten Ertragslage keine Verbesserung der EK-Ausstattung zu beobachten ist.²

Im weiteren Verlauf dieses Kapitels werden unterschiedliche Finanzierungsmöglichkeiten diskutiert. Zuerst sollen die „klassischen“ Alternativen Bankkredit, Mezzanine-Finanzierung, EK-Erhöhung, Factoring und Fördermittel dargestellt werden. Im nächsten Abschnitt wird dann auf Besonderheiten ausführlich eingegangen, die bei Anwendung des Instruments „Verbriefung“ beim Mittelstand entstehen.³ In Kapitel 3.4 werden Finanzierungsinstrumente vergleichend einander gegenüber gestellt.

3.2 Klassische Finanzierungsinstrumente

3.2.1 Finanzierung aus dem Eigenkapital

Die naheliegendste Möglichkeit, eine Investition zu bestreiten, sind Eigenmittel. Wenn ein Unternehmer liquide Mittel in ausreichender Höhe besitzt und keine vorteilhafteren Anlagemöglichkeiten für diese Mittel hat, wird er eine Investition aus Eigenmitteln bestreiten. Während die bequemste und auch die häufigste Möglichkeit der Finanzierung in der Einbehaltung der Gewinne liegt, gefolgt von der Finanzierung aus Abschreibungen und Rückstellungen,⁴ reichen diese Mittel aus operativer Tätigkeit nicht für alle Investitionen aus. Sollte die Höhe der Investiti-

¹ Paul et al. (2005), S. 17.

² Ebda., S. 5f. Vorgreifend soll an dieser Stelle schon angemerkt werden, dass diese niedrige EK-Quote auch mit der bis vor kurzem günstigen Kreditfinanzierung bei der Hausbank zusammenhängt.

³ In dieser Arbeit werden nur ABS-Konstruktionen besprochen, die auch für kleinere mittelständische Betriebe in Frage kommen könnten. Der gesamtwirtschaftliche Effekt dieser Transaktionen wird nicht quantifiziert. Hommel geht aber davon aus, dass durch ABS unter bestimmten Annahmen eine Steigerung des Investitionsvolumens für den deutschen Mittelstand nur durch Forderungsverbriefungen von bis zu 0,8% zu erreichen wäre (Hommel (2005), S. 68).

⁴ Kolbeck (2002), S. 392.

on darüber liegen, besteht bei einer Finanzierung aus Eigenkapital noch die Möglichkeit der Kapitalerhöhung. An dieser Stelle sollen beispielhaft Vor- und Nachteile einer Eigenkapitalerhöhung am Beispiel einer Personengesellschaft (KG) und einer Kapitalgesellschaft (AG) dargestellt werden.

Eine KG¹ hat die Möglichkeit, durch Aufnahme neuer Kommanditisten eine Kapitalerhöhung durchzuführen, bei der sich für die operative und strategische Tätigkeit des Unternehmens nichts ändert. Die Möglichkeit, noch mehr Mittel auf dem Kapitalmarkt aufzunehmen wird durch eine Kapitalerhöhung in dieser Rechtsform sogar erhöht. Da die Kommanditisten entlohnt werden müssen, entstehen bei dieser Transaktion allerdings nicht unerhebliche laufende Kosten. Außerdem ist es nicht immer einfach, neue Gesellschafter zu finden, d.h. die Suchkosten sind relativ hoch und auch die Höhe der Kapitalerhöhung ist begrenzt.

Will eine Gesellschaft ihr Eigenkapital in der Rechtsform der AG erhöhen, entstehen Kosten der Emission (4 bis 6% des Emissionserlöses), Kosten für ein externes Rating und laufende Kosten durch strengere Publizitätsanforderungen.² Die neuen Aktionäre können sich – wenn sie durch die notwendige Höhe der Kapitalerhöhung einen erheblichen Teil der Firma besitzen – in die operative Tätigkeit einmischen, womit die Kontrolle der Alteigentümer im Extremfall komplett verloren geht. Das ist der Grund, warum mittelständische Unternehmen selten die Rechtsform der offenen Aktiengesellschaft wählen. Im Gegensatz zur KG wird die Höhe der Mittel, die durch die Emission neuer Aktien eingenommen werden, fast immer ausreichend sein.

Bei beiden Gesellschaftsformen ist die Möglichkeit, die zur Kapitalerhöhung eingegangenen vertraglichen Beziehungen wieder rückgängig zu machen, für das Unternehmen selbst als eher schlecht einzuschätzen. Eigene Aktien zurück zu kaufen oder einen Kommanditisten aus der Gesellschaft zu verdrängen, ist gegen den Willen der jeweiligen EK-Halter oft sehr schwer.³

¹ An dieser Stelle wird nur die deutsche KG besprochen, die Ausprägungen der Schwester-Rechtsformen in anderen Ländern (z.B. US limited partnership) sollen hier nicht betrachtet werden.

² Kolbeck (2002), S. 393f.

³ Die Ausnahme bildet die Möglichkeit eines Squeeze-Out, wenn ein Gesellschafter über 95% an einer AG hält. Diese Möglichkeit soll hier ausgeklammert werden.

3.2.2 Bankkredit

Wenn ein Unternehmen aber keine neue Eigenmittel aufnehmen will oder kann, besteht immer noch die Möglichkeit, die Investition mit Fremdmitteln zu finanzieren. An dieser Stelle werden deswegen einige Instrumente der Finanzierung durch Dritte besprochen. Ihre klassische Form ist die Finanzierung über eine Bank.

Im Gegensatz zur Eigenkapitalerhöhung senkt eine Bank die Suchkosten des Unternehmens stark, indem sie als Intermediär agiert.

Intermediäre

In einer freien Wirtschaft gibt es immer Menschen und Unternehmen mit Geldbedarf und solche, die ihr Geld verzinslich anlegen wollen, den sogenannten letzten Geldnehmern und den letzten Geldgeber. Würden alle Wirtschaftssubjekte über vollständige Information verfügen, bräuchte sich der letzte Geldnehmer unter Vernachlässigung der möglichen Zeitinkongruenz nur an den letzten Geldgeber wenden, um den erforderlichen Betrag zu erhalten. Auf offenen Märkten sollten Investitionsentscheidungen unabhängig von Finanzierungsentscheidungen sein, weil es sonst, auch wenn sich der letzte Geldnehmer und der letzte Geldgeber nicht um ein Zusammenkommen bemühen, Markt Arbitrageure geben wird, die profitable Investitionen finanzieren und sich dafür bei letzten Geldgebern verschulden. Durch die große Zahl an Akteuren könnte dabei auch das Problem der nicht passenden Fristigkeit gelöst werden. Darauf zielt auch das Ergebnis von Franco Modigliani und Merton H. Miller, die gezeigt haben, dass eine Investitionsentscheidung nur von der Risikoklasse des Unternehmens abhängt und nicht z.B. von der Art der Sicherheiten, die es für eine Finanzierung zur Verfügung stellt.¹

Die Märkte sind aber im Allgemeinen nicht vollkommen. Beim Versuch, eine geeignete Finanzierung für eine Investition zu finden, entstehen Such- und Transaktionskosten. Und solche Kosten kann ein Intermediär durch seine Kenntnis mehrerer letzter Geldgeber und Geldnehmer und durch standardisierte Abläufe

¹ Modigliani und Miller (1958), S. 288.

und Verträge senken. Außerdem gibt es am Markt auch Geldgeber, die zwar eine gewisse Rendite erreichen wollen, aber höchstens ein festgelegtes Risiko eingehen wollen oder dürfen. Sollte eine Investition risikoreicher sein, würden sie sie nicht finanzieren, auch wenn es für sie äußerst profitabel wäre. Eine Bank als Intermediär kann solchen Geldgebern eine absolut sichere Anlage garantieren und dann die Investition finanzieren. Durch das Eigenkapital ist es der Bank außerdem möglich, zeitliche Inkongruenzen zu überwinden, indem sie jedem Kunden Anlagen bzw. Kredite in der gewünschten Fristigkeit anbietet.¹ Wenn sie im Hintergrund Akteure auf beiden Seiten nicht sofort finden kann, wird sie als Vertragspartner auf eigene Rechnung einspringen. Banken produzieren Liquidität, indem sie wenig liquide in hochliquide Titel transformieren.²

Jahrhunderte lang waren Banken Intermediäre, auch weil Such- und Transaktionskosten sehr hoch waren. Der Kapitalmarkt hat in den letzten Jahren dank technologischer Entwicklungen und Produktinnovationen deutlich an Effizienz gewonnen. Die Such- und Transaktionskosten wurden gesenkt, was die Rolle der Intermediäre untergraben könnte.³ Trotzdem besagt eine in der wissenschaftlichen Diskussion zuletzt oft vertretene Meinung, dass sich die Banken von der bis jetzt praktizierten Praktik der Kreditvergabe abwenden, bei der die Kredite bis zur Rückzahlung oder zum Ausfall auf den Büchern der Bank verbleiben („Buy and hold“), und zu einer Strategie der Kreditvermittlung („Buy, Manage and Sell“) begeben sollen.⁴ Bei dieser Strategie vergeben sie zwar Kredite, geben sie aber sofort an den Kapitalmarkt weiter. Das setzt Eigenkapital frei für neue Kredite, die wieder an den Markt abgegeben werden. Somit könnte eine Bank Kreditvergabe fast ohne Bindung von Eigenkapital betreiben. Dabei sollen Kredite so standardisiert vergeben werden, dass eine nachfolgende Weitergabe an den Kapitalmarkt möglichst einfach und günstig möglich wird. Die Banken werden mehr oder weniger zu Kreditmaklern. Auch wenn eine solche Betrachtung auf den ersten Blick für einige Banker erfreulich erscheint, birgt sie auch die Frage in sich,

¹ Stützel (1983), S. 20.

² Schmidt (1979), S. 713.

³ Sicherlich ist auch ein Unternehmen, das Risiken bündelt und, ohne sie auf eigenes Buch zu nehmen, sofort am Markt platziert, streng genommen ein Intermediär. An dieser Stelle ist aber eine Untergrabung der Rolle von Banken als besondere Intermediäre gemeint.

⁴ Ranné (2005), S. 57, Emse (2005), S.1, Hooock und Lammer (2004), S. 425.

ob man die Banken dann überhaupt noch braucht. Vielleicht kann der Markt bei dieser Konstellation auch ohne Banken in ihrer neuen Rolle als „Buy, Manage and Sell“-Intermediäre auskommen?¹

Tatsächlich stellt sich die Frage, wo die Stärke der Banken noch liegt. Intermediation ist allgemein „das Herstellen von Finanzierungsbeziehungen zwischen Überschuss- und Defiziteinheiten durch Zwischenschalten eines oder mehrerer Wirtschaftssubjekte, die es insbesondere durch Transformation von Ausfall- und /oder Zinsrisiken ermöglichen, dass Überschusseinheiten und Defiziteinheiten in einer Weise Zahlungsmittel anlegen bzw. aufnehmen können, die ihren Präferenzen entspricht“.² Falls die Bank Ihre Kredite sofort an den Kapitalmarkt abgibt, warum sollte dies nicht auch eine „Nicht-Bank“ können, die dann eine Bündelung der Forderungen vornimmt und sie direkt weiter an den Markt leitet? Eine solche „Nicht-Bank“ wäre tatsächlich nicht daran interessiert, die Kredite auf ihren Büchern zu belassen, sie würde sich weder um die Bewertung der Sicherheiten für einen einzelnen Kredit noch um BASEL II kümmern und neben dem Ausfallrisiko könnte eine solche „Nicht-Bank“ auch Zins- und Wechselkursrisiken am Markt absichern. Sollte eine solche „Nicht-Bank“ nur standardisierte Kreditverträge aus einem Steuerparadies bündeln, wären die Transaktionskosten vermutlich so niedrig, dass eine Filialbank kaum gleiche Konditionen anbieten könnte.

Stärke der Banken als besondere Intermediäre

Es könnte jedoch sein, dass gerade für kleine und mittlere mittelständische Unternehmen die günstigen Konditionen nicht das alleinige Kriterium bei einer Finanzierung darstellen. Vielleicht wollen sie individuelle Kreditkonditionen oder sie wollen nicht, dass Informationen über ihre Projekte und Strukturen an die Öffentlichkeit gelangen.³ Auch ohne die in der Betriebswirtschaft dominierende Annahme eines „Homo oeconomicus“ in Frage zu stellen, wurde in der neueren Forschung z.B. bei so genannten Ultimatumspielen nachgewiesen, dass „faire“ Stra-

¹ Prof. Hans-Helmut Kotz, Mitglied des Vorstands der Deutschen Bundesbank, prägte bei einem Vortrag beim HWWI in diesem Zusammenhang sogar den Begriff „Disbanking“.

² Definition in der Vorlesung von Prof. Dr. Hartmut Schmidt.

³ Dabei werden durch BASEL II die Informationsanforderungen an Kreditnehmer zunehmen (Kolbeck (2002), S. 393).

tegien überlegen sein können. Bei diesen Spielen geht es darum, einen festen Geldbetrag zwischen Akteuren aufzuteilen. Ein Spieler bietet anderen Spielern eine bestimmte Aufteilung des Geldbetrages an, diese können das Angebot nur komplett annehmen oder ablehnen. Wenn z.B. 100 EUR unter zwei Spielern aufgeteilt werden sollen, kann der erste Spieler dem zweiten eine Aufteilung „99 EUR für mich und 1 EUR für Dich“ anbieten. Rational ist eine solche Aufteilung auch für den zweiten Spieler vorteilhaft, weil er, falls er ablehnt, gar kein Geld bekommt. Experimente in den unterschiedlichsten Kulturen¹ und theoretische Modelle² haben aber gezeigt, dass gerade Strategien, die nicht nur den maximal möglichen monetären Gewinn, sondern auch „Fairness“ als Präferenz beinhalten, bei solchen Spielen gewinnen.³

Unter Berücksichtigung dieser Ergebnisse hätten die Filialbanken, bei denen mittelständische Unternehmen seit Jahren⁴ feste Ansprechpartner kennen, evtl. gewisse Vorteile. Eine der wichtigen Fragestellungen dieser Arbeit ist es, zu untersuchen, wie wichtig eine langfristige Partnerschaft für die Kreditbanken auf der einen Seite und die mittelständischen Unternehmen auf der anderen Seite ist.⁵ Im Vergleich zu anderen Finanzierungsinstrumenten ist ein „fairer“ Kredit außerdem durchaus konkurrenzfähig. Ein Kredit kann grundsätzlich in jeder beliebigen Höhe gewährt werden. Bei der Inanspruchnahme entstehen relativ geringe Kosten, weil sowohl die Bank als auch der Mittelständler schon oft ähnliche Kreditverhandlungen geführt haben, so dass nur wenige Fragen geklärt werden müssen. Außerdem behalten die Eigentümer in der Regel nach der Inanspruchnahme eines Kredites volle Kontrolle über das Unternehmen. Zusätzliche Sicherheiten können sich zwar auf die Konditionen auswirken, sind für sich alleine genommen aber keine notwendige Bedingung für einen Kredit. Im Vergleich zu anderen europäi-

¹ Oosterbeek et al. (2004), S. 177.

² Napel (2003).

³ Die Ultimatum-Spiele an sich widerlegen aber die Annahme der Rationalität nicht, sie zeigen nur, dass die Menschen eine Präferenz für „Fairness“ haben.

⁴ Deutsche Mittelständler finanzieren sich zum großen Teil über langfristige Kredite, während z.B. die US-amerikanischen eher kurze Laufzeiten präferieren (Kolbeck (2002), S. 391).

⁵ Während tatsächlich eine gewisse Lockerung des Verhältnisses zwischen Banken und Mittelständlern empirisch zu beobachten ist (o.V. (2005g), S. 3 und 13) gehen die Banken selbst noch davon aus, dass ihre Rolle als Hausbank für Mittelständler zunehmend wichtiger wird (o.V. (2005g), S. 14).

schen Märkten waren Kredite in Deutschland relativ günstig und wegen der (noch) engen Bindung zwischen dem Mittelständler und „seiner“ Hausbank auch leichter verfügbar.¹ Allerdings soll an dieser Stelle angemerkt werden, dass sich Banken in der Vergangenheit wegen staatlicher Garantien für öffentliche Banken günstig refinanzieren konnten. Das fällt jetzt mit der EU-Harmonisierung weg. Auch gaben sich die deutschen Banken mit kleineren Zinsspannen als ihre ausländischen Kollegen und die deutschen Sparer mit relativ niedrigen Zinsen auf dem Sparbuch zufrieden. Durch internationalen Wettbewerb fordern sowohl die Eigentümer der Banken als auch die Sparer jetzt bessere Renditen, was zu einer Verteuerung der Kredite führen könnte.²

Gegen den Bankkredit könnte seine relative Unflexibilität bei einigen Banken, die schon jetzt eher standardisierte Kredite vergeben, sprechen (besonders, wenn dieser Kredit später verbrieft werden soll) sowie erhebliche Kosten bei einer vorzeitigen Kündigung. Auch die Möglichkeiten, weitere Mittel am Kapitalmarkt einzusammeln, verschlechtern sich durch einen Kredit.

3.2.3 Andere Finanzierungsmöglichkeiten

An dieser Stelle sollen Mezzanine- und Factoring-Finanzierung sowie Fördermittel angesprochen werden. Anleihen und Emission eigener Commercial Papers kommen für die meisten Mittelständler nicht in Frage, weil die Kosten hoch sind und ihr Kapitalbedarf zu gering ist.³ Auf eine Darstellung von Leasing wurde in dieser Arbeit wegen der (fast) freien Gestaltung von Leasing-Verträgen verzichtet.

Mezzanine-Finanzierung

Diese Finanzierungsform kann zwischen typischer Eigenkapital- und vorrangiger Fremdkapitalfinanzierung eingeordnet werden und weist folgende Eigenschaften auf:⁴

- Nachrangigkeit gegenüber anderen Gläubigern im Liquidationsfall,
- Vorrangigkeit gegenüber dem haftenden Eigenkapital,

¹ O.V. (2005e), S. 1f.

² Bechtold und Glüder (2005), S. 375.

³ Wöhe und Bilstein (2002), S. 233 und S. 331.

⁴ Ahrweiler und Börner (2003), S. 61ff.

- höhere Verzinsung im Vergleich zum klassischen Fremdkapital,
- zeitliche Befristung,
- fehlende Besicherung der Darlehen,
- Entgelt für die Kapitalüberlassung ist auf Seiten des Kapitalnehmers als Betriebsaufwand absetzbar.

Diese Finanzierungsform ähnelt stark der Eigenkapitalerhöhung durch die Aufnahme neuer Kommanditisten. Da das neue Kapital aber kein Eigenkapital i.e.S. ist und die Investition für Kapitalgeber deswegen weniger Risiken mit sich bringt, ist diese Finanzierungsform günstiger. Da die Mezzanine-Finanzierer normalerweise sehr vermögende Personen oder spezialisierte Gesellschaften sind, kann die Höhe der Finanzierung immer der Investition angemessen angesetzt werden.

Die neueste Entwicklung im Bereich der Mezzanine-Finanzierung sind darauf aufbauende Verbriefungstransaktionen, wie z.B. PREPS™, die in Abschnitt 3.3.2 besprochen werden.

Fördermittel

Wegen seiner schon angesprochenen Bedeutung wird der deutsche Mittelstand von der öffentlichen Hand gefördert. Die Bedeutung dieser Förderung darf nicht unterschätzt werden. So gaben in einer Studie der DZ-Bank¹ 39% der Unternehmen an, dass sie Investitionen nur mit Hilfe von Fördermitteln durchführen konnten. Bei einem Drittel führten Fördermittel zu einer Steigerung des Investitionsvolumens und 30% zogen geplante Investitionen zeitlich vor. In einer Marktwirtschaft dürfen Subventionen aber kein Standardfinanzierungsinstrument sein, deswegen werden sie – mindestens in den meisten Branchen – so gestaltet, dass nicht die gesamten Investitionen dauerhaft aus Fördermitteln getätigt werden können und dass sich durch Inanspruchnahme dieser Mittel bestimmte Auflagen und Berichtspflichten ergeben, die zusätzliche Kosten verursachen.²

¹ Heyken (2005), S. 15.

² Die Bundesregierung hat am 19.07.2006 einen Entwurf zur Mittelstandsinitiative beschlossen. Da das Gesetzgebungsverfahren aber auf jeden Fall erst nach Beendigung dieser Arbeit abgeschlossen sein wird, wird in dieser Arbeit auf diese neue Initiative nicht eingegangen.

Factoring

Unter Factoring wird ein Verkauf von Forderungen an einen Factor (oft eine Bank oder ein Spezialunternehmen) verstanden, wobei es sich typischerweise um Forderungen aus Lieferung und Leistungen handelt.¹ Es wird zwischen dem echten Factoring, bei dem die Ausfallrisiken auf den Factor übergehen, und dem unechten Factoring unterschieden. Beim echten Factoring übernimmt der Factor oft die Bonitätsprüfung und das Inkasso. Ein Vertrag hat in der Regel eine Laufzeit von mindestens zwei Jahren. Während dieser Laufzeit verkauft das Unternehmen alle oder einen festgelegten Anteil aller seiner Forderungen an den Factor und erhält zunächst zwischen 80 und 90% des Nominalbetrags.² Der einbehaltene Abschlag ist kein Gewinn des Factors, sondern ein Sicherheitspuffer für die Zahlungsminderungen, die z.B. bei Forderungen aus Lieferungen und Leistungen durch Kunden des Unternehmens für Produktmängel geltend gemacht werden können.³ Am Ende kostet Factoring ein Unternehmen 0,8 bis 2,5 Prozentpunkte zusätzlich zu den Zinsen der Vorfinanzierung, die auf dem Niveau eines Kontokorrentkredits oder höher liegen.⁴

Factoring kommt eher für große Unternehmen in Frage, die mehrere Forderungen in der Gesamthöhe von mehr als 1 Mio. Euro aufweisen, wobei die einzelnen Forderungen eine kritische Mindestgröße von ca. 300 EUR haben sollen.⁵ Dadurch erscheint dieses Instrument für größere Handelsbetriebe und Produktionsbetriebe besonders geeignet. Die Möglichkeit, weitere Mittel auf dem Kapitalmarkt aufzunehmen, wird beim Factoring im Gegensatz zum Bankkredit nicht verschlechtert. Ähnlich wie bei einer durch Forderungen besicherten *ABS*, handelt es sich beim Factoring um eine interne Finanzierungsart, bei der nicht das gesamte Unternehmensvermögen, sondern nur bestimmte Forderungen zur Deckung dienen.⁶ Die Art der Forderungen weist gleichzeitig auf mögliche Unterschiede hin: Während

¹ Ahrweiler und Börner (2003), S. 97.

² Mayer (1997), S. 106.

³ Bei einer ABCP-Transaktion wird diesem Umstand durch einen höheren Credit Enhancement Rechnung getragen (Hommel (2005), S. 9).

⁴ Wöhe und Bilstein (2002), S. 306.

⁵ Ahrweiler und Börner (2003), S. 34.

⁶ Bigus (2000), S. 466.

es sich beim Factoring meistens um einen festen Anteil an der Forderungsmasse handelt, können sie bei einer *ABS* nach beliebigen Kriterien ausgewählt werden.¹ Diese Auswahl wird vom *Trustee* und Agenturen begleitet. Weiterhin unterscheidet sich die Rolle eines Factors von der eines *ABS*-Investors dahin, dass er eine Dienstleistungsfunktion (z.B. Mahnung und Inkasso) übernimmt und die gekaufte Position weder unter portfoliotechnischen Gesichtspunkten gekauft hat noch sie leicht liquidieren kann.² Dagegen muss der in der Literatur noch oft anzutreffende Einwand, durch *ABS* entstünden höhere Kosten, anhand der neueren Entwicklungen, die in Abschnitt 2.2 dargestellt wurden, kritisch hinterfragt werden. Dem Argument, bei *ABS* kämen eher mittelfristige Forderungen in Frage, wird in Abschnitt 3.3.2 mit einem Vorschlag für eine zum deutschen Mittelstand passende *ABS*-Konstruktion widersprochen.

3.3 Besonderheiten bei Verbriefungstransaktionen für den Mittelstand

Wie in der Einführung zu diesem Kapitel erwähnt, fallen sehr unterschiedliche Unternehmen unter den Begriff „Mittelstand“. Für unterschiedliche Unternehmensgrößen werden unterschiedliche Verbriefungsformen interessant. So kann ein Großunternehmen sowohl eine klassische als auch eine besicherte Anleihe alleine emittieren. Ein solches Unternehmen kann auch das Risiko auf dem Kapitalmarkt mit Hilfe einer *True-Sale*- oder auch einer *synthetischen ABS* auf die oben beschriebene Weise platzieren. Kleine und auch mittlere mittelständische Unternehmen haben meistens weder *Assets* noch Kapitalbedarf in der Größe, die es ihnen ermöglichen würde, auf den Kapitalmarkt direkt zuzugreifen. Es stellt sich aber durchaus die Frage, ob durch eine Bündelung der *Assets* mehrerer Gesellschaften eine Transaktion trotzdem realisiert werden könnte. Dabei ist zuerst zu klären, in welchem Stadium der Transaktion diese Bündelung vorgenommen werden kann. Bei einer „direkten“ Verbriefungskonstruktion würden die mittelständischen Unternehmen ihre Mittel auf dem Kapitalmarkt und nicht bei ihrer Hausbank aufnehmen. Auch gebündelte Verbriefungen mit einer ertragsabhängigen

¹ Bär (1997), S. 56.

² Bigus (2000), S. 467.

Verzinsung wären evtl. eine interessante Alternative. Es ist aber auch eine indirekte Wirkung der Verbriefungskonstruktionen denkbar. Dabei vergibt eine Bank zwar Kredite selbst, sichert danach die Risiken aus mehreren solchen Krediten aber über den Markt ab.¹ Da sie kein ökonomisches und regulatorisches Risiko mehr hält, kann sie weitere Kredite vergeben. Durch diese Art der Verbriefungen werden im Endergebnis mehr Betriebe finanziert.

Dabei ist auch eine Transaktion mehrerer Banken denkbar, die ihre Kreditportfolios bündeln und gemeinsam an den Markt bringen. Diese Möglichkeiten sollen im Folgenden genauer betrachtet werden.

3.3.1 Verbriefungskonstruktionen mit indirekter Wirkung

Im vorigen Abschnitt wurde angesprochen, dass das Volumen der vergebenen Kredite in den letzten Jahren gesunken ist. Sollten Banken eine Möglichkeit bekommen, Risiken, die sie durch Vergabe von Krediten an mittelständische Unternehmen eingehen, abzusichern bzw. sich günstig zu refinanzieren, werden sie evtl. mehr Kredite an die Unternehmen vergeben. Verbriefungen, die eine solche Absicherung ermöglichen, haben somit eine indirekte positive Wirkung auf die Finanzierung der mittelständischen Unternehmen. Speziell die synthetischen Konstruktionen bieten auch einen anderen Vorteil – die Kredite bleiben bei der Bank. Dadurch wird das Verhältnis zwischen einem Mittelständler und „seiner Hausbank“ nicht gestört. Einige Bankchefs lehnen aus Angst, dieses Verhältnis zu schädigen, Kreditverkäufe ab.²

Das Bankensystem in Deutschland ruht aus historischen Gründen auf drei Säulen: große Geschäftsbanken, Genossenschaftsbanken und Sparkassen. Während eine große Privatbank oder eine größere Sparkasse durchaus in der Lage sind, nur aus ihrem Kreditportfolio ausreichend viele Kredite für eine Transaktion auszuwählen, kann eine kleine regionale Genossenschaftsbank oder Sparkasse das nicht. Gerade diese regionalen Banken sind aber oft die Partner von mittelständischen

¹ Zu beachten ist aber, dass das in Kapitel 3.2.2 besprochene Vertrauensverhältnis zwischen dem Unternehmer und seiner Hausbank, das über Jahre aufgebaut wurde, gestört werden kann, weil bei einer Verbriefungstransaktion auch Informationen über z.B. säumige Kunden angefordert und den Investoren und dem *Trustee* bekannt gegeben werden können.

² Diese Befürchtung wurde z.B. in Interviews mit Chefs der IKB und der LBBW geäußert (in Maier (2006) und Schreiber (2006)).

Unternehmen, die keine Investmentbank-Dienste nachfragen und auch nicht weltweit durch eine Bank vertreten werden müssen. Um diesen kleineren, aber für das Bankensystem – und durchaus für die gesamte Volkswirtschaft – wichtigen Banken zu ermöglichen, ihre Kreditrisiken am Kapitalmarkt abzusichern, bedarf es einer Institution, die für sie die Bündelung der Kredite und die Vorbereitung der Transaktion vornimmt. Als besonders geeignet dafür haben sich in den letzten fünf Jahren die Landesbanken und die KfW erwiesen.

PROMISE

Die KfW Bankengruppe ist eine staatliche Institution in Form einer Anstalt öffentlichen Rechts (allerdings mit einer Bilanzsumme von rund 329 Milliarden Euro im Jahr 2004 eine der zehn größten Banken in Deutschland)¹, zu deren primären Aufgaben auch die Förderung des Mittelstandes gehört. Die von der KfW initiierte Plattform für Kreditverbriefung PROMISE wurde deswegen auch als ein Förderinstrument des Mittelstandes konzipiert. Die Struktur kombiniert eine klassische *synthetische* Verbriefung mit einer KfW-Garantie, wie Abbildung 8 zeigt:

¹ O.V. (2005a)

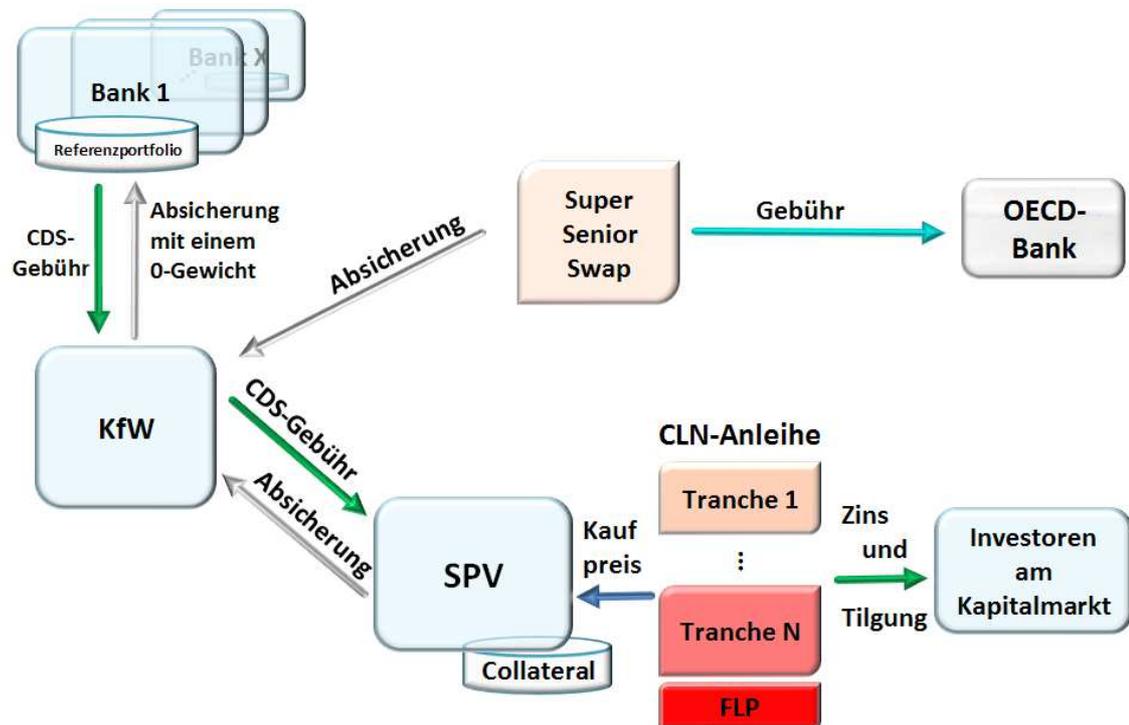


Abbildung 8: Grundstruktur einer PROMISE-Transaktion

Die PROMISE Struktur erlaubt einem oder mehreren *Originatoren* ihre Kredite über den Markt abzusichern, ohne dass sie sich aktiv auf dem Kapitalmarkt engagieren. Sie sichern sich über einen *CDS* der KfW ab, die dann ihrerseits eine „gewöhnliche“ *synthetische* Transaktion am Markt platziert, wodurch auch die KfW kein Risiko eingeht. Gleichzeitig bekommt sie eine *CDS-Gebühr* von den *Originatoren*. Durch die hohe Anzahl der einzelnen Mittelstandsrisiken übernehmen die Käufer der Anleihe nur das systematische Risiko des deutschen Mittelstandes, während die Einzelrisiken „wegdiversifiziert“ werden.¹ Die Käufer können sich außerdem auf standardisierte Abläufe, standardisierte Dokumentation der PROMISE-Transaktion und den guten Ruf der KfW verlassen. Durch diese Standardisierung wird die Konstruktion für alle günstiger. PROMISE hat zwar primär nur eine Absicherungsfunktion. Die so abgesicherten Kredite können die Banken aber bei der KfW selbst (Produkt „Globaldarlehen“) oder bei einem beliebigen Kreditgeber als eine hervorragende Sicherheit nutzen, da die KfW durch ihre Rechtsform die gleiche Behandlung erfährt wie die Bundesrepublik Deutschland. Sie hat

¹ Ranné (2005), S. 50.

also nicht nur ein AAA-Rating, sondern verpflichtet den Kreditgeber auch nicht zum Halten von regulatorischen Eigenkapital.

Trotz dieser ausgebauten Infrastruktur wird in Europa nur zwischen 1 und 2% des ausstehenden Kreditvolumens verbrieft.¹ Angesichts der Tatsache, dass das Volumen der Mittelstandskredite mit dem Volumen an privaten Hypotheken durchaus vergleichbar ist,² wirkt die auf Abbildung 9 dargestellte Aufteilung des europäischen ABS-Marktes im Jahre 2004 überraschend:

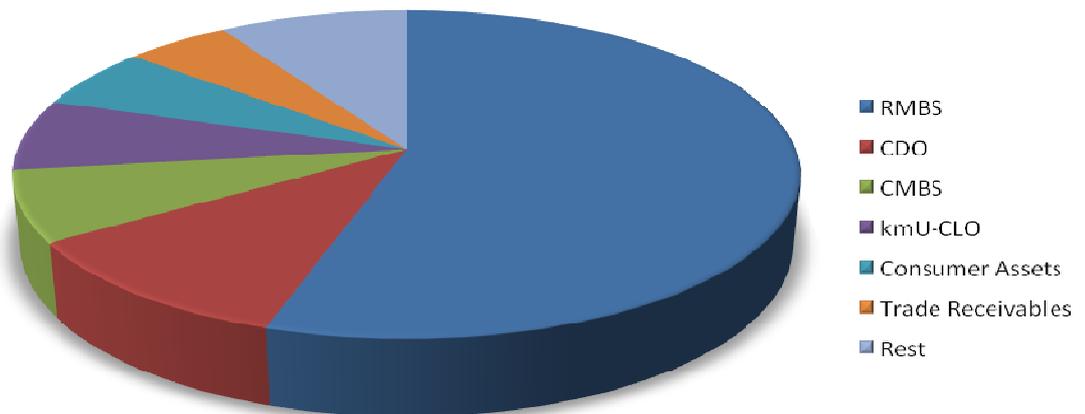


Abbildung 9: Risikotransfer in Europa nach Assetklassen 2004. Quelle: Ranné (2005), S. 52.

Von dem schon an sich relativ kleinen Anteil der KMU-Kreditverbriefungen an den gesamten europäischen ABS von 7% fallen noch die größten Teile auf Deutschland und Spanien mit den dort aufgelegten staatlichen Förderprogrammen PROMISE bzw. FTPYME:

	Deutschland	davon PROMISE	Spanien (FTPYME)	U.K.	Andere	davon PROMISE	Europa kmU-CDOs	Europa ABS gesamt
2000	10.500	3.500	1.548	0	0	0	12.048	168.000
2001	5.406	2.650	5.072	2.340	5.000	0	17.818	151.000
2002	9.768	6.770	3.124	0	1.217	1.000	14.109	225.000
2003	4.728	3.290	6.254	3.018	1.694	0	15.694	255.000
2004	1.449	200	9.288	365	5.122	3.500	16.224	250.000
Gesamt	31.851	16.410	25.286	5.723	13.033	4.500	75.893	1.049.000

Tabelle 2: Verbriefung der kmU Risiken 2000-2004 in Mio. €. Quelle: Ranné (2005), S. 52.

¹ O.V. (2004d), S. 24.

² Glüder (2005), S. B1.

Zwar wurde eine Verbriefung der Mittelstandskredite zum ersten Mal von der Deutschen Bank (CORE- Transaktion 1998)¹ vorgenommen, doch leiten einige Experten aus oben aufgeführten Daten sogar die Notwendigkeit ab, Verbriefungen von Mittelstandskrediten durch staatliche Institutionen zu unterstützen. Die Heterogenität der Kredite, die die Bewertung erschwert, fehlende langfristige Ausfall- und Verlustzeitreihen und die kleine Höhe der Kredite bzw. Kreditportfolios einiger Banken werden dabei als Gründe für die Unterentwicklung dieses Marktsegmentes genannt.²

Bezeichnend ist in diesem Zusammenhang die Tatsache, dass die bis jetzt einzige im Rahmen des PROMISE-Programms durchgeführte Verbriefung von Kleinkrediten PROMISE-XXS-2003-1, bei der zum Teil Kredite in Höhe von 150 000 Euro verbrieft wurden, neben der KfW auch vom Europäischen Investitionsfond begleitet wurde.³

Für die Finanzierung des Mittelstandes ist es zunächst ohne Bedeutung, ob der Betreiber der Verbriefungsplattform staatliche Unterstützung genießt oder nicht. Wichtig ist, dass Kreditbanken diese Plattform nutzen und die frei werdenden Mittel mittelständischen Betrieben zur Verfügung stellen.

In der Umfrage, die im Rahmen dieser Arbeit durchgeführt wurde, wird deswegen geprüft, ob Kreditbanken die Möglichkeit einer Verbriefung von Mittelstandskrediten sehen und evtl. die Bedingungen ihrer Kredite schon vor der Vergabe so gestalten, dass sie später besser verbrieft werden können.

3.3.2 Verbriefungskonstruktionen mit direkter Wirkung

Bei einer Verbriefung können die Mittelständler ähnlich wie beim Factoring ihre Forderungen oder auch Teile ihrer Erträge verbrieften. Nicht alle Mittelständler haben aber regelmäßig Forderungen in ausreichender Höhe. Für sie wären Verbriefungen mit einer gewinnabhängigen Verzinsung interessant. Erste solche Transaktionen wurden z.B. im Rahmen der PREPSTM-Transaktionen, die später in

¹ Baumann (2005), S. 12.

² Ranné (2005), S. 53.

³ O.V. (2006f).

diesem Kapitel noch genauer dargestellt werden, in den Jahren 2004 und 2005 durchgeführt.

3.3.2.1 Verbriefung von Forderungen

Wenn mittelständische Betriebe sich selbst über den Kapitalmarkt finanzieren wollen, kommt nur eine *True-Sale-ABS* als Konstruktion in Betracht. Zwar wurde im vorigen Abschnitt gezeigt, dass sich prinzipiell auch eine *synthetische* Transaktion zur Finanzierung eignet, indem die besicherten Portfolios als besonders gute Sicherheiten für einen Kredit genommen werden, doch hätten viele teilnehmende Unternehmen mit sehr großer Wahrscheinlichkeit unterschiedliche Präferenzen bezüglich der Laufzeit, so dass ein solcher Mega-Kredit nicht sinnvoll gestaltet werden könnte.

Da Forderungen oft kurzfristiger Natur sind, bieten sich für eine *True-Sale-ABS* zuerst die in Kapitel 2.1.2 besprochenen *Asset-Backed Commercial Paper (ABCP)* an.¹ Aufbauend darauf wäre eine langlaufende Anleihe vorstellbar, bei der sich jeder einzelne Mittelständler für eine ihm passende Laufzeit entscheidet, in der er immer wieder seine Forderungen an die *SPV* „verkauft“. Die Anführungszeichen sollen andeuten, dass bei einer solchen Konstruktion Mittelständler zwar die Forderungen abtreten, die Rückzahlungen ihrer Kunden aber selbst einnehmen. Sie müssen nur bei der Tilgung einer Forderung sofort eine gleichwertige² Forderung in (fast) gleicher Höhe an die *SPV* abtreten. Somit ist der *Asset-Pool* immer gleichmäßig gefüllt.

Statt die Forderungen oder die Schuldner einzeln zu bewerten, kann bei einer sehr hohen Anzahl von Mittelständlern rein **statistisch** vorgegangen werden. Wenn die Daten über durchschnittliche Ausfälle für viele Unternehmensgrößen und Branchen vorliegen, könnte eine Ausfallswahrscheinlichkeit für das Gesamtportfolio stochastisch geschätzt werden. Jeder einzelne teilnehmende Mittelständler darf nur keine Einträge bei Anbietern von Wirtschaftsauskünften wie z.B. SCHUFA

¹ Hommel (2005), S. 49ff.

² Emse weist darauf hin, dass die neuen Forderungen die durchschnittliche Qualität des Portfolios verschlechtern können (Emse (2005), S. 19). Es ist aber zu hinterfragen, ob es im Interesse der Mittelständler wäre, so zu handeln, weil sie dadurch eigene zukünftige Finanzierungschancen verschlechtern. Auch soll beachtet werden, dass eine ABS-Transaktion laufend vom *Trustee* und Rating-Agenturen begleitet wird.

oder Infoscore haben (was sehr günstig geprüft werden kann) und evtl. könnten stichprobenartige Detailprüfungen durchgeführt werden, so dass jeder Teilnehmer damit rechnen muss, kontrolliert zu werden. An die Stelle der Einzelprüfung und des Einzelratings treten bei einer solchen Konstruktion also das Gesetz der Großen Zahl und statistische Methoden.

Eine solche Konstruktion funktioniert nur, weil an ihr sehr viele Mittelständler teilnehmen und die abgetretenen Forderungen in ihrer Höhe über dem Kreditbetrag liegen.

Für einen Mittelständler hat diese Konstruktion einen großen Vorteil: Zwar muss er z.B. Forderungen für 105 000 Euro abtreten, um 100 000 Euro Kredit zu bekommen, im Idealfall, bei dem alle diese Forderungen durch seine Kunden beglichen werden, kann er aber ohne Probleme neue Forderungen in Höhe 105 000 Euro¹ abtreten. Alles bleibt so wie bisher – die Forderungsschuldner bemerken die Verbriefung gar nicht, die *Cashflows* fließen wie bisher. Diese Konstruktion hat den Vorteil, dass der Mittelständler seinen Kredit zu einem niedrigeren Zinssatz bekommt und gleichzeitig noch gegen Ausfall der Forderungen versichert ist.

Ähnlich einem *ABCP*-Programm kann erreicht werden, dass aus vielen kurzen Laufzeiten der Forderungen eine langlaufende *ABS*-Anleihe entsteht.

¹ Normalerweise wird der Kredit in der Zwischenzeit zum Teil getilgt, so dass die Summen kleiner werden.

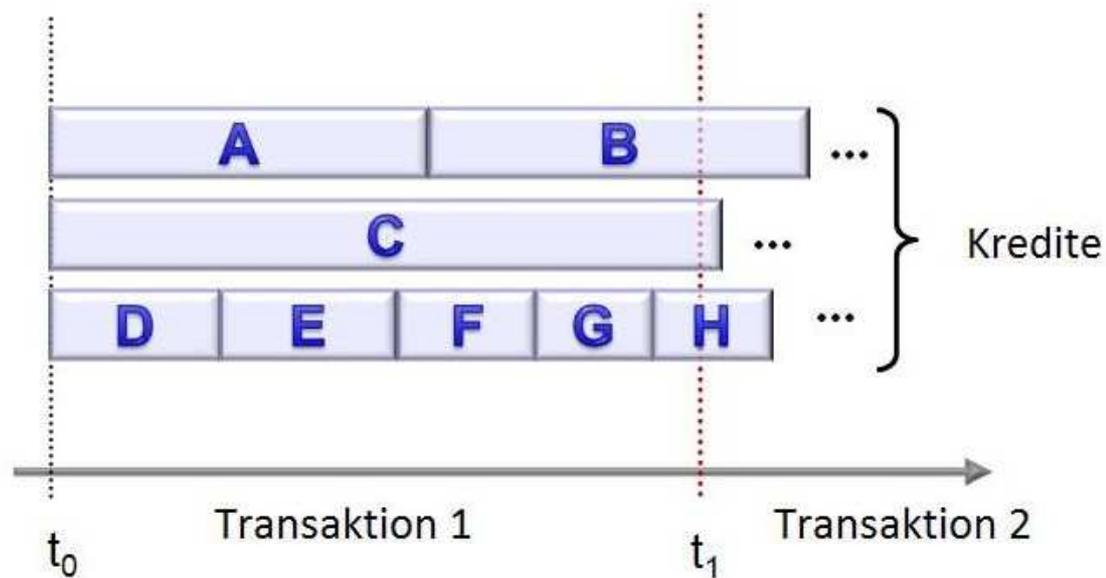


Abbildung 10: Revolvierende Konstruktion mit mehreren Beteiligten.

Unter der Annahme, dass es für jeden kleinen Mittelständler, der seinen Kredit abbezahlt hat und keine Kredite mehr braucht, immer genügend ähnliche Unternehmen gibt, die einen Kredit benötigen, findet sich am Markt immer ein Pool-Substitut. Abbildung 10 zeigt, dass z.B. die Unternehmen A und B einen mittelfristigen Kredit gebraucht haben, während das Unternehmen C an einem langfristigen Kredit interessiert war, der sogar eine längere Laufzeit als die gesamte erste Transaktion hatte. Die Unternehmen D bis H wollten alle sehr kurzfristige Kredite.¹ Die Abbildung 10 zeigt auch ein vermeintliches Problem dieser gebündelten Transaktion. Zum Zeitpunkt t_1 sollen die Kredite für die Unternehmen B, C und H noch laufen, die Transaktion 1 ist aber zu Ende. Die SPV müsste, um die Kredite aufrecht zu erhalten, sich am Markt die entsprechenden Mittel beschaffen. Dieses Problem kann dadurch gelöst werden, dass eine Nachfolgetransaktion nahtlos an die erste anschließt. Da die Pools sehr *granular* sind und sich dynamisch ändern, braucht diese neue Transaktion fast keine neuen Regelwerke, sondern kann vollständig auf Transaktion 1 aufbauen. Auch die SPV kann beibehalten werden, oder

¹ Mit zunehmenden Erfahrungen mit einer solchen Konstruktion kann sogar die von Mittelständlern als sehr wichtiges Kriterium empfundene Flexibilität (o.V. (2005g), S. 33) erreicht werden. Mit steigender Datenbasis kann dann ein Teil der Erlöse aus der Anleihe als „Pool“ vorgehalten werden, aus dem Mittel für sehr kurzfristige Kredite zur Verfügung gestellt werden könnten. Damit würden Unternehmen sogar eine günstige Alternative zum Kontokorrent-Kredit bekommen.

es kann eine „Mutter“-SPV etabliert werden, die einfach die „Pool-Reste“ der „Tochter“-Zweckgesellschaft aus Transaktion 1 auf eine neue SPV überträgt, die dann Transaktion 2 betreut. Dabei definiert die „Mutter“-Gesellschaft ein Vertragsframework, das immer wieder benutzt wird. Bei jeder einzelnen Tochter-Gesellschaft wird nur ein sehr kleiner spezifischer Teil geregelt.

Sicherlich kann nicht gewährleistet werden, dass neue Schuldner immer auf den Tag genau gefunden werden.¹ Es muss daher eine Sponsor-Bank installiert werden, die eine Liquiditätslinie (Liquiditätsfazilität) gewährt. Umgekehrt ist es nicht gesichert, dass nach dem Abschluss von Transaktion 1 sofort die Anschlusstransaktion 2 platziert werden kann. In diesem Fall muss der Sponsor einspringen und sie „kaufen“. Die Banken können auch zusätzliche Garantien vergeben, um die Anleihe noch attraktiver zu machen.

Kurz zusammengefasst: Durch Bündelung von Forderungen sehr vieler unterschiedlicher Mittelständler könnte auf relativ dünner und günstig zu beschaffender Datenbasis eine langlaufende Anleihe konstruiert werden. Dabei sind die teilnehmenden Mittelständler substituierbar. Eine solche Konstruktion bedarf zwar eines höheren *Credit Enhancement* (z.B. höherer *Overcollateralization*), sie ist dafür aber sehr günstig und flexibel.²

Zwar zeigen diese Überlegungen, dass sich aufbauend auf einem *granularen* Pool von Forderungen mittelständischer Unternehmen durchaus flexible ABS gestalten lassen, trotzdem muss die Umfrage in Kapitel 5 zeigen, ob die Mittelständler selbst die oben erwähnten Vorteile sehen, und ob vor allem der Kapitalmarkt bereit ist, in ABS zu investieren, die auf Forderungen vieler kleiner Unternehmen aufgebaut sind.

3.3.2.2 Verbriefungen mit einer ertragsabhängigen Verzinsung

Da nicht alle mittelständischen Unternehmen Forderungen haben oder diese verbrieft wollen, soll an dieser Stelle eine andere Finanzierungsmöglichkeit bespro-

¹ Dieses Problem existiert aber genauso bei „normalen“ ABCP. Emse (2005), S. 36ff.

² Bei bis jetzt gelaufenen europäischen CLO-Transaktionen mit KMU-Krediten lag die kumulative Ausfallsrate nach 2 Jahren bei 1,0 bis 1,5% und nach vier Jahren immer noch bei 2-3% (o.V. (2005f), S. 39 und Baumann (2005), S. 5). Somit erscheint eine *Overcollateralization* von ca. 5% auch bei einer solchen Konstruktion ausreichend.

chen werden. Statt Forderungen sollen dabei zukünftige erwartete *Cashflows* komplett (*Whole Business Securitisation*) oder zum Teil verbrieft werden. Erträge können dabei mit Hilfe der historischen Daten und objektiven Gewinnerwartungen für das konkrete Unternehmen oder für die gesamte Branche geschätzt werden. Der Anteil am Gewinn, der als *Asset* in die Konstruktion aufgenommen wird, könnte bei einer solchen Konstruktion höher sein als die Tilgungsraten, die ein mittelständisches Unternehmen für einen Bankkredit zahlen müsste.

Es stellt sich zunächst die Frage, worin der Unterschied zu den schon besprochenen Finanzierungsinstrumenten „Eigenkapitalerhöhung“ oder „Mezzanine-Kapital“ besteht.

Der Unterschied liegt, wie das bei *ABS* fast immer der Fall ist, in der geforderten *Overcollateralization* und der Tranchierung. Während bei „klassischen“ Finanzierungsformen jedes Unternehmen das eigene – relativ hohe – Risiko bezahlen muss, wird durch eine Verbriefung eines Pools nicht nur ein gewisser Diversifikationseffekt erreicht, sondern es kann auch die Sicherheit der ganzen Konstruktion beliebig erhöht werden. Das macht die Finanzierung günstiger. In der späteren Untersuchung sollen Akteure zu zwei möglichen Gestaltungsformen befragt werden: einer direkten Verbriefung der Gewinne (mit der Eigenschaft, dass, wenn keine Gewinne anfallen, der Mittelständler auch mit keinerlei Zahlungen belastet wird) und einer Verbriefung der Genussscheine, die neben der (kleineren) Gewinnbeteiligung auf jeden Fall eine feste Verzinsung garantieren. Das letztere wurde in Deutschland schon mehrmals erfolgreich durchgeführt z.B. durch die Capital Efficiency Group im Rahmen ihrer PREPS™-Konstruktion.

PREPS™

Im Rahmen des PREPS™-Programms emittierte jeder der teilnehmenden Mittelständler ein Genussrecht mit einem festen Garantiezins und einer Gewinnbeteiligung. Diese Genussrechte werden an eine *SPV* als *Asset* übertragen und darauf aufbauend wird eine *ABS* emittiert. Durch die starke regionale und sektorale Diversifizierung des Portfolios mussten alle teilnehmenden Mittelständler einen Zinssatz zahlen, der deutlich unter dem „normalen“ Zins lag. Gleichzeitig bekam

der Kapitalmarkt eine Möglichkeit, in den „gehobenen Mittelstand“ zu investieren. Die Zinsbelastung betrug bei der ersten Transaktion im Mai 2004 noch 7,9% p.a., während sie bei den beiden Transaktionen aus dem Jahr 2005 7,0% nicht überstieg.¹ Insgesamt erhielten die teilnehmenden Mittelständler aus Deutschland, Österreich, der Schweiz, Italien und Belgien in den ersten vier PREPS™-Emissionen in gut anderthalb Jahren 214 Finanzierungen im Wert von über 1,5 Milliarden Euro.²

Bei allen Erfolgen von PREPS™ darf nicht vergessen werden, dass diese Art der Transaktionen nur für größere Mittelständler geeignet ist. So müssen Unternehmen eine nach dem KMV RiskCalc-Modell³ berechnete Ausfallwahrscheinlichkeit aufweisen, die nicht größer sein darf als bei Unternehmen, die ein Rating von Baa3 aufweisen. Außerdem soll der Kapitalbedarf bei mindestens 5 Mio. Euro liegen.⁴

Eine direkte Verbriefung von Unternehmenserlösen wurde im deutschen Mittelstand noch nicht oder mindestens nicht medienwirksam durchgeführt. Dass eine solche Transaktion möglich wäre, zeigen *WBS* in England, wo große Pub-Betreiber sich über solche Konstruktionen finanzieren. So basiert die *ABS* „Punch Taverns Finance“, die im Oktober 2003 emittiert wurde, auf Erfolgen von 4222 verpachteten Bars.⁵ Diese gehören zwar zu einer großen Gesellschaft, der Punch Taverns, die Pächter sind jedoch in ihren Entscheidungen relativ unabhängig. Das kann darauf hindeuten, dass auch eine gebündelte Transaktion vieler kleiner unabhängiger Unternehmen ein Erfolg werden könnte. Eine mögliche Struktur ist in Abbildung 11 dargestellt:

¹ Bei PREPS™ 2005-2 zahlten die italienischen Unternehmen 7,0% p.a., während alle anderen 6,9% p.a. zahlen mussten.

² CEG (2005).

³ Z.B. o.V. (2006h).

⁴ Allerkamp (2005).

⁵ O.V. (2006c).

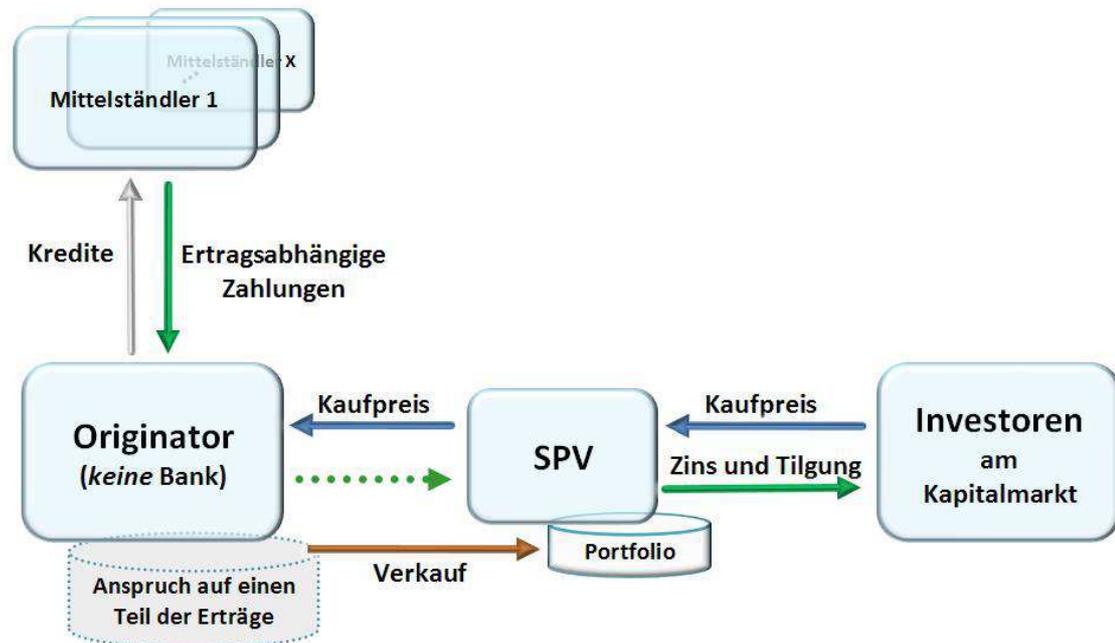


Abbildung 11: Vorschlag zu einer Verbriefungskonstruktion mit einer ertragsabhängigen Verzinsung.

Bis auf die Art der *Assets* unterscheidet sich diese Konstruktion von der in Abschnitt 3.3.2.1 besprochenen nicht.

Es soll an dieser Stelle betont werden, dass es ausdrücklich nicht das Ziel dieser Arbeit ist, einen Rahmenvertrag für eine solche Transaktion zu entwickeln. Es ergeben sich z.B. rechtliche Probleme bezüglich einer Insolvenz des Mittelständlers, die britischen Insolvenzregelungen sind u.a. ein Grund dafür, warum so viele der bis jetzt gelaufenen *WBS* in Großbritannien stattgefunden haben.¹

Eine interessante Frage wird bezüglich der Stabilität der Erträge zu stellen sein. Als „ertragsstabile“ Mittelständler werden Ärzte und Apotheker in die Befragung aufgenommen. Für sie bedeutet eine Verbriefungskonstruktion mit einer ertragsabhängigen Verzinsung die einzige Möglichkeit, an Verbriefungen teilzunehmen, weil sie selten über Forderungen in der ihren Investitionen entsprechenden Höhe verfügen.

¹ Whittaker und Mason (2004), S. 7.

3.4 Vergleich unterschiedlicher Finanzierungsmöglichkeiten

Wie oben zum Teil schon gezeigt, haben unterschiedliche Finanzierungsmöglichkeiten verschiedene Vor- und Nachteile. In diesem Abschnitt sollen alle diese Möglichkeiten systematisch verglichen werden.

In dieser Arbeit werden leicht beschreibbare, aber evtl. nicht überschneidungsfreie Kriterien benutzt. Die Möglichkeit, eine kleine Zahl scharf trennender Kriterien zu finden, was mit einer Faktorenanalyse¹ numerisch möglich wäre, soll bewusst nicht angewendet werden. Es ist vielmehr das Ziel dieser Arbeit, die Vorstellungen der Akteure über eine „gute Transaktion“ zu vergleichen, um daraus zu lernen, wo Gemeinsamkeiten und wo Unterschiede bei der Wahrnehmung von Banken und Mittelständlern liegen. Eine mathematische Optimierung mit einer „optimalen Verbriefungstransaktion“ als Ergebnis ist ausdrücklich kein Ziel dieser Arbeit, weil die dafür notwendigen Modellannahmen nach Meinung des Autors den Wert eines abgeleiteten Ergebnisses stark relativieren würden.

Es werden folgende Kriterien angewendet:

- Kosten (einmalig)
Wie hoch sind (relativ zu anderen Finanzierungsmöglichkeiten) die einmaligen Kosten einer Finanzierung inkl. Suchkosten der Gegenpartei?
- Kosten (laufend)
Wie ändern sich die laufenden Kosten im operativen Geschäft (z.B. die Ausgaben für IT, Rechnungslegung, Abschluss, Jahresversammlung, Offenlegungspflichten) und die Zinslast?
- Erhaltung der Kontrolle
Besonders im Mittelstand haben die Gründer, die das Unternehmen aufgebaut haben, eine Entscheidungsfreiheit, die sie ungern abgeben. Einige Finanzierungsformen führen dazu, dass das Unternehmen nach einer Finanzierung bei vielen operativen Entscheidungen Rücksicht auf die Finanzierungspartner nehmen muss. Das Kriterium soll diesen Kontrollverlust erfassen.

¹ Backhaus et al. (2006), S. 259ff.

- Höhe
Reichen die durch das Finanzierungsinstrument erhaltenen Mittel für eine Investition in erheblicher Höhe?
- Sicherheiten
Werden Sicherheiten gebraucht?
- Beendigung der Vertragsbeziehung
Falls die Partner mit der Zusammenarbeit unzufrieden sind, können sie sie schnell und kostengünstig beenden?
- Flexibilität
Ist die Finanzierungsform für sich ändernde Anforderungen geeignet oder erfordert jede Änderung hohen Abstimmungs- und Koordinationsaufwand?
- Marktperspektiven
Ändern sich die Möglichkeiten, später am Markt weitere Mittel zu erhalten?

In der Tabelle 3 ist dargestellt, inwieweit verschiedene Finanzierungsarten diesen Kriterien genügen. So sind z.B. die **einmaligen Kosten** bei einem Bankkredit relativ niedrig, weil seine Rahmenbedingungen sowohl Unternehmen als auch Banken vergleichsweise klar sind. Bei anderen Finanzierungsformen müssen Verträge zum Teil angepasst werden, wobei bei einer Verbriefungskonstruktion mit einer ertragsabhängigen Verzinsung die Vertragsgestaltung besonders komplex sein kann.

Sicherheiten werden auch primär bei Bankkrediten gebraucht, bei Forderungsverbriefungen sind diese Forderungen natürlich auch in gewisser Weise Sicherheiten, allerdings kommen die Zahlungen der Forderungsschuldner dem Mittelständler zugute.

Bei einer EK-Erhöhung einer AG sind schon die einmaligen Kosten durch die rechtlichen Schranken sehr hoch. Die **laufenden Kosten** sind auch bei der KG und der AG am höchsten, gefolgt von der Mezzanine-Finanzierung, weil die Ei-

genkapitalgeber sicherlich eine höhere Rendite anstreben als die Fremdkapitalgeber. PREPSTM macht sie wieder kleiner, weil auch die Risiken kleiner sind.

Wenn die Partnerschaft sich als nicht optimal erweist, ist bei Konstruktionen, bei denen der Kapitalmarkt involviert ist, der Ausstieg für die Mittelständler und *Originatoren* schwerer zu gestalten als bei denen, wo nur zwei Parteien sich über die **Kosten des Ausstiegs** einigen müssen. Dafür haben die Käufer der *ABS*, also die eigentlichen Risikoträger, bei Verbriefungen wegen des liquiden Marktes sehr gute Ausstiegsmöglichkeiten. Bei eigenkapitalnaher Finanzierung kann die Beendigung der Vertragsbeziehung sehr kompliziert werden, wenn die Betroffenen nicht mitspielen wollen.

Bei der **Flexibilität** wird angenommen, dass ein Bankkredit wegen der konstanten Zinslast nicht völlig flexibel ist, allerdings ist es auch ein Ziel dieser Untersuchung zu prüfen, ob Kreditbanken nicht genau diese Möglichkeit der Flexibilität für sich entdeckt haben. Bei KGs ist die Flexibilität am höchsten und bei Fördermitteln besteht sie darin, das passende Programm zu wählen.

Die **Marktperspektiven** sinken nach einem Bankkredit, weil die neuen Gläubiger weniger Sicherheiten und Konkursmasse für sich haben würden. Dagegen verbessert die EK-basierte Finanzierung die Möglichkeiten, später am Markt noch mehr Mittel zu erhalten. Schließlich ist die **Höhe der Finanzierung** fast immer - bis auf eine Finanzierung über Fördermittel - ausreichend. Einige Formen eignen sich aber nur für große Unternehmen, weil sie konstruktionsbedingt nur die Möglichkeit bieten, sehr hohe Beträge zu erhalten.

Auch wenn zwei Finanzierungsarten anhand eines Kriteriums vergleichbar sind, zeigt Tabelle 3 dass es keine eindeutig „überlegene“ Finanzierungsart gibt. Als wichtiges Zwischenergebnis bleibt festzustellen, dass *ABS* in vielen Situationen durchaus konkurrenzfähig sind. Das größte Problem dieser Finanzierungsart sind die einmaligen Kosten, die sich aber durch Standardisierung der Infrastruktur senken ließen.

	Bankkredit		Eigenkapitalerhöhung		Mezzanine		Verbriefung durch den Mittelständler		Factoring	Fördermittel
	ohne nachfolgende Verbriefung	mit nachfolgender Verbriefung	KG	AG	Direkt	Verbriefung (z.B. PREPS)	Forderungen	WBS		
Kosten (einmalig) ¹	+	+	0	-	0	0	0	-	0	+
Kosten (laufend) ¹	0	0	-	-	-	+	+	+	+	+
Erhaltung der Kontrolle ¹	+	+	+	-	+	+	+	+	+	0
Sicherheiten ²	-	0	+	+	+	+	0	0	0	+
Beendigung der Beziehung ³	0	0 ⁷	0	-	-	-	0 ⁷	0 ⁷	0	+
Flexibilität ⁴	0	-	+	-	0	0	0	0	0	+
Marktperspektiven ⁴	-	-	+	+	+	+	0	0	0	+
Höhe ⁵	+	+	0	0 ⁶	+	0 ⁶	+	+	+	-

¹ +: niedrig, 0: neutral, -: hoch

² +: nicht notwendig, 0: erwünscht, -: notwendig

³ +: leicht, 0: neutral, -: schwer

⁴ +: gut, 0: neutral, -: schlecht

⁵ +: meistens ausreichend, 0: neutral, -: meistens nicht ausreichend

⁶ nur für große Gesellschaften geeignet, für sie aber sehr gut

⁷ für den Käufer sehr gute Ausstiegsmöglichkeiten wegen der liquiden Märkte

Tabelle 3: Vergleich unterschiedlicher Finanzierungsmöglichkeiten

dem KMV RiskCalc-Modell bei einer PREPS™-Transaktion). Dabei erhält die Transaktion zuerst vorläufige Ratings und dann das endgültige Rating bei der eigentlichen Emission. Die Gründung einer SPV-Gesellschaft darf nicht unterschätzt werden. So soll sie auf jeden Fall unabhängig von dem *Originator* sein, so dass der *Asset-Pool* selbst bei ihrer Insolvenz unangetastet bleibt. Auch die in Abschnitt 2.1 erwähnten steuerlichen Aspekte sollen bei der Gründung einer SPV beachtet werden. Nicht zu vergessen sind die organisatorischen und EDV-Anpassungskosten, die zur Durchführung der Transaktion notwendig sind.

Während der Laufzeit entstehen weitere Kosten, die besonders in der Umleitung der *Cashflows*, der Kontrolle und in Publikationsanforderungen begründet sind.

Die Kosten für eine Transaktion würden stark sinken, wenn die *Originatoren* nicht alle diese Überlegungen immer wieder neu anstellen müssten, sondern auf ein funktionierendes standardisiertes Framework zurückgreifen könnten.

Ein weiterer Vorteil einer standardisierten Vorgehensweise ist ihre erzieherische Wirkung. Bei einem existierenden Standard wissen die Akteure genau, was sie noch tun müssen, um den Standardanforderungen zu entsprechen. Dadurch können sie sich verbessern. Ein schönes Beispiel dafür ist das „Fitch Issuer Report Grades“-Siegel, das zeigt, ob die Qualität des Reportings gut (5 Sterne) oder gerade noch akzeptabel ist (1 Stern). Schon im ersten Jahr seit seiner Einführung verbesserte sich die Qualität der Reportings aller Verbriefungsklassen stark, wie Tabelle 4 zeigt.

	ABS		CMBS		RMBS		SME CDO		Gesamt	
(%)	Mai 05	Nov 04	Mai 05	Nov 04	Mai 05	Nov 04	Mai 05	Nov 04	Mai 05	Nov 04
*****	2	1	9	0	0	0	10	0	3	0
****	8	6	30	18	43	12	40	16	32	11
***	69	70	37	54	40	63	31	65	46	62
**	19	22	19	18	12	15	19	19	16	18
*	2	1	4	10	5	10	0	0	4	9
Durchschnitt	2,89	2,83	3,20	2,79	3,21	2,77	3,40	2,97	3,14	2,80
Anzahl	150	147	89	78	309	275	42	31	590	531

Tabelle 4: Verbesserung des Reportings durch die Einführung eines standardisierten Ratings. Quelle: Brewer et al. (2005), S. 2.

Ein Standard muss allerdings nicht nur Vorteile bringen. Ein Beispiel für einen Standard, der nur auf den ersten Blick Kosten spart und die Produktivität erhöht, ist die QWERTY-Tastatur. Zwar kann jeder, der das Blindtippen gelernt hat, an jedem Com-

puter sofort tippen (Erhöhung der Produktivität) und auch die Tastaturen an sich sind austauschbar (Kostenvorteil), doch sind andere Systeme – z.B. die Dvorak-Tastatur – überlegen, was Tippgeschwindigkeit und Ergonomie angeht.¹ Leider ist der bestehende Standard so präsent, dass es für jeden einzelnen Ausbilder, Arbeitnehmer und Arbeitgeber auf den ersten Blick günstiger ist, am Standard festzuhalten, so dass nur QWERTY-Systeme nachgefragt werden. Somit verhindert ein Standard, der heute keine Berechtigung mehr hat – der Standard wurde so entwickelt, dass sich die Hämmer einer Schreibmaschine nicht gegenseitig blockieren – einen besseren Standard. Bei komplexen Abläufen kann eine Standardisierung aber viel eher Vorteile bringen.

4.1 True Sale Initiative

Die großen deutschen Banken (Bayerische Landesbank, Citigroup Deutschland, Commerzbank, DekaBank, Deutsche Bank, Dresdner Bank, DZ Bank, Eurohypo, HSH Nordbank, Helaba, HVB Group, KfW Bankengruppe und WestLB) haben die Unsicherheit am Verbriefungsmarkt erkannt und deswegen im Jahre 2004 eine Verbriefungsplattform „True Sale Initiative“ (TSI) ins Leben gerufen, um eine organisatorische Infrastruktur für Verbriefungen zu schaffen. Eine wichtige Rolle spielt dabei die Möglichkeit der Errichtung von *ABS*-Zweckgesellschaften ausschließlich nach deutschem Recht.² Diese Gesellschaften werden drei gemeinnützigen Stiftungen übertragen, womit die strikte Trennung zwischen dem Originator und der *SPV* gewährleistet wird. Die Anzahl drei ist deswegen wichtig, damit kein Großkredit (50% bei einem Partner) entsteht. Die Gründung übernimmt die TSI Services GmbH, wobei die Gründungsverträge schon von renommierten Kanzleien, Wirtschaftsprüfungsgesellschaften und Ratingagenturen geprüft sind. Die Preise für die Einrichtung stehen fest, so dass für den Originator keine verdeckten Kosten entstehen.

Die Vorteile dieser Vorgehensweise sind klar:

- Die hohen Kosten, die durch individuelle Verträge entstehen, in denen u.a. strenge Anforderungen an die Insolvenzferne der *SPV* formuliert werden müssen, entfallen durch die Standardisierung. Es gelten transparente Preise der TSI

¹ David (1985), S. 332.

² TSI (2005a), S.2.

Services GmbH, die sogar bei der Suche nach einem Geschäftsführer der *SPV*, einem Steuerberater und einem Wirtschaftsprüfer hilft. Außerdem wissen auch die Ratingagenturen, was sie bei einer solchen Transaktion zu erwarten haben, so dass die Rating-Kosten kleiner sind.

- Die entstehende Emission ist liquider, weil die TSI als Marke dient. Die durch TSI zertifizierten¹ Transaktionen sind anderen Marktteilnehmern inzwischen bekannt.
- Durch die drei gemeinnützigen und vom *Originator* unabhängigen Stiftungen stellt sich das Problem der Abhängigkeit zwischen *SPV* und *Originator* nicht mehr.

Es ist allerdings zu hinterfragen, ob immer eine gesamte Transaktion oder nur bestimmte Teile davon standardisiert werden sollen. So fordert z.B. die deutsche Umsetzung der EU-Prospektrechtlinie 2003/71/EG, dass in einem Prospekt sämtliche Angaben in leicht analysierbarer und verständlicher Form dargeboten sein müssen.² Bei diesem Problem würde schon eine Teilstandardisierung helfen. So bietet z.B. das Hanseatic Securitisation Forum eine Plattform an, mit der *Originatoren* Dokumente schnell allen Interessenten zur Verfügung stellen können und die Käufer mächtige Werkzeuge haben, um solche Informationen schnell analysieren zu können.³ Die Software QlikView,⁴ die von dieser Plattform eingesetzt wird, erlaubt es allen Beteiligten, Reporting-Daten auszutauschen. Es findet somit eine technische Standardisierung des Reportingwesens statt, ohne dass die ganze Transaktion in einem standardisierten Rahmen ablaufen müsste.

4.2 Technische Infrastruktur

Unabhängig davon, ob die ganze Verbriefungstransaktion in einem standardisierten Rahmen durchgeführt wird oder nicht, soll ein freier Datenaustausch zwischen allen Beteiligten gewährleistet werden. Im Gegensatz zu der im vorigen Kapitel angesprochenen allgemeinen Standardisierung soll durch die einheitliche technische Infrastruktur nur gewährleistet werden, dass alle Akteure einen guten Zugang zu Daten bekommen und keine Informationen verloren gehen.

¹ Die Zertifizierungsbedingungen sind in TSI (2005b) festgelegt.

² BGBI (2005a), S. 1702.

³ O.V. (2006d).

⁴ O.V. (2006e).

Dies mag zwar selbstverständlich klingen - angesichts der Fülle an technologischen Lösungen, die über Jahrzehnte in Betrieben und bei Banken entstanden sind, ist es das jedoch nicht.¹ Computerhersteller versuchten sehr lange, ihre Software inkompatibel zu lassen, damit sie Nachfolgeversionen und kostenpflichtige Beratung verkaufen konnten. Auch wuchsen Jahrzehnte lang in einzelnen Unternehmen IT-Landschaften, die – wenn überhaupt – von sehr unterschiedlichen Ansätzen geprägt sind. Somit kann es schwierig werden, die in Abschnitt 3.3.2 beschriebene Konstruktion mit sehr vielen Mittelständlern und mehreren Banken (sowohl *Originatoren* als auch Käufern) zustande zu bringen, ohne dass die für die Transaktion notwendigen Daten in einem standardisierten Format zur Verfügung gestellt werden.

Andererseits stellt sich die Frage, ob die Benutzung eines solchen Formates nicht zu einem starken Kostenanstieg für alle Beteiligten führen wird. Schließlich müssen Daten aus sehr unterschiedlichen Systemen ausgetauscht werden. Zum Glück hat sich die Industrie in den letzten Jahren tatsächlich auf eine Art Standardformat – XML² – geeinigt das von fast allen Herstellern von Standardsoftware und Datenbanksystemen unterstützt wird und zudem den Vorteil hat, sehr einfach zu sein. Durch eine XML-Schnittstelle haben alle Akteure, die an einer Transaktion beteiligt sind, eine günstige³ Möglichkeit, Daten sicher auszutauschen. Derartige homogenisierte IT-Infrastruktur oder zumindest definierte Schnittstellen sind zwar keine hinreichende,⁴ aber auf jeden Fall eine notwendige Bedingung des Erfolges einer Transaktion mit sehr vielen Akteuren (die zum Teil sogar im Laufe der Transaktion ausgetauscht werden). Ohne sie können falsche Aufbereitung der Daten und Inkonsistenz der Datenmodelle zu kritischen Punkten werden, die die gesamte Transaktion gefährden würden.⁵ Gleichzeitig stellt eine Implementierung solcher Schnittstellen keine allzu kostspielige Herausforderung mehr dar.

¹ Die folgenden Ausführungen spiegeln die Meinung des Autors wieder, der nach seinem Abschluss als Diplom-Informatiker seit fast 8 Jahren als Softwareentwickler und IT-Berater arbeitet.

² Detaillierter werden die Vorteile von XML im Anhang diskutiert.

³ „Günstig“ ist sicherlich relativ zur Unternehmensgröße zu verstehen, bei großen heterogenen Altsystemen wird evtl. der Einsatz von Bus-Systemen wie z.B. IBM WBIMB (o.V. (2006a)) oder MS BizTalk Server (o.V. (2006b)) nötig sein.

⁴ So wurde z.B. in einem Vortrag von Frau Marita Barth erwähnt, dass mehrere *Originatoren* für die Deutsche Asset Management einen negativen Aspekt darstellen, unabhängig davon, wie die Transaktion sonst strukturiert ist.

⁵ Max-Heine (2005), S. 3.

Nachdem der Datenaustausch zwischen allen Akteuren gewährleistet ist, kann die Strukturierung und DV-Betreuung einer gebündelten Transaktion durch eine zentrale Instanz durchgeführt werden, die dann allerdings eine Software einsetzen muss, die die gesamte Logik der Transaktion beherrschen und allen anderen Teilnehmern die relevanten Daten und Informationen zur Verfügung stellen müsste. Diese Software muss fehlende Daten, entdecken, verschiedene Portfolio-Zusammenstellungen auf ihre Wirtschaftlichkeit hin simulieren, *Cashflows* leiten und das gesamte Reporting nach der Emission aufbereiten können. Als Beispiel sei in Abbildung 13 die Software TXSuite dargestellt:

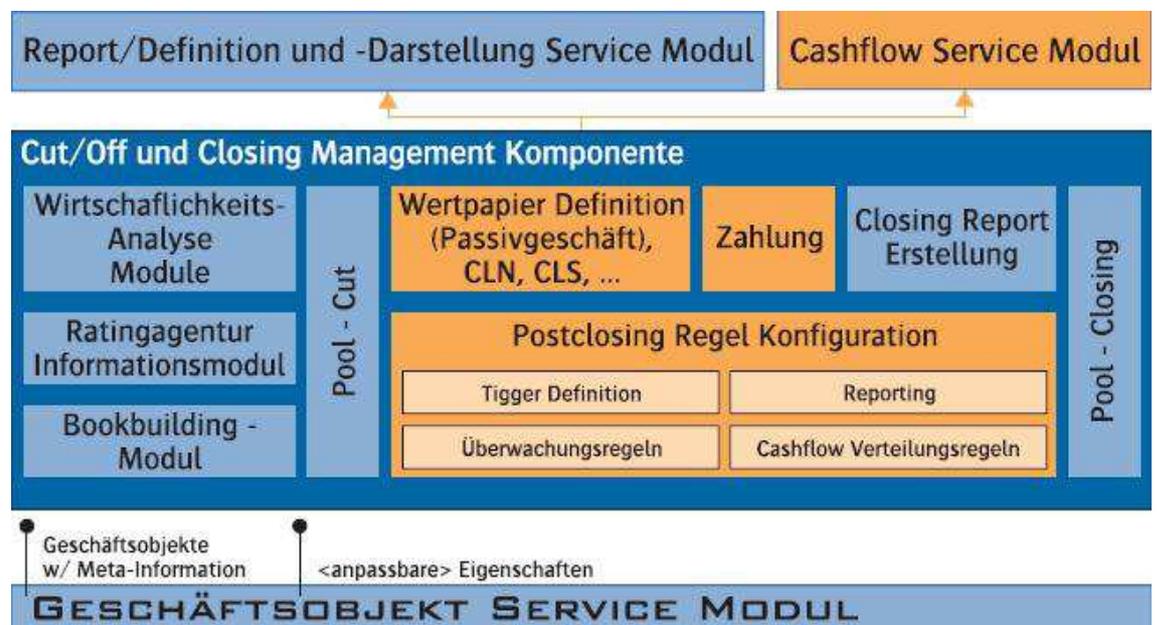


Abbildung 13: Überblick über die Software TXSuite.¹

Weil die anderen Beteiligten an ein solches System mit standardisierten Schnittstellen angekoppelt werden, bedarf es nur der Installation einer solchen mächtigen Software. Bei einer gebündelten Transaktion werden die Kosten eines solchen Systems auf mehrere Schultern verteilt, so dass die Transaktion für jeden einzelnen kostengünstig ablaufen kann.

¹ O.V. (2005c), S. 4.

Bei IT-Systemen kann den am Anfang des Kapitels erwähnten Problemen einer Standardisierung leichter entgegen gewirkt werden, weil die Leistung der DV-Systeme deutlich schneller als die Arbeitsproduktivität wächst. So stieg das Produktionsergebnis je Arbeitsstunde in Deutschland (nicht saisonbereinigt) zwischen den Jahren 1997 und 2004 um 20,48%¹, während die Anzahl der Transistoren auf einem Intel-Chip um 7793,33%² zunahm.³ Außerdem können DV-Systeme – mindestens in einer Übergangszeit - leichter mehrere Standards unterstützen. Um bei dem Tastatur-Beispiel zu bleiben, sei erwähnt, dass Windows XP für englische Sprache sowohl QWERTY als auch Dvorak unterstützt.

5 Umfrage

Im vorigen Kapiteln wurde diskutiert, wie Verbriefungskonstruktionen gestaltet werden könnten, um zur Finanzierung des Mittelstandes geeignet zu sein. Durch eine Umfrage soll jetzt herausgearbeitet werden, welche Ziele bei der Kapitalvergabe und -beschaffung von den entsprechenden Akteuren erreicht werden sollen und ob Einschränkungen, die eine Verbriefungskonstruktion mit sich bringt, von ihnen akzeptiert werden. Da an einer typischen Transaktion mit Mittelständlern, Kredit- und Investmentbanken Parteien mit sehr uneinheitlichem Wissenstand und unterschiedlichen Präferenzen beteiligt sind, wird es diesem Zusammenhang auch interessant sein, zu erfahren, was die Annahmen der Akteure sind und welche Ziele die jeweils anderen Akteure verfolgen. Sollten diese Annahmen falsch sein, muss bei einer Vertragsgestaltung für eine Verbriefungstransaktion besonders auf solche Aspekte geachtet werden, die zu Missverständnissen führen können, die aus diesen falschen Annahmen resultieren.

Zwei Fragen sind bei der Untersuchung besonders wichtig. Zum Einen: Sollen die Kreditbanken versuchen, möglich standardisierte Kredite zu vergeben, um sie dann besser verbrieft zu können, oder sollen sie eher versuchen, auf die Mittelständler zuzugehen, möglichst angepasste Kredite zu vergeben, und ihre Rolle als ein langfristiger Partner zu

¹ Eigene Berechnung als Durchschnitt aller Branchen auf der Grundlage der Daten vom Statistischen Bundesamt (o.V. (2005h)).

² Eigene Berechnung auf der Datengrundlage von Intel (o.V. (2005i)).

³ Die Idee des Vergleichs der Arbeitsproduktivität mit der Anzahl der Transistoren findet sich in einer anderen Form in Blanchard (2003), S. 259f.

betonen? Die Bindung, die dadurch erreicht würde, wäre unter Umständen der beste Weg in Konkurrenz mit den auf Verbriefungen spezialisierten (Nicht-)Banken.

Zum Anderen: Wollen die Mittelständler und der Markt überhaupt Verbriefungen als Finanzierungsinstrument?

Die Umfrage bestand aus drei Teilen. Mittelständler, Kredit- und Investmentbanken wurden mit jeweils anderen Fragebögen konfrontiert, wobei einige Fragen in allen Bögen auf die oben schon erwähnten Annahmen der Akteure über das Verhalten der anderen zielten. Diese Fragen finden sich daher in fast identischer Form in allen Fragebögen wieder.

In den Abschnitten 2 bis 4 dieses Kapitels werden einzelne Fragen und die entsprechenden Antworten der Fragebögen vorgestellt. Zuvor wird auf die technische Realisierung der Umfrage eingegangen. Abschließend werden Ergebnisse der Untersuchung präsentiert.

5.1 Technische Realisierung

Alle Fragebögen enthielten ein Deckblatt, mit dem die Befragten zum Ausfüllen des Bogens motiviert werden sollten. Auch wurden die Anonymität der Umfrage und die Möglichkeit betont, Fragen einfach unbeantwortet zu lassen, bei denen die Befragten Bedenken hätten, sie zu beantworten. Es wurde außerdem angeboten, bei Unklarheiten den Autor unter seiner Mobiltelefonnummer jederzeit anzurufen.¹

Alle Fragebögen standen den Befragten in mehreren Formen zur Verfügung. Sie konnten sowohl online als auch in Form eines dynamischen PDF-Formulars oder eines Papierformulars ausgefüllt werden. Um möglichen Bedenken gegen das Ausfüllen der Fragebögen im Internet vorzubeugen, wurde beim Anschreiben auf mehrere Kanäle für die Beantwortung hingewiesen.

Die Online-Version wurde mit Hilfe der Programmiersprache PHP 3 implementiert. Als Datenbank diente MySQL in der Version 3.23.49 und als Betriebssystem Linux. Diese Software-Architektur hat sich in den letzten Jahren als eine stabile und kostengünstige Alternative zu teureren Plattformen sehr gut bewährt. Das Paket aus Hardware und

¹ Von dieser Möglichkeit wurde allerdings nur drei Mal Gebrauch gemacht.

Software („Hosting“) wurde bei der Firma Active BeteiligungsGmbH gemietet.¹ Die Datenbanktabellen wurden mindestens einmal täglich, das gesamte System einmal wöchentlich gesichert.

Für die Befragung wurde die Domain <http://www.verbriefungen-fuer-den-mittelstand.de> registriert.

Alle Dateien mit denen dieser Web-Auftritt gestaltet wurde (HTML-Dateien für das Layout, PHP-Dateien für die Logik und SQL-Dateien für die Datenbankstruktur) befinden sich auf der beiliegenden CD.

Da durch Ausfüllen des Online-Formulars die Daten sofort in die Datenbank gespeichert wurden, wurde diese Methode bevorzugt. Außerdem ist es deutlich einfacher, potentielle Teilnehmer auf eine Online-Umfrage aufmerksam zu machen. So wurden die meisten Kandidaten per E-Mail angeschrieben. Andere wurden durch Mail-Newsletter Dritter (z.B. Industrie- und Handelskammern) auf diese Umfrage aufmerksam gemacht, wobei die Internet-Adresse der Umfrage gleich in einem Text miterwähnt wurde, in dem das Instrument „Verbriefungen“ kurz erklärt wurde.²

Da jeder eine Seite im Netz besuchen kann, wurden zur Sicherheit zusammen mit jeder Antwort auch die Netz-Adresse (IP) des Bearbeiters gespeichert. IP-Adressen wurden weder zurückverfolgt noch ausgewertet, sie dienten nur dazu, dass kein Teilnehmer Hunderte von „Antworten“ generiert. Inhalte der entsprechenden Felder wurden in der Kopie der Datenbank, die sich auf der beiliegenden CD befindet, entfernt.

Die Internet-Adressen (z.B. <http://www.verbriefungen-fuer-den-mittelstand.de/invb-umfrage.htm>) wurden so gewählt, dass sie nicht zufällig eingetippt werden konnten. Auf der Stamm-Seite <http://www.verbriefungen-fuer-den-mittelstand.de/> war nur ein Hinweis zu finden, mit dem der Betroffene darauf aufmerksam gemacht wurde, dass er die Adresse nicht komplett eingetippt hat. Von dort gab es keine Verlinkung zu einzelnen Fragebögen. Damit sollte verhindert werden, dass z.B. eine Bank auch den Bogen für einen Mittelständler sieht und ihre Antworten entsprechend anpasst.

¹ <http://www.activespace.biz/de/Hosting/linux-hosting.asp>.

² Alle größeren IHKs und alle Handwerkskammern wurden um Hilfe gebeten. Allen Kammern wurden zwei kurze Texte für einen Newsletter und ein längerer Text für eine Publikation in ihrer Mitgliederzeitschrift oder auf einer Internet-Seite zur Verfügung gestellt. Erfreulicherweise wurden diese Texte mehrmals eingesetzt.

Eine zweite Möglichkeit, an der Umfrage teilzunehmen, bestand in Papierformularen, die sowohl in Papierform (per Fax oder Post) oder als PDF-Datei verschickt wurden. Die Antworten konnten zurück gefaxt werden.

Die dritte Art der Darstellung wurde mit dynamischen PDF-Formularen realisiert. Um sie zu erstellen, wurden zuerst aus MS-Word-Dateien, die als Vorlage für die „Papierformulare“ dienten, MS-Word-Formulare erstellt. Danach wurden mit dem Programm „CIB pdf formfields“¹ entsprechende PDF-Formulare generiert, die in jedem Acrobat Reader ab der Version 5 ausgefüllt werden konnten. Da aber Adobe seinen Acrobat Reader so gestaltet hat, dass die Dateien zwar editierbar, aber nicht speicherbar sind, mussten diese Formulare noch zum Speichern freigeschaltet werden, was Adobe Schweiz netterweise tat. Danach konnten die Formulare elektronisch ausgefüllt, gespeichert und per E-Mail zurück gesendet werden.

Der Vorteil beider letzten Lösungen besteht nur darin, dass auch Interessenten erreicht wurden, die Bedenken hatten, auf eine unbekannte Seite im Internet zu gehen.

Alle Vorlagedateien für die Formulare befinden sich auf der beiliegenden CD.

5.2 Präferenzen der Investoren

Mit dem ersten Fragebogen sollen die Präferenzen von Investmentgesellschaften als *Käufer* von *ABS* ermittelt werden.² Insbesondere ist an dieser Stelle interessant, ob es am Markt ein Nachfragepotential für Transaktionen gibt, die auf den durch den Mittelstand generierten *Cashflows* aufbauen. Auch für die Kaufentscheidung bedeutende Eigenschaften jedes einzelnen Mittelständlers sollen an dieser Stelle ermittelt werden.

Es wurden 126 Investoren auf die Umfrage aufmerksam gemacht.³ Um die Rücklaufquote zu erhöhen, wurden nach ca. 3 Wochen Erinnerungsmails versandt.

Als Ergebnis kamen 16 ausgefüllte Fragebögen zurück, was einer Antwortquote von 12,70% entspricht.

Im Folgenden werden die Antworten einzeln dargestellt. Bei allen Antworten gibt die Reihenfolge der Alternativen in der Legende eines Diagramms die relative Bedeutung

¹ O.V. (2006I).

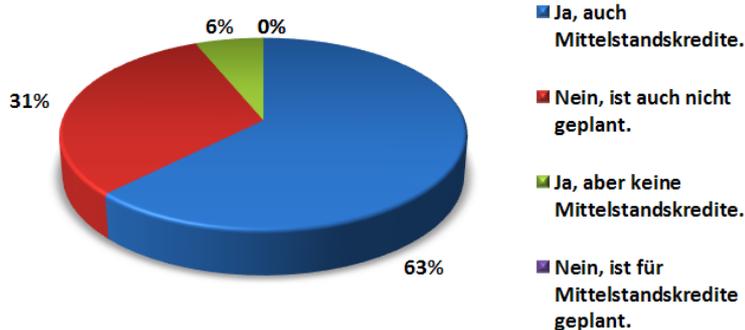
² Die Rolle der Investmentbanken als *Arranger* soll bis auf einige wenige Fragen ausgeklammert werden. Es wird von der Annahme ausgegangen, dass es bei einer existierenden Nachfrage Marktteilnehmer geben wird, die als *Arranger* und Strukturierer auftreten werden.

³ Die komplette Liste der Unternehmen ist in der Datei „Kontakte.xls“ zu finden, die sich auf der beiliegenden CD befindet.

der jeweiligen Alternative wieder. Das erste Element ist also die am meisten und das letzte die am seltensten genannte Antwort. Wenn nicht anders erwähnt, stellen die Diagramme die prozentuellen Anteile der Nennungen dar. Bei Fragen mit einfachen Alternativen wurde dieser Anteil direkt ermittelt. Bei Fragen, die nicht nur Antwortalternativen, sondern auch deren Ausprägungen beinhalten, wurde eine gewichtete Summe gebildet. Um z.B. bei Frage 2a die relative Bedeutung jeder Nennung zu ermitteln, wurde die Antwort „sehr wichtig“ mit 4 und die Antwort „völlig unwichtig“ mit 0 gewichtet. Zuerst wurden die bisherigen Erfahrungen mit dem Instrument „Verbriefung“ abgefragt:

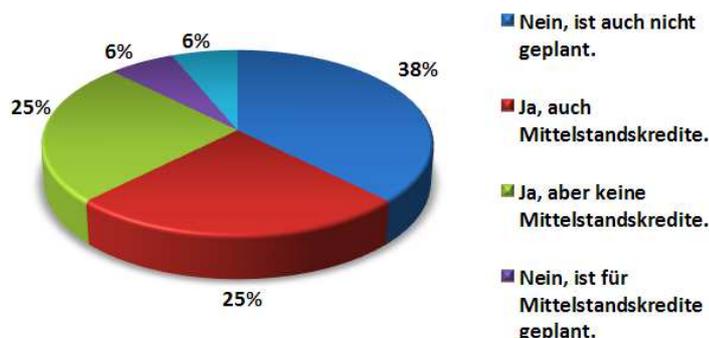
1a. Hat Ihre Bank schon in eine Verbriefungstransaktion auf eigene Rechnung investiert (bitte nur eine Antwort auswählen)?

- Ja, auch in eine Transaktion, die Mittelstandskredite umfasste.
- Ja, aber noch nie in eine Transaktion, die Mittelstandskredite umfasste.
- Nein, es ist aber eine auf Mittelstandskrediten basierte Transaktion geplant.
- Nein, es ist aber eine andere Transaktion geplant.
- Nein, dies ist auch nicht geplant.



1b. Hat Ihre Bank schon an einer Verbriefungstransaktion als Originator teilgenommen (bitte nur eine Antwort auswählen)?

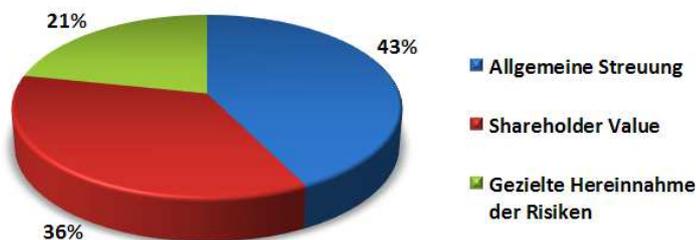
- Ja, auch an einer Transaktion, die Mittelstandskredite umfasste.
- Ja, aber noch nie an einer Transaktion, die Mittelstandskredite umfasste.
- Nein, es ist aber eine auf Mittelstandskrediten basierte Transaktion geplant.
- Nein, es ist aber eine andere Transaktion geplant.
- Nein, dies ist auch nicht geplant.



Der Unterschied zwischen den Fragen 1a und 1b liegt in der Rolle der Investmentbank. Sie kann eine Transaktion gestalten oder aber in eine Verbriefung investieren. Wie in der Antwort auf die Frage 1 zu sehen ist, wird schon jetzt aktiv in Transaktionen auf Basis von Mittelstandskrediten investiert. Allerdings wollen deutlich weniger Befragten auch selbst solche Konstruktionen anbieten, was als ein Hinweis auf die Komplexität der Gestaltung gewertet werden könnte.

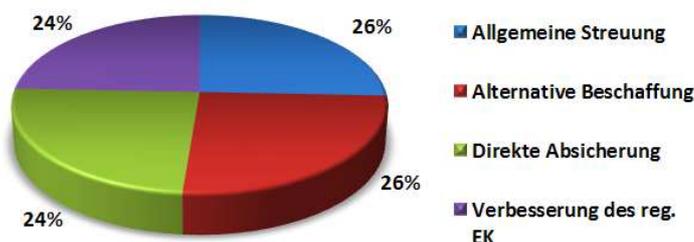
2a. Falls Sie in eine Verbriefungskonstruktion investiert haben oder es planen, was war bzw. ist der Grund dafür?

	sehr wichtig		völlig unwichtig		
Gezielte Hereinnahme der Risiken (z.B. Mittelstandskrediten) aufgrund mangelndem anderweitigem Zugang zur entsprechenden Asset-Klasse	<input type="radio"/>				
Allgemeine Streuung (Portfolioeffekt)	<input type="radio"/>				
Überrendite / Shareholder Value	<input type="radio"/>				



2b. Falls Sie bei einer Verbriefungstransaktion als Originator aufgetreten sind oder dies planen, was war bzw. ist der Grund dafür?

	sehr wichtig		völlig unwichtig		
Direkte Absicherung der Risiken aus bestehenden Positionen	<input type="radio"/>				
Allgemeine Streuung (Portfolioeffekt)	<input type="radio"/>				
Alternative Beschaffung von Fremdmitteln / Funding	<input type="radio"/>				
Verbesserung des regulatorischen EK	<input type="radio"/>				

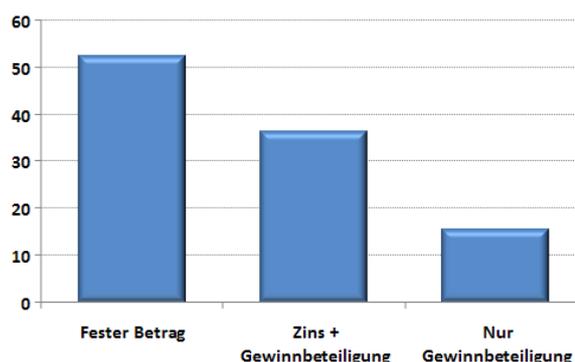


Die Antworten zeigen, dass es keinen eindeutigen Hauptgrund für entsprechende Engagements - weder für Investoren noch für Käufer - gibt.

3. Wenn Sie ein Portfolio aus drei ABS-Investments für sich selbst bilden müssten, welche Anteile würden die jeweiligen Konstruktionen in Ihrem Portfolio bekommen?

- Eine Konstruktion, bei der die Mittelständler eine feste monatliche Rate zu leisten haben.
- Eine Konstruktion, bei der die Mittelständler Ihnen neben der Zahlung eines festen Betrags (zu einem *niedrigeren* Zinssatz) auch eine Gewinnbeteiligung gewähren (Mezzanine loan, vergleichbar mit z.B. PREPS™).
- Eine Konstruktion, bei der nur eine Gewinnbeteiligung gewährt wird, allerdings in einer Höhe, die aller Erwartung nach den festen Betrag der ersten Transaktion *übersteigt* (vergleichbar z.B. mit Konstruktionen der englischen Pubs, nur dass das Portfolio aus vielen heterogenen Mittelständlern besteht).

Mittelständler zahlen monatlich einen festen Betrag	___ %
Neben der Zahlung eines festen Betrages gibt es auch eine Gewinnbeteiligung	___ %
Nur Gewinnbeteiligung	___ %

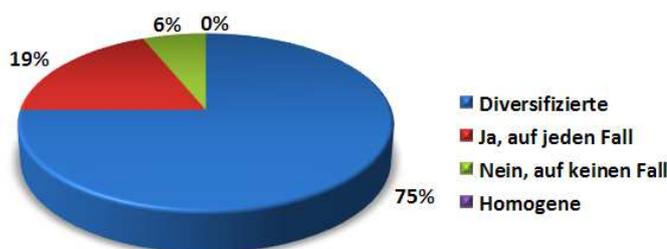


In Frage 3 sollte geprüft werden, wie sicher die durch Mittelständler generierten Cashflows sein sollen. Insbesondere sollte dabei geprüft werden, ob die hypothetische Konstruktion mit einer Gewinnbeteiligung, wie sie in Abschnitt 3.3.2 dargestellt wurde, Zuspruch findet. Dies ist zwar nicht ganz der Fall, angesichts der Tatsache, dass es bis jetzt fast keine Erfahrungen hierfür gibt, ist der Zuspruch für Konstruktionen, bei denen

mindestens zum Teil eine Gewinnbeteiligung gewünscht ist, relativ hoch. Nur etwa die Hälfte der Befragten will gar keine Gewinnbeteiligung. Dafür will knapp ein Sechstel der Befragten sie unbedingt.

4. Würden Sie in eine gebündelte Transaktion investieren, bei der Risiken mehrerer kleiner mittelständischer Unternehmen verbrieft werden?

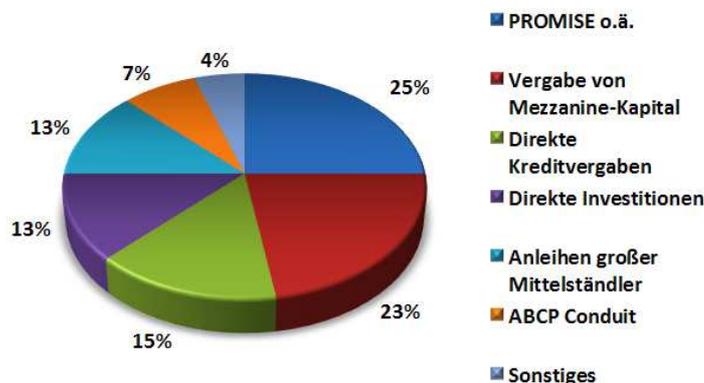
- Ja, auf jeden Fall
- Es kommt auf die Konditionen an, aber wenn ja, dann eher in eine Transaktion, mit Unternehmen aus einer Branche oder einer Region (z.B. nur Apotheken)
- Es kommt auf die Konditionen an, aber wenn ja, dann eher in eine Transaktion, mit Unternehmen aus unterschiedlichen Branchen und Regionen (diversifiziert)
- Nein, auf keinen Fall



Da gerade viele kleine Mittelständler die Zielgruppe für die Transaktionen sind, die in dieser Arbeit besprochen werden, ist es besonders erfreulich, dass insgesamt 94% der Investoren bereit wären, entsprechende Anleihen zu kaufen.

5. Wenn sie in „den deutschen Mittelstand“ investieren wollten, denken Sie an (bitte die drei wichtigsten Investitionsziele auswählen):

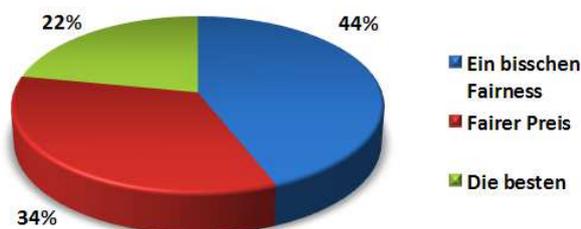
- Direkte Investitionen (Private Equity)
 - Vergabe von Mezzanine-Kapital
 - Anleihen großer Mittelständler
 - Direkte Kreditvergaben an kleinere Mittelständler
 - Verbriefungen von Krediten an mittelständische Unternehmen durch die Kreditbanken (z.B. PROMISE)
 - ABCP Conduit
 - Sonstiges
- Falls „Sonstiges“, was konkret:



Es gibt offenbar keine stark bevorzugte Investitionsart. Die Tatsache, dass eine Verbriefungstransaktionsgattung die Liste anführt, könnte dafür sprechen, dass auch andere Konstruktionen, bei denen Mittelstandscashflows verbrieft werden, genügend Interesse finden.

6. Glauben Sie, dass ein Mittelständler bei seiner Hausbank für sich eher die besten oder eher faire Konditionen aushandeln will?
Bitte treffen Sie eine zusätzliche Anteilsauswahl bei der zweiten Alternative.

	Stimme voll zu		Stimme gar nicht zu	
Die besten. Nur wenn es ihm gelingt, Konditionen auszuhandeln, bei denen seine Kreditbank gerade noch ihre Kosten deckt, ist er zufrieden.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Ein bisschen Fairness findet er gut. Bei einer Verhandlungsmasse von 100% würde er aber __ % für sich haben wollen.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Der Mittelständler ist eher bereit, einen fairen Preis zu zahlen, so dass auch „seine“ Bank auf ihre Kosten kommen kann.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

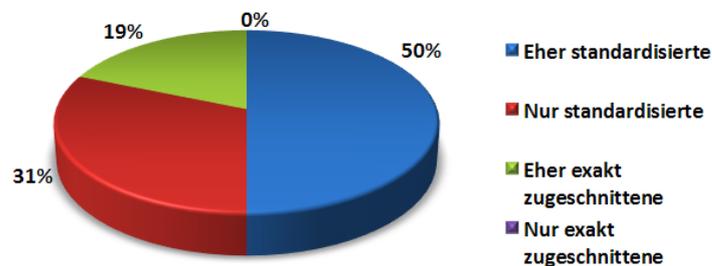


¹ Im Fragebogen stand an dieser Stelle in der Fußnote „Bitte geben Sie einen Wert zwischen 50% und 100% (in 5%-Schritten) an“.

Investoren glauben also durchaus, dass Mittelständler fair sind. Bei einer Verhandlung erwarten sie, dass ein Mittelständler im Schnitt nur 67,86%¹ für sich behalten will und sind damit der Realität sogar näher als die Kreditbanken.

7. Wenn eine Kreditbank Mittelstandskredite als Collateral für eine Transaktion benutzt, die Ihre Bank als Investor kaufen will, möchten Sie dort eher standardisierte oder eher auf Unternehmen exakt zugeschnittene Kredite sehen?

- Nur standardisierte
- Eher standardisierte
- Eher exakt zugeschnittene
- Nur exakt zugeschnittene



Der Wunsch nach eher standardisierten Krediten als *Collateral* steht im Gegensatz zur derzeitigen Praxis der Kreditvergabe. Während Investoren zu 81% standardisierte oder eher standardisierte Kredite wünschen, vergeben die Kreditbanken, wie in Abschnitt 5.3 noch gezeigt wird, nur 24% solche Kredite. Hier könnte die Stärke neuer Konstruktionen liegen, bei denen die Standardisierung weit fortgeschritten wäre.

¹ Bei einer Streuung von 17,62%.

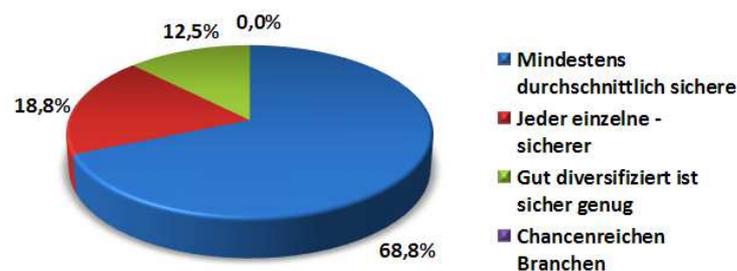
8. Würden Sie bei einer Genussrechtsverbriefung mit einer gewinnabhängigen Verzinsung bzw. einem gewinnabhängigen Rückzahlungsanspruch eher einen Pool mit sicheren Mittelständlern (z.B. Ärzten oder Apothekern) oder einen gut diversifizierten Pool riskanterer Mittelständler mit dafür höherer erwarteter Rendite wählen?

Jeder einzelne Mittelständler muss ein sicherer Schuldner sein. Dafür sind wir bereit, auch unter-
durchschnittliche Rendite in Kauf zu nehmen.

Ein Pool soll gut gemischt sein, wobei jeder einzelne Mittelständler mindestens ein durchschnittlich
sicherer Schuldner sein muss.

Gut diversifiziert ist sicher genug, die
Renditeerwartung ist entscheidend.

Ein Pool soll nur Unternehmen aus chancenreichen Branchen beinhalten. Dafür erwarten wir aber
eine deutlich überdurchschnittliche Rendite.

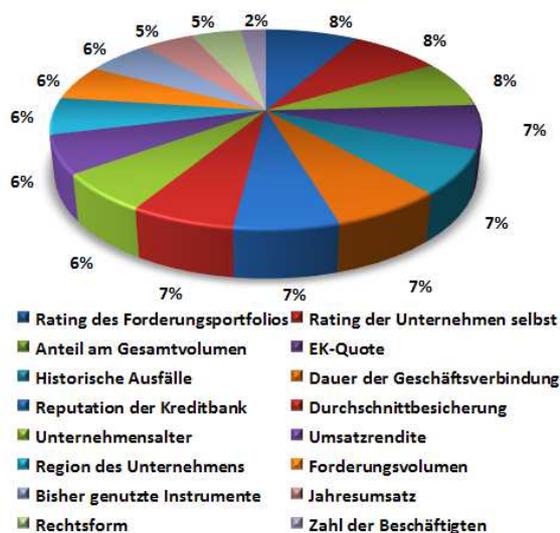


Investoren wünschen eindeutig ein Mindestmaß an Schuldnerqualität.¹ Es ist daher in zukünftigen Untersuchungen zu klären, ob eine positive Bewertung einer Bonitätsauskunft wie z.B. SCHUFA diese Rolle spielen könnte. Diese Bewertungen sind sehr günstig zu erhalten und können sogar bei mehreren Auskunftsunternehmen in Echtzeit eingeholt werden.

¹ Darstellung hier abweichend mit einer Nachkommastelle, weil Excel sonst die Anteile irreführend anzeigen würde.

9. Sollte Ihr Unternehmen in eine PREPST™-ähnliche ABS-Konstruktion investieren, welche Eigenschaften eines teilnehmenden Mittelständlers wären Ihnen dabei besonders wichtig?

	Sehr wichtig		Völlig unwichtig		
Historische Ausfälle	<input type="radio"/>				
Dauer der Geschäftsverbindung mit der Kreditbank	<input type="radio"/>				
Die Reputation der betreuenden Kreditbank	<input type="radio"/>				
Jahresumsatz	<input type="radio"/>				
Umsatzrendite	<input type="radio"/>				
Forderungsvolumen	<input type="radio"/>				
EK-Quote	<input type="radio"/>				
Zahl der (vollzeitäquivalenten) Beschäftigten	<input type="radio"/>				
Rechtsform	<input type="radio"/>				
Unternehmensalter	<input type="radio"/>				
Region des Unternehmens	<input type="radio"/>				
Bisher genutzte Finanzierungsinstrumente	<input type="radio"/>				
Anteil dieses Mittelständlers am Gesamtvolumen	<input type="radio"/>				
Durchschnittbesicherung der Kredite	<input type="radio"/>				
Rating:					
des Forderungsportfolios insgesamt	<input type="radio"/>				
der Unternehmen selbst	<input type="radio"/>				



Das Ziel dieser Frage war zu testen, ob mehrere Merkmale genannt würden, oder ob sich wenige besonders wichtige Eigenschaften herauskristallisieren. Ersteres ist eindeu-

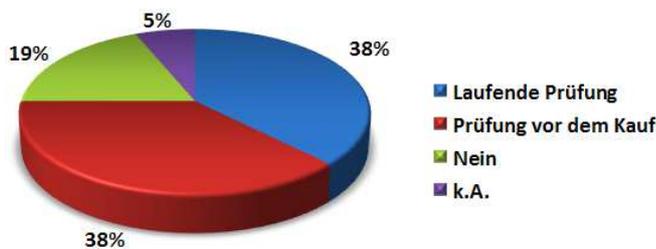
tig der Fall. Dies kann als Hinweis auf die spätere leichte Austauschbarkeit der Mittelständler während einer Transaktion gewertet werden.

10. Interessieren Sie sich bei einer ABCP-Konstruktion für die Eigenschaften eines teilnehmenden Mittelständler (z.B. die, die in der Frage 9 abgefragt wurden)?

Nein, nur das Credit Enhancement insgesamt ist interessant, die Eigenschaften einzelner Schuldner sind unwichtig.

Sollte eine Möglichkeit bestehen, solche Eigenschaften zu erfahren, würde ich sie vor dem Kauf für einige Unternehmen prüfen.

Sollte eine Möglichkeit bestehen, solche Eigenschaften automatisch zu erhalten, würde ich sie laufend für einige Unternehmen prüfen.

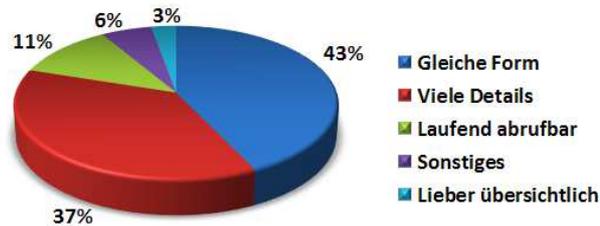


Investoren wollen Eigenschaften einzelner teilnehmender Mittelständler prüfen - zum Teil vor dem Kauf, zum Teil laufend. In den Kapiteln 5.3 und 5.4 wird deutlich, dass weder Kreditbanken bis jetzt geregelte Prozesse und gute IT-Architektur gefordert haben, noch sehen die Mittelständler selbst dies als wichtige Voraussetzung für das Erlangen eines Kredits. Das kann bei der Gestaltung einer Transaktion zu Problemen führen, weil die Mittelständler zum ersten Mal auf das Thema aufmerksam gemacht werden müssen.

11. Welche Eigenschaften des Reportings sind Ihnen wichtig (Sie können auch mehrere auswählen)?

- Reportings sollen immer die gleiche Form haben, am besten über mehrere Transaktionen hinweg.
- Sie sollen eher viele Details erhalten.
- Sie sollen eher weniger Details erhalten, dafür aber übersichtlich sein.
- Sie sollen laufend, am besten täglich, abrufbar sein.
- Sonstiges

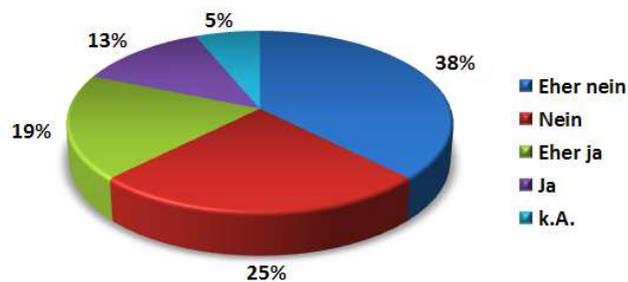
Falls „Sonstiges“, was konkret:



Auch hier zeigt sich die Notwendigkeit geregelter Abläufe und guter IT-Systeme. Da aber nur 11% der Befragten Daten in Echtzeit wünschen, würde die technische Infrastruktur, die in Abschnitt 4.2 besprochen wurde, keine sehr hohen Kosten verursachen.

12. Stellen mehrere Servicer-Kreditbanken (Multi-Originator-Programm) für Sie als Investor ein Problem dar?

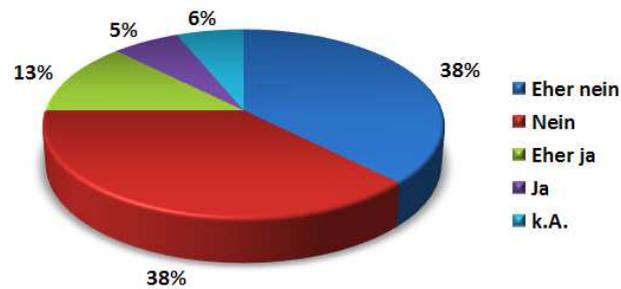
- Ja.
- Eher ja.
- Eher nein.
- Nein.



Diese Frage sollte auch indirekt die Einstellung zu Standards prüfen. Bei der 32% der Befragten, die Multi-Originator-Programm nicht oder eher nicht mögen, wird zu prüfen sein, ob ein standardisierter Rahmen einer Transaktion in Verbindung mit einer festen IT-Struktur ausreichen würde, um ihren Anforderungen zu genügen.

13. Bevorzugen Sie die durch ein Konsortium (z.B. TSI) zertifizierten Transaktionen?

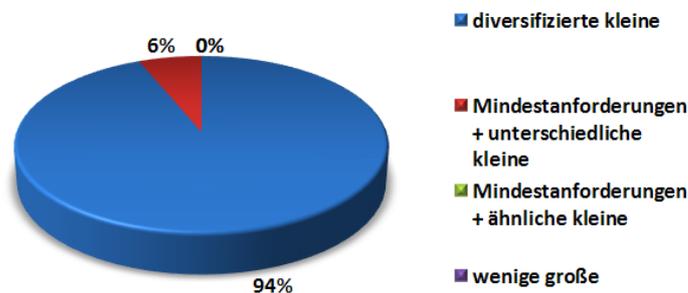
- Ja.
- Eher ja.
- Eher nein.
- Nein.



Die Antworten auf die Fragen 12 und 13 deuten darauf hin, dass sich die Befragten offenbar einen für die Transaktion passenden Rahmen wünschen. Ein globales Standard-Framework ist dabei aber eindeutig nicht erwünscht. Evtl. spielt dabei die Befürchtung eine Rolle, dass ein zu starrer Standard die Innovationskraft des Marktes bremsen könnte (ähnlich wie bei dem in Abschnitt 4 dargestellten Beispiel einer QWERTY-Tastatur).

14. Stellen Sie sich vor, Sie wollen in ein ABCP-Conduit investieren, dessen Besicherung auf Handelsforderungen von Mittelständlern basiert. Welche Alternative würden Sie vorziehen, wenn Anleihen sonst identisch sind und...

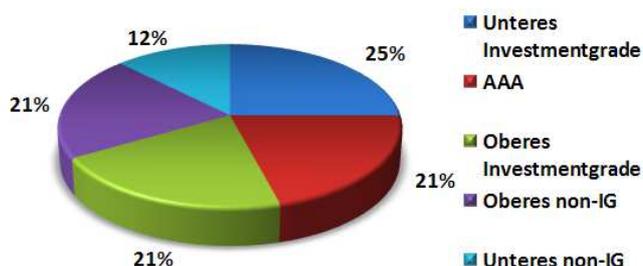
- ... alle Mittelständler im voraus festgelegten Mindestanforderungen genügen und es sich dabei um sehr *ähnliche kleine* Unternehmen handelt.
- ... alle Mittelständler im voraus festgelegten Mindestanforderungen genügen und es sich dabei um eher *unterschiedliche kleine* Unternehmen handelt.
- ... es sich bei den Mittelständlern um eine sehr große Anzahl *kleiner* unterschiedlicher Unternehmen handelt, die sowohl nach Branchen als auch geografisch diversifiziert sind. Es gibt aber sonst keine Standards.
- ... es sich bei den Mittelständlern um wenige *große* erstklassige Unternehmen handelt.



Wenn bei einem ABCP-Programm Forderungen kleiner diversifizierter Unternehmen erwünscht sind, ist anzunehmen, dass auch die in Abschnitt 3.3.2 beschriebenen Konstruktionen Anklang finden.

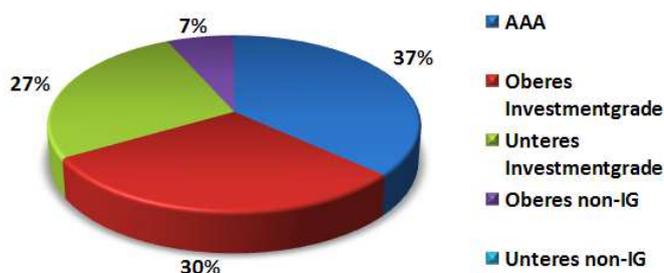
15a. Falls Ihre Bank bei einer Verbriefungstransaktion, bei der Forderungen aus L&L oder CashFlows von Mittelständlern verbrieft werden, als *Originator oder als Arranger* auftritt, welche Qualitätsstufen (im Sinne von internen Ratingnoten) würden Sie anbieten:

- AAA.
- Oberes Investmentgrade.
- Unteres Investmentgrade.
- Oberes non-Investmentgrade.
- Unteres non-Investmentgrade.



15b. Falls Ihre Bank bei einer Verbriefungstransaktion, bei der Forderungen aus L&L oder CashFlows von Mittelständlern verbrieft werden, als *Investor* auftritt, welche Qualitätsstufen (im Sinne von internen Ratingnoten) würden Sie nachfragen:

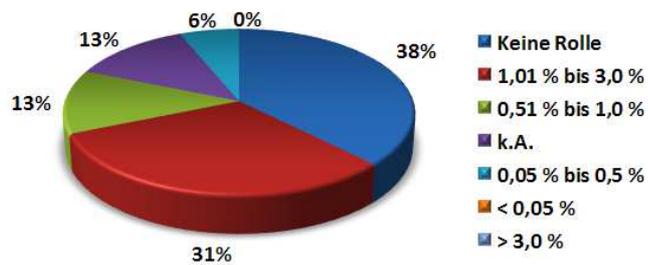
- AAA.
- Oberes Investmentgrade.
- Unteres Investmentgrade.
- Oberes non-Investmentgrade.
- Unteres non-Investmentgrade.



Es ist bemerkenswert, dass zwar alle Qualitätsstufen angeboten, nur die höchsten Stufen aber auch nachgefragt würden. Diese Auswahl ist allerdings leicht verzerrt, weil keine Spezialisten für sehr riskante Anlagen auf diese Umfrage geantwortet haben. Gleichzeitig ist es gerade die Stärke von Verbriefungen, dass aus beliebigen *Assets* durch geschickte Strukturierung und die Wahl des *Credit-Enhancements* Anleihen guter Bonität kreierte werden können.

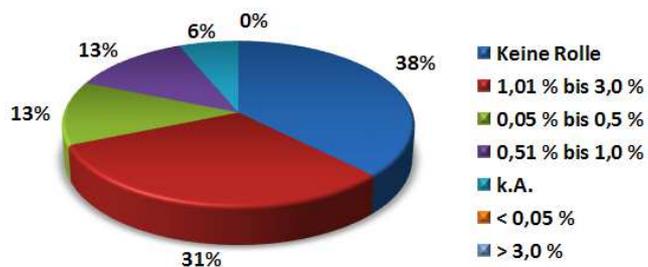
16a. Damit Ihre Bank bei einer Verbriefungstransaktion, bei der *Forderungen aus L&L* verbrieft werden, als Investor aufträge, welche Höhe darf der Anteil eines Mittelständlers an der Konstruktion nicht *unterschreiten*?

- < 0,05 %.
- 0,05 % bis 0,5 %.
- 0,51 % bis 1,0 %.
- 1,01 % bis 3,0 %.
- > 3,0 %.
- Spielt keine Rolle.



16b. Damit Ihre Bank bei einer Verbriefungstransaktion, bei der *Cashflows von Mittelständlern* verbrieft werden, als Investor aufträge, welche Höhe darf der Anteil eines Mittelständlers an der Konstruktion nicht *unterschreiten*?

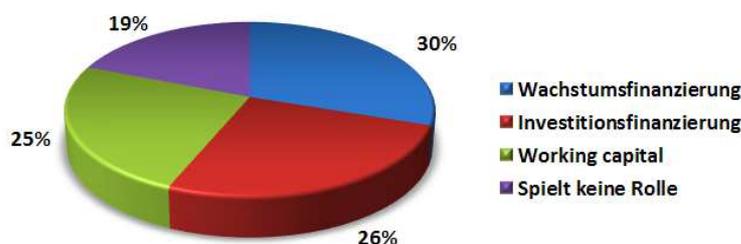
- < 0,05 %.
- 0,05 % bis 0,5 %.
- 0,51 % bis 1,0 %.
- 1,01 % bis 3,0 %.
- > 3,0 %.
- Spielt keine Rolle.



In beiden Fällen sind mehr als die Hälfte der Investoren bereit, auch in sehr kleine Mittelständler zu investieren.

17. Spielt der Verwendungszweck, für den die teilnehmenden Mittelständler das Geld brauchen, für Sie als Käufer einer ABS-Konstruktion eine Rolle?

	Große Rolle		Keine Rolle	
Spielt überhaupt keine Rolle.			<input type="radio"/>	
Wachstumsfinanzierung.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Investitionsfinanzierung.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Finanzierung der operativen Tätigkeit (working capital)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>



Das Wichtige an diesem Ergebnis ist lediglich, dass keine Einschränkungen bezüglich der Finanzierung getroffen werden müssen. Hätten die Investoren deutliche Präferenzen für einen Finanzierungszweck geäußert, wäre es u.U. komplizierter, eine Konstruktion anzubieten, bei der die teilnehmenden Mittelständler während der Laufzeit ausgetauscht werden können.

5.3 Präferenzen der Kreditbanken

An dieser Stelle soll geklärt werden, welche Eigenschaften eines Kreditnehmers die Kreditbanken für wesentlich halten. Insbesondere im Kontext der kommenden Eigenkapitalregelungen soll hier geprüft werden, ob die Banken noch versuchen, ihre Stärke als langjähriger Partner in den Vordergrund zu stellen oder ob sie sich hinter „standardisierten“ Konditionen und Ratings „verschanzen“. Eine weitere Frage wäre, ob die Kreditbanken schon bei der Kreditvergabe an die „verbriefungsgerechte“ Gestaltung des Vertrages denken, und ob sie ggf. deswegen versuchen, noch mehr zu standardisieren.

Es wurden 1752 Banken auf die Umfrage aufmerksam gemacht, wobei alle diejenigen Sparkassen, Volksbanken und Raiffeisenbanken per Email angeschrieben wurden, die in Übersichten der jeweiligen Bankenverbände öffentlich zur Verfügung standen.¹ Kontaktadressen wurden durch eine Internetrecherche jeweils einzeln ermittelt und sind in anonymisierter Form in der Datei „Kontakte.xls“ zu finden, die sich auf der beiliegen-

¹ O.V. (2006m) und o.V. (2006n).

den CD befindet. Nach ca. 3 Wochen wurde eine Erinnerungsmail versandt. Teilnehmer der 2. HSF-Konferenz wurden separat direkt angeschrieben.

Große Geschäftsbanken wurden in ihren hamburgischen Filialen besucht.

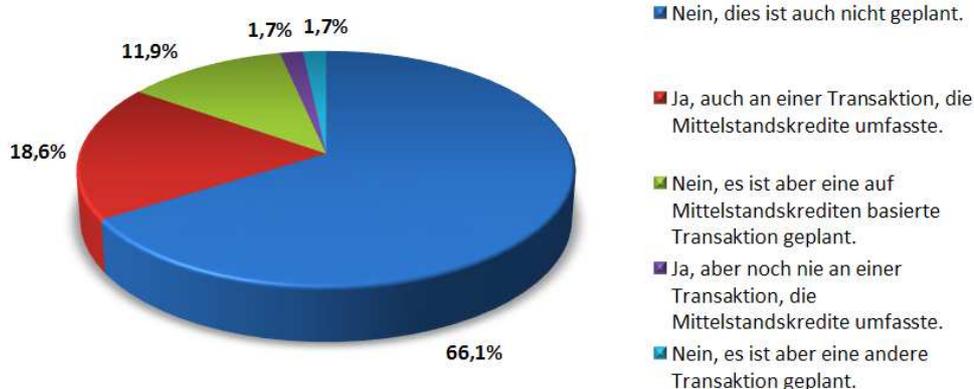
Als Ergebnis kamen 59 ausgefüllte Fragebögen zurück, was einer Antwortquote von 3,37% entspricht.

Bei allen Antworten gibt die Reihenfolge der Alternativen in der Legende eines Diagramms die relative Bedeutung wieder. Das erste Element ist also die am meisten und das letzte die am seltensten genannte Antwort. Wenn nicht anders erwähnt, stellen die Diagramme die prozentuellen Anteile der Nennungen dar. Bei Fragen mit einfachen Alternativen wurde dieser Anteil direkt ermittelt. Bei Fragen, die nicht nur Antwortalternativen, sondern auch deren Ausprägungen beinhalten, wurde eine gewichtete Summe gebildet. Um z.B. bei Frage 2 die relative Bedeutung jeder Nennung zu ermitteln, wurde die Antwort „sehr wichtig“ mit 4 und die Antwort „völlig unwichtig“ mit 0 gewichtet.

Im Folgenden sollen die Antworten einzeln dargestellt werden:

1. Hat Ihre Bank schon an einer Verbriefungstransaktion als Originator teilgenommen (bitte eine Antwort auswählen)?

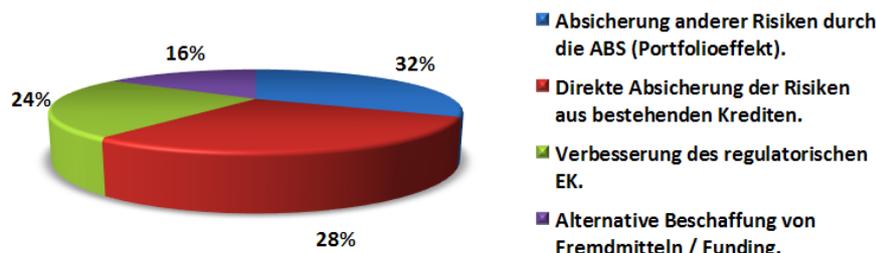
- Ja, auch an einer Transaktion, die Mittelstandskredite umfasste.
- Ja, aber noch nie an einer Transaktion, die Mittelstandskredite umfasste.
- Nein, es ist aber eine auf Mittelstandskrediten basierte Transaktion geplant.
- Nein, es ist aber eine andere Transaktion geplant.
- Nein, dies ist auch nicht geplant.



Das Ergebnis¹ ist eindeutig – zwei von drei Kreditbanken planen in der nächsten Zukunft keine Verbriefungen.

2. Falls Sie bei einer Verbriefungstransaktion als Originator aufgetreten sind oder dies planen, was war bzw. ist der Grund dafür?

	sehr wichtig			völlig unwichtig	
Direkte Absicherung der Risiken aus bestehenden Krediten.	<input type="radio"/>				
Absicherung anderer Risiken durch die ABS (Portfolioeffekt).	<input type="radio"/>				
Alternative Beschaffung von Fremdmitteln / Funding	<input type="radio"/>				
Verbesserung des regulatorischen EK	<input type="radio"/>				

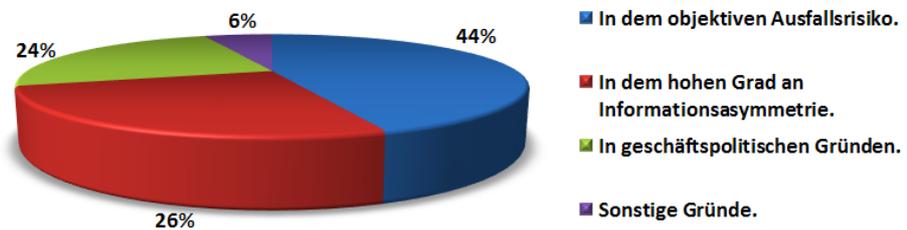


Die Ergebnisse zeigen, dass eine Verbesserung des regulatorischen Kapitals nicht den wichtigsten Grund für Verbriefungen darstellt. Vielmehr steht die Verbesserung des tatsächlichen Risikoprofils einer Bank im Vordergrund.

3. Bei einer Kreditabsage liegt der Grund häufiger...

	Stimme voll zu			Stimme gar nicht zu	
... in dem objektiven Ausfallsrisiko.	<input type="radio"/>				
... in dem hohen Grad an Informationsasymmetrie (z.B. bei Existenzgründungen oder sehr lang laufenden Projekten).	<input type="radio"/>				
... in geschäftspolitischen Gründen (Ihre Bank will bei bestimmten Branchen oder Kreditgrößen keine Kredite mehr vergeben).	<input type="radio"/>				
Sonstige Gründe:	<input type="radio"/>				
Falls „Sonstige Gründe“, was konkret:					

¹ Darstellung hier abweichend mit einer Nachkommastelle, weil Excel sonst die Anteile irreführend anzeigen würde.



Als „sonstige Gründe“ wurden genannt:

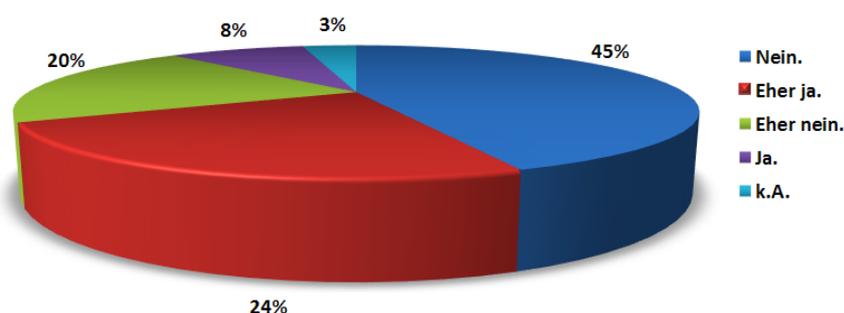
- fachliche Qualifikation des Antragstellers,
- Kunden außerhalb unseres Geschäftsgebiets,
- unzureichende Absicherungsmöglichkeiten,
- unzureichende Rentabilität,
- Zweifel an der Zuverlässigkeit bzw. Unternehmerfähigkeit des Kreditantragstellers,
- fehlendes EK,
- zu kleine Losgröße.

Als wichtigster Grund für eine Kreditabsage war erwartungsgemäß das Ausfallrisiko genannt. Die in jedem vierten Fall gegebene Antwort „hoher Grad an Informationsasymmetrie“ kann als Misstrauen der Banken gegenüber den Mittelständlern ausgelegt werden.

Die Frage 3 wurde auch mittelständischen Betrieben gestellt. Nach ihrer Einschätzung hat die Absage in knapp 40% aller Fälle geschäftspolitische Gründe, während nur 27% sich vorstellen können, dass das Ausfallrisiko der entscheidende Grund für die Absage war.

4. Will Ihre Bank bei Kreditkonditionen für kleine Unternehmen die KMU-Erleichterung (75% Gewicht) weiter geben?

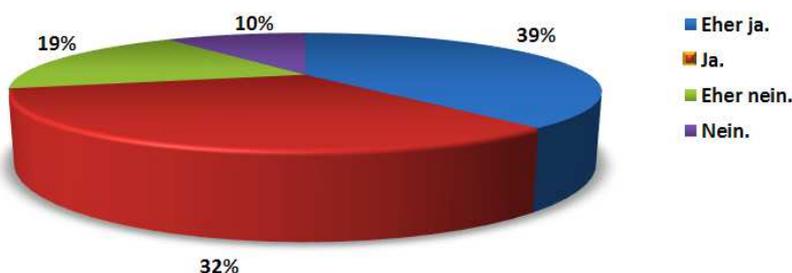
- Ja.
- Eher ja.
- Eher nein.
- Nein, auch kleine Unternehmen bekommen Konditionen entsprechend ihrem Rating.



BASEL II regelt nur die Kapitalunterlegung und lässt einer Bank die Möglichkeit, auch sehr unsichere Kredite zu vergeben, wenn sie diese Kredite komplett mit EK unterlegt. Diese Frage war daher besonders interessant, um zu klären, ob Kreditbanken sich wirklich aktiv darum bemühen, für ihre mittelständischen Partner beste Konditionen anzubieten. Dies ist eindeutig nicht der Fall. Während nur 8% der Befragten sofort bereit sind, beste Konditionen anzubieten, wollen zwei Drittel der Banken lieber einen größeren Zinspuffer aufbauen.

5. Durch BASEL II werden Kreditkonditionen anhand eines Ratings ermittelt. Hat Ihre Bank den Sachbearbeitern Spielraum gelassen, Konditionen für jahrzehntelange Kunden durch „weiche“ Faktoren zu verbessern?

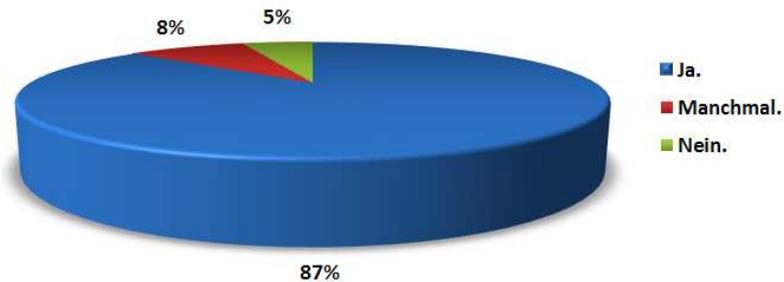
- Ja.
- Eher ja.
- Eher nein.
- Nein.



BASEL II erlaubt durchaus, einen Teil des Ratings durch „weiche“ Faktoren zu begründen. Trotzdem wollen fast 30% der Befragten auf der Basis dieser erlaubten Faktoren ihren langfristigen Kunden bessere Konditionen nicht oder eher nicht anbieten.

6. Stellen Sie bei Kreditgesprächen Ihre Position als langfristiger Partner in den Vordergrund?

- Ja.
- Manchmal, die besten Kunden sollen ein gutes Gefühl haben, die schlechtesten sollen zu spüren bekommen, dass wir sie nicht brauchen.
- Nein, wir haben günstige und transparente Konditionen für alle, die für sich sprechen.



Das eindeutige „Ja“ als Antwort auf diese Frage wird sowohl durch die Antworten auf die Fragen 4 und 5 als auch durch die Wahrnehmung der Mittelständler relativiert. Aber auch 75% der mittelständischen Befragten stimmten dieser Aussage voll oder mindestens zum Teil zu. Das zeigt, dass die Banken die Notwendigkeit einer langfristigen Beziehung durchaus erkennen, lassen sich aber bei den tatsächlichen Kreditentscheidungen eher von kurzfristigen Renditezielen leiten.

7. Stellen Sie sich vor, Sie sind der Chef eines mittelständischen Unternehmens, für das ein Zinssatz von 6% p.a. angemessen wäre. Wie viel Basispunkte (1 bis 300, wobei 300 einem Aufschlag von 3 Prozentpunkten entspricht) wären Sie bereit, mehr zu zahlen, um die gute Verbindung zu „ihrer Hausbank“ zu erhalten, wenn...

- ... das Unternehmen eine jahrzehntelange Verbindung zu dieser Bank hat. ___ BP
- ... das Unternehmen eine Kontoverbindung bei dieser hat und schon einmal einen größeren Kredit von dieser Bank erhalten hat. ___ BP
- ... das Unternehmen nur eine Kontoverbindung mit einer der Größe des Unternehmens entsprechenden Kontokorrentlinie bei dieser Bank hat. ___ BP
- Ein Mittelständler ist grundsätzlich nicht bereit, für eine langfristige Beziehung mehr zu zahlen.

Diese Frage wurde auch Mittelständlern gestellt. Durchschnittliche Werte (μ) der von den Banken vermuteten und der von den Mittelständler gegebenen Antworten sind zusammen mit den dazugehörigen Abweichungen (σ) in Tabelle 5 dargestellt.

		Jahrzehntelange Verbindung	Kontoverbindung und einen größeren Kredit	Nur eine Kontoverbindung
μ	Banken	50,37	45,71	51,10
	Mittelständler	47,35	41,88	27,80
σ	Banken	37,60	41,22	72,54
	Mittelständler	51,96	50,26	60,99

Tabelle 5: Zahlungsbereitschaft in Abhängigkeit von der Stärke der Bindung.

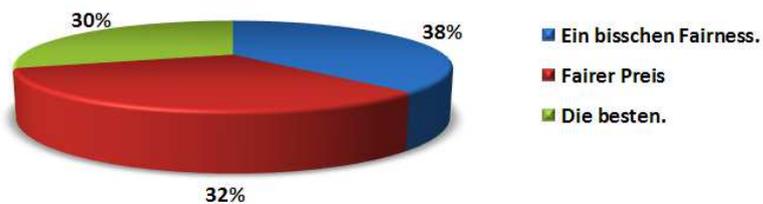
Die Banken glauben also nicht ganz zu unrecht, dass ihre Kunden langfristige Verbindungen nicht honorieren, weil sie deren zusätzliche Zahlungsbereitschaft unabhängig von der Stärke der Bindung ungefähr gleich einschätzen. Die Mittelständler selbst zeigen im Übrigen eine in allen drei Fällen kleinere Zahlungsbereitschaft. Interessant ist aber vor allem die Häufigkeit der Alternative „grundsätzlich nicht bereit, für eine langfristige Beziehung mehr zu zahlen“. Während nur 6,78% der Kreditbanken glauben, dass ein Mittelständler grundsätzlich nicht bereit sei, dafür mehr zu zahlen, sind es tatsächlich 58,33%. Diese hohe Zahl ist allerdings auch durch die Frustration der Mittelständler in Bezug auf ihre Beziehung zu Banken zu erklären, die in Abschnitt 5.4 noch deutlicher wird.

Interessant ist die Einschätzung der relativen Zahlungsbereitschaft. Anzunehmen wäre, dass bei einer stärkeren Bindung auch eine höhere Zahlungsbereitschaft dafür besteht, diese gute Verbindung zur Hausbank zu erhalten. Dann sollte ein Unternehmen bei einer jahrzehntelangen Verbindung zur Hausbank bereit sein, mindestens nicht weniger zu zahlen als bei einer Kontoverbindung mit einem größeren Kredit. Dieser Zuschlag soll seinerseits nicht kleiner sein, als der bei nur einer Kontoverbindung. In Tabelle 5 ist zu sehen, dass die Mittelständler im Durchschnitt dieses konsequente Verhalten zeigen, die Banken es aber nicht erwarten. Aber auch bei der Betrachtung nur konsequenter Antworten sind es immer noch 55% der Mittelständler, die für eine langfristige Verbindung nicht zu zahlen bereit sind.

Dieses Resultat ist sehr wichtig, es zeigt, wie schlecht die Beziehung zur Hausbank in der Praxis tatsächlich ist.

8. Glauben Sie, dass ein Mittelständler für sich eher die besten oder eher faire Konditionen aushandeln will?
Bitte treffen Sie eine zusätzliche Anteilsauswahl bei der zweiten Alternative.

	Stimme voll zu		Stimme gar nicht zu	
Die besten. Nur wenn es ihm gelingt, Konditionen auszuhandeln, bei denen wir gerade noch unsere Kosten decken, ist er richtig zufrieden.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Ein bisschen Fairness findet er gut. Bei einer Verhandlungsmasse von 100% würde er aber __ % für sich haben wollen.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Der Mittelständler ist eher bereit, einen fairen Preis zu zahlen, so dass auch „seine“ Bank auf ihre Kosten kommen kann.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>



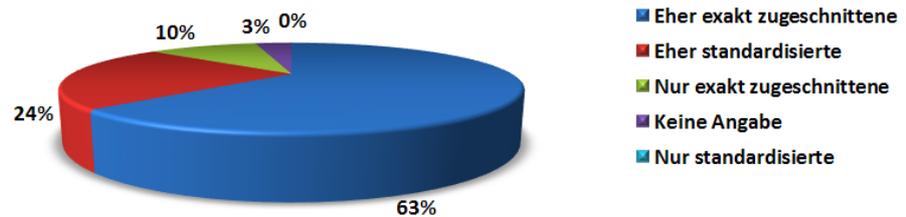
Die Antworten sind fast gleichverteilt. Dabei vermuten die befragten Banken im Durchschnitt, dass ein Mittelständler bereit ist, 64,57% „des Kuchens“ abzugeben. Die gleiche Frage wurde auch mittelständischen Betrieben gestellt. Bei ihnen ist die Verteilung ähnlich, im Schnitt wollen sie aber 75,58%² für sich haben.

¹ Im Fragebogen stand in der Fußnote „Bitte geben Sie einen Wert zwischen 50% und 100% (in 5%-Schritten) an“.

² Die Standardabweichungen sind jeweils 15,23% und 19,22%.

9. Vergibt Ihre Bank eher standardisierte oder eher auf Unternehmen exakt zugeschnittene Kredite?

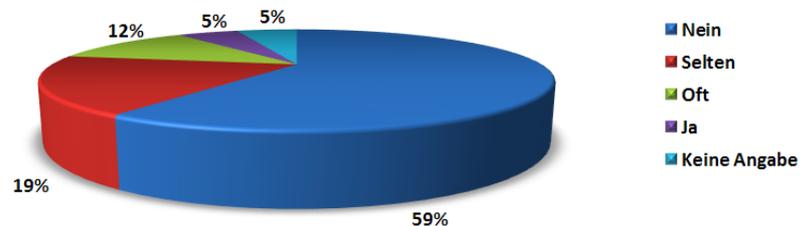
- Nur standardisierte
- Eher standardisierte
- Eher exakt zugeschnittene
- Nur exakt zugeschnittene



Fast drei Viertel der Banken vergibt eher oder ganz auf Kundenbedürfnisse zugeschnittene Kredite. Bei Mittelständlern sehen dies immerhin 57% der Befragten so.

10. Achtet Ihre Bank schon bei der Kreditvergabe darauf, die Kredite so zu gestalten, dass man sie später besser über den Kapitalmarkt absichern oder verbriefen kann?

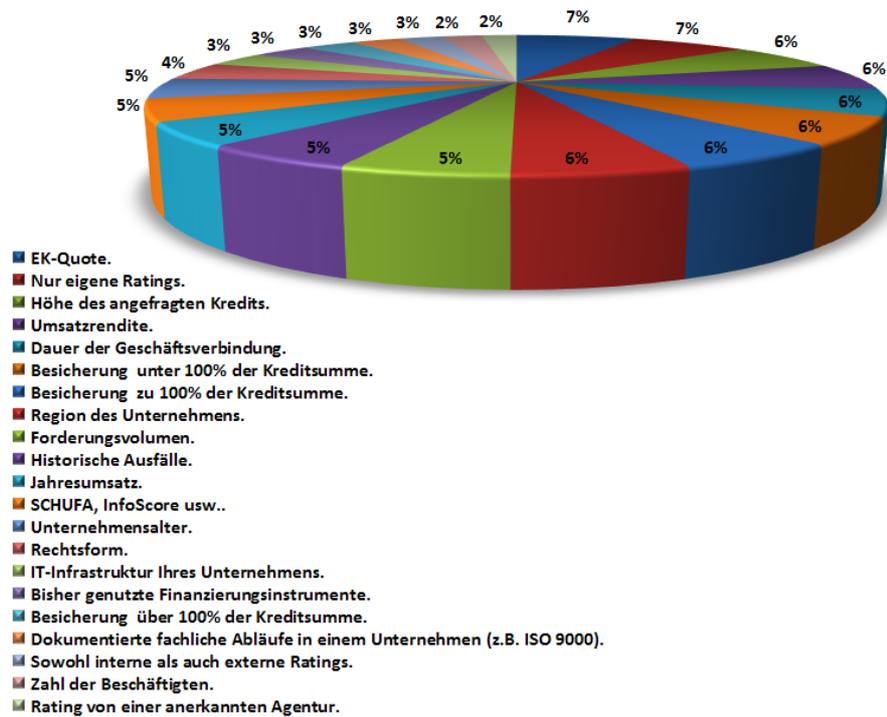
- Ja
- Oft
- Selten
- Nein



Nur 17% der Befragten achten bei einer Kreditvergabe auf die Verbriefungsfähigkeit. Das kann sowohl darauf hindeuten, dass die Banken ihre Rolle als Partner bewusst wahrnehmen oder aber, dass Sie das Instrument „Verbriefungen“ noch nicht gut genug kennen. Die zweite Möglichkeit wird auch durch die Antworten auf Frage 2 untermauert.

11. Welche Information benutzt Ihre Bank normalerweise bei einer Kreditentscheidung?

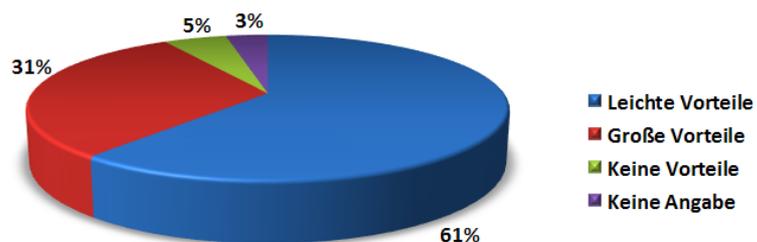
	Sehr Wichtig			Völlig unwichtig	
Historische Ausfälle	<input type="radio"/>				
Dauer der Geschäftsverbindung	<input type="radio"/>				
Jahresumsatz	<input type="radio"/>				
Umsatzrendite	<input type="radio"/>				
Forderungsvolumen	<input type="radio"/>				
EK-Quote	<input type="radio"/>				
Zahl der (vollzeitäquivalenten) Beschäftigten	<input type="radio"/>				
Rechtsform	<input type="radio"/>				
Unternehmensalter	<input type="radio"/>				
Region des Unternehmens	<input type="radio"/>				
Bisher genutzte Finanzierungsinstrumente	<input type="radio"/>				
Dokumentierte fachliche Abläufe in einem Unternehmen (z.B. ISO 9000)	<input type="radio"/>				
IT-Infrastruktur Ihres Unternehmens	<input type="radio"/>				
Höhe des angefragten Kredits	<input type="radio"/>				
Möglichkeit der Besicherung					
zu 100% der Kreditsumme	<input type="radio"/>				
unter 100% der Kreditsumme	<input type="radio"/>				
über 100% der Kreditsumme	<input type="radio"/>				
Rating:					
nur eigene Ratings	<input type="radio"/>				
nur von einer anerkannten Agentur	<input type="radio"/>				
SCHUFA, InfoScore usw.	<input type="radio"/>				
unsere Bank nutzt immer sowohl interne als auch externe Ratings	<input type="radio"/>				



Auch wenn EK-Quote und eigene Ratings erwartungsgemäß die Liste der wichtigen Kriterien anführen, ist es durchaus überraschend, wie wichtig unterschiedliche Aspekte eines Kredites für Kreditbanken sind. Das bestätigt die Antwort auf Frage 9 und zeigt, dass die Standardisierung nicht so stark vorangeschritten ist. Für eine spätere Verbriefung muss dies aber kein Problem sein, denn auch wenn viele Kriterien bei der Kreditvergabe benutzt wurden, können die vergebenen Kredite später anhand weniger Hauptmerkmale selektiert und mit einer Standardsoftware „homogenisiert“ werden.

12. Falls ein kreditsuchendes Unternehmen feste organisatorische und fachliche Abläufe und Geschäftsprozesse hat, bringt es ihm bei der Kreditentscheidung...

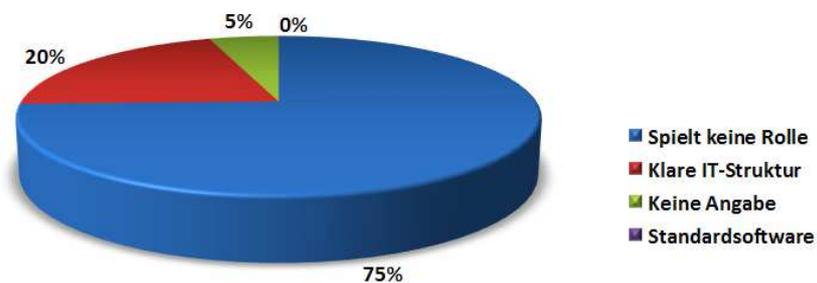
- ... große Vorteile.
- ... leichte Vorteile.
- ... keine Vorteile.



Nur ein knappes Drittel aller Kreditinstitute gewährt seinen Kunden große Vorteile, wenn sie feste organisatorische Abläufe haben. Das ist relativ überraschend, weil solche Abläufe meistens zu einer zuverlässigeren internen und externen Kontrolle führen und früh Informationen über mögliche Probleme liefern. Das bringt mehr Sicherheit mit sich. Trotzdem vertrauen die Banken offenbar eher Finanzdaten als gut definierten Abläufen. Bei Verbriefungen kann es dazu führen, dass mittelständische Betriebe zum ersten Mal mit der Notwendigkeit konfrontiert werden, Abläufe festzulegen, um zuverlässige Reportings liefern zu können.

13. Spielt die IT-Infrastruktur bei der Kreditentscheidung eine Rolle?

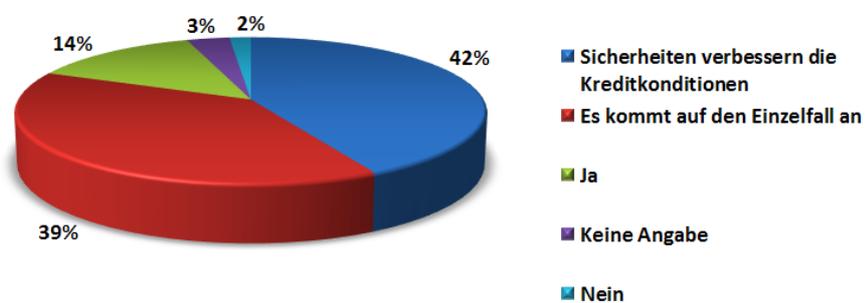
- Ja, Standardsoftware bringt günstige Konditionen.
- Ja, klare IT-Struktur bringt günstige Konditionen.
- Nein, IT-Infrastruktur an sich ist unwesentlich, weil sie den Geschäftsabläufen folgt.



Bei der IT-Infrastruktur ist der Mangel an Wertschätzung für Klare Abläufe noch stärker als bei organisatorischen Abläufen in der Frage 12. Da die Banken offenbar wenig Wert auf eine klare IT-Struktur legen, haben Mittelständler bislang keinen Anreiz, ihre IT-Systeme klar zu strukturieren. Dass einige dies trotzdem gemacht haben, steht außer Frage, trotzdem ist dieses Ergebnis im Hinblick auf mögliche Verbriefungen alarmierend. Es sei an dieser Stelle die Bemerkung erlaubt, dass die Banken offenbar keinen Wert darauf legen zu erfahren, wie die Finanzdaten eines Unternehmens zustande kommen.

14. Verlangt Ihre Bank immer Sicherheiten?

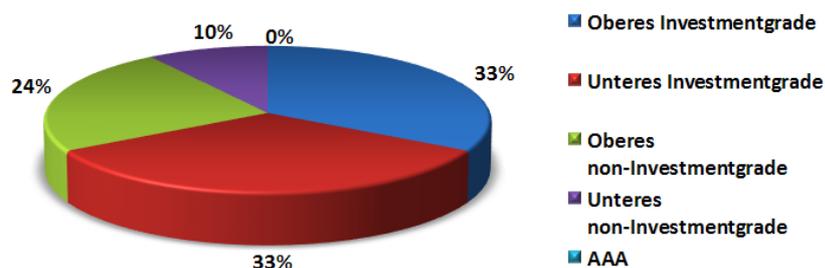
- Ja, Vertrauen ist gut, eine überlassene Sicherheit ist besser.
- Es kommt auf den Einzelfall an.
- Sicherheiten verbessern die Kreditkonditionen.
- Nein, wenn unsere Bank einen Kredit vergibt, sind wir sicher, dass er aus operativen Einnahmen zurück gezahlt werden kann.



Auch diese Antworten deuten eher darauf hin, dass die Banken nicht daran interessiert sind, einen Mittelständler zu einer risikoärmeren Geschäftsorganisation zu bewegen, sondern einfach ihr eigenes Risiko durch Sicherheiten senken wollen.

15. Falls Ihre Bank bei einer Verbriefungstransaktion, bei der Forderungen aus L&L oder CashFlows von Mittelständlern (WBS) verbrieft werden, als Originator auftritt, welche Qualitätsstufen (im Sinne von internen Ratingnoten) würden Sie anbieten:

- AAA.
- Oberes Investmentgrade.
- Unteres Investmentgrade.
- Oberes non-Investmentgrade.
- Unteres non-Investmentgrade.



Die Antwort „AAA“ wurde von keiner Bank angegeben, 0% ist kein Rundungsfehler.

5.4 Präferenzen der Mittelständler

Der Erfolg von Verbriefungen als Instrument zur Finanzierung des deutschen Mittelstandes hängt zum einen davon ab, ob der Preis der Kredite das alleinige Merkmal bei der Kreditentscheidung deutscher Mittelständler ist. Wenn das der Fall sein sollte, ist zu vermuten, dass sie dann eher bereit sind, die langfristige Bindung zu ihrer Hausbank zu beenden, falls durch eine Verbriefungskonstruktion günstigere Konditionen ermöglicht werden. Zum anderen war zu klären, ob Verbriefungskonstruktionen für mittelständische Betriebe überhaupt in Frage kommen oder ob sie grundsätzlich Bedenken haben, sich an einer solchen Transaktion zu beteiligen. Dazu wurden Mittelständler nach ihrer Einstellung zu Konstruktionen befragt, bei denen zum einen Forderungen abgetreten werden sollen und zum anderen eine ertragsabhängige Verzinsung gefordert wurde.

Es wurden 3493 Unternehmen auf die Umfrage aufmerksam gemacht.¹ Die Kontaktadressen (meistens Email-Adressen) wurden aus öffentlichen Quellen, wie z.B. Unternehmensdatenbanken aller großen IHK, Ausstellerverzeichnissen von Messen, Zeitschriften, Zeitungen und Reports der Rating-Agenturen zu den bislang platzierten Verbriefungstransaktionen von Mezzanine-Kapital entnommen. IHK und HWK Hamburg haben Unternehmenslisten von ca. 500 bzw. ca. 250 Adressen zur Verfügung gestellt. Um die Rücklaufquote zu erhöhen, wurde nach ca. 3 Wochen eine Erinnerungsmail versandt.

Als Ergebnis kamen 240 ausgefüllte Fragebögen zurück, was einer Antwortquote von 6,87% entspricht. Dabei stellte sich heraus, dass zwei Unternehmen den Bogen jeweils

¹ Die anonymisierte Liste der Unternehmen ist in der Datei „Kontakte.xls“ zu finden, die sich auf der beiliegenden CD befindet.

doppelt ausgefüllt haben, wobei die Abweichung in den Antworten bei durchschnittlich 6,67% lag.

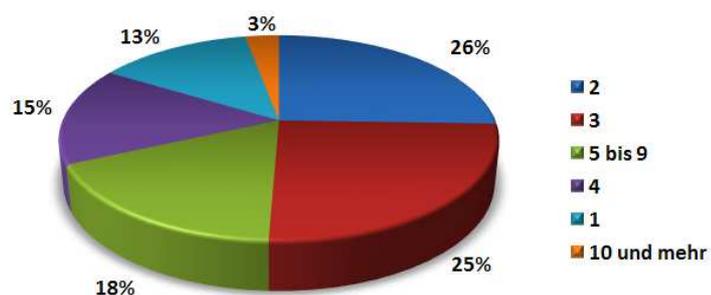
Eine besondere Variante des Bogens wurde für Ärzte und Apotheker konstruiert, durch die die Gruppe „ertragstabiler“ Mittelständler abgebildet werden sollte. Das Ziel war es zu prüfen, ob signifikante Abweichungen zu „normalen“ Mittelständler bestehen. Es wurden insgesamt 10 Ärzte und Apotheker befragt. Da Investoren offenbar kein Interesse an Konstruktionen mit ausschließlich „ertragstabilen“ Mittelständlern haben¹, sind die Unterschiede nur von theoretischem Interesse.

Im Folgenden werden die Antworten einzeln dargestellt. Bei allen Antworten gibt die Reihenfolge der Alternativen in der Legende eines Diagramms die relative Bedeutung der jeweiligen Alternative wieder. Das erste Element ist also die am meisten und das letzte die am seltensten genannte Antwort. Wenn nicht anders erwähnt, stellen die Diagramme die prozentuellen Anteile der Nennungen dar. Bei Fragen mit einfachen Alternativen wurde dieser Anteil direkt ermittelt. Bei Fragen, die nicht nur Antwortalternativen, sondern auch deren Ausprägungen beinhalten, wurde eine gewichtete Summe gebildet. Um z.B. bei Frage 4 die relative Bedeutung jeder Nennung zu ermitteln, wurde die Antwort „sehr bedeutend“ mit 4 und die Antwort „völlig unbedeutend“ mit 0 gewichtet.

Zuerst wurden einige Daten über Unternehmen abgefragt:

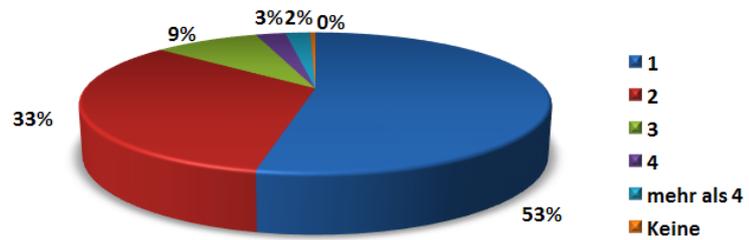
1. Statistische Daten

Zu wievielen Banken unterhalten Sie eine Bankbeziehung?



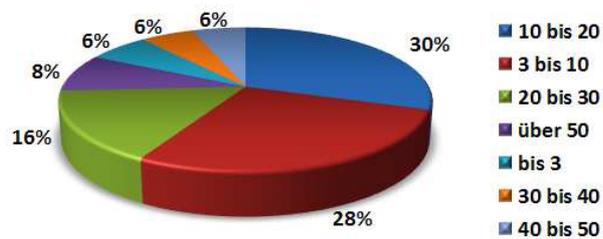
¹ Vgl. die Antwort auf Frage 14 in Abschnitt 5.2. Die Frage wurde an dieser Stelle gestellt, weil die Umfragen parallel liefen und es noch nicht klar war, dass Stabilität der Erträge von Investoren nicht unbedingt gewünscht wird.

Wie viele davon würden Sie als Hausbank bezeichnen?

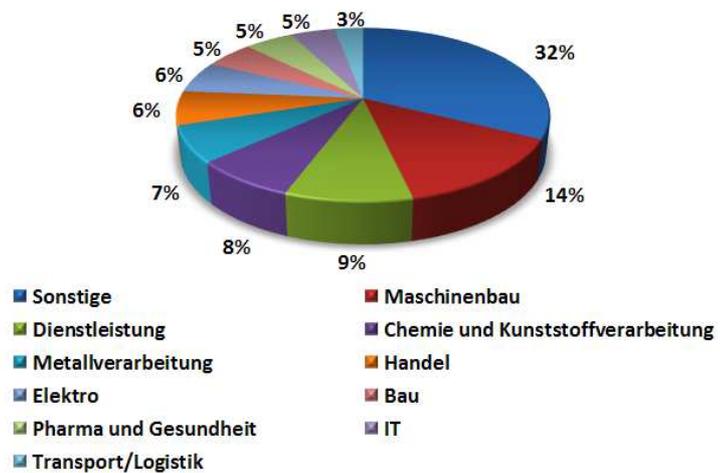


Es wurde tatsächlich einmal die Angabe „0“, also „keine“ gemacht. Damit wollte der Befragte wahrscheinlich seine Frustration über Banken zum Ausdruck bringen.

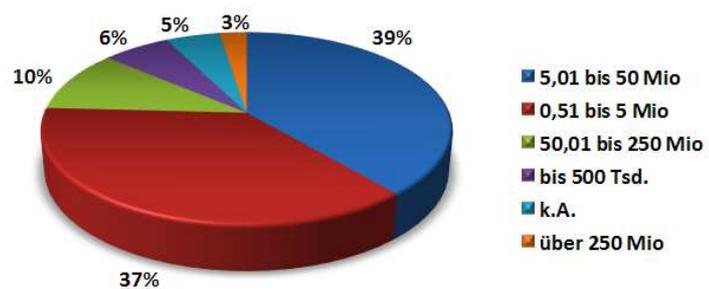
Dauer der (längsten) Geschäftsverbindung zu Ihrer Hausbank (in Jahren)



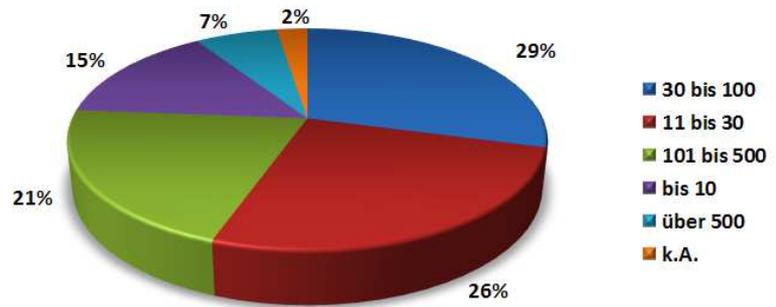
Branche



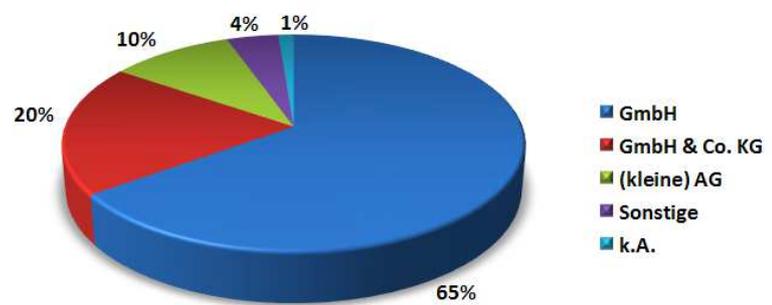
Jahresumsatz



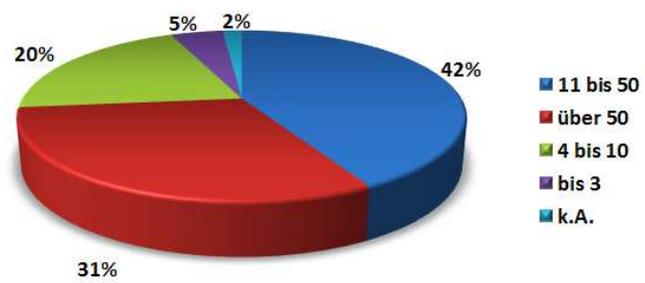
Zahl der (vollzeitäquivalenten) Beschäftigten



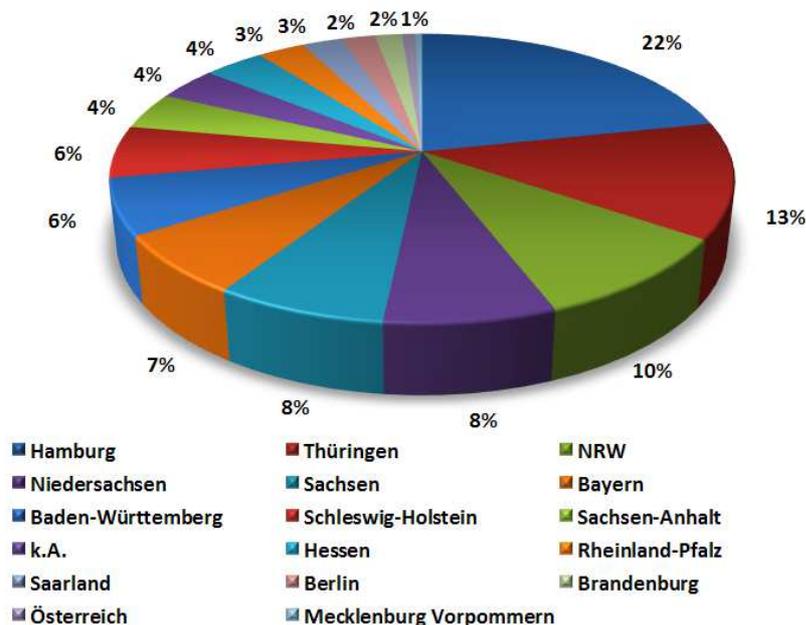
Rechtsform



Unternehmensalter



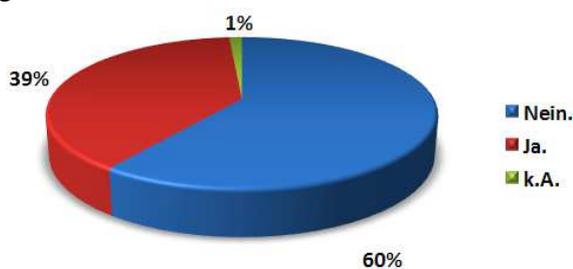
In welchem Bundesland haben Sie Ihren Stammsitz?



Aus Mecklenburg Vorpommern kommt eine Antwort, was zum Diagrammeintrag „0“ geführt hätte. Um das Diagramm übersichtlicher zu machen wurde diese Markierung entfernt.

2. Ist Ihnen das Finanzierungsinstrument „Verbriefung“ bzw. ABS – wenn auch nur dem Namen nach – bekannt?

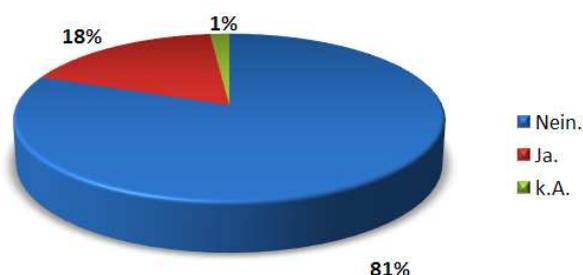
- Ja.
- Nein.



Frage 2 wurde auch an Ärzte und Apotheker gestellt. Dort ist das Ergebnis eindeutiger: 100% der Befragten kennen das Instrument nicht.

3. Hat sich Ihr Unternehmen mit dem Finanzierungsinstrument „Verbriefung“ als Möglichkeit der eigenen Finanzierung aktiv befasst?

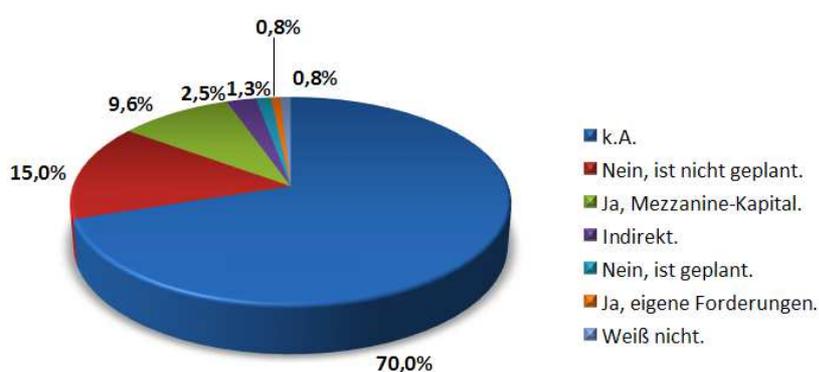
- Eher ja.
- Eher nein.



Die relativ hohe Zahl an Unternehmen, die schon mit dem Finanzierungsinstrument „Verbriefung“ als Möglichkeit der eigenen Finanzierung aktiv befasst haben, resultiert daraus, dass Unternehmen, die an Verbriefungstransaktionen von Mezzanine-Kapital teilnahmen, gezielt angeschrieben wurden.

Falls „eher ja“, hat Ihr Unternehmen schon an einer Verbriefungstransaktion teilgenommen?

- Weiß nicht.
- Ja, eigene Forderungen verbrieft.
- Ja, Mezzanine-Kapital verbrieft.
- Indirekt, unsere Kredite wurden verbrieft.
- Nein, ist aber geplant.
- Nein, ist auch nicht geplant.



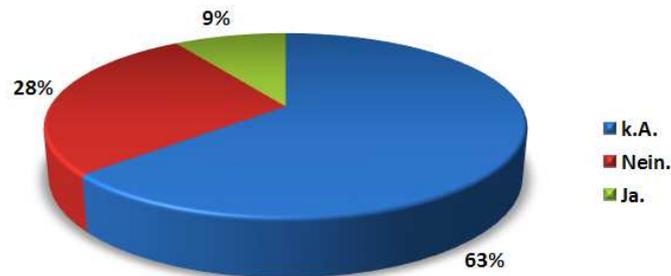
Die 70% von „k.A.“ erklärten sich zu einem großen Teil dadurch, dass die Befragten an keiner Verbriefungstransaktion teilnahmen. Allerdings haben offenbar auch einige einfach die Auskunft verweigert, deswegen wurde die Alternative „k.A.“ nicht aus der Grafik ausgeschlossen.¹

¹ Darstellung hier abweichend mit einer Nachkommastelle, weil Excel sonst die Anteile irreführend anzeigen würde.

Falls „eher ja“, wurden Sie auf dieses Instrument von Ihrer Hausbank angesprochen?

- Ja.
 Nein.

Wenn Sie die letzte Frage mit „Nein“ beantwortet haben, woher kennen Sie das Instrument:



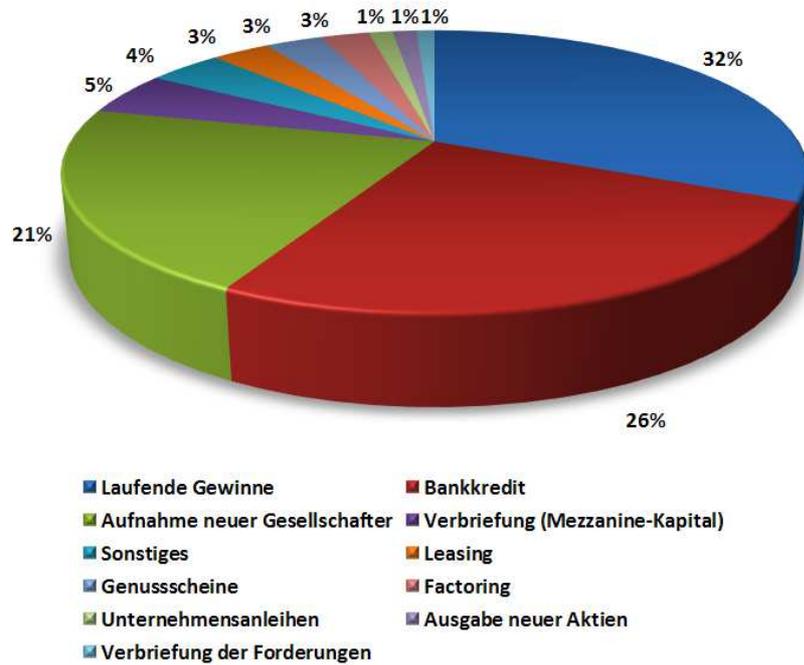
Es wurden u.a. folgende Informationsquellen angegeben:

- Presse,
- Erfahrungen, die Mitarbeiter bei ihren früheren Unternehmen gesammelt haben,
- Konkurrenzunternehmen, Kammern und Verbände,
- aktive Suche nach Finanzierungsalternativen,
- interessanterweise wurde auch diese Umfrage mehrmals als Informationsquelle genannt

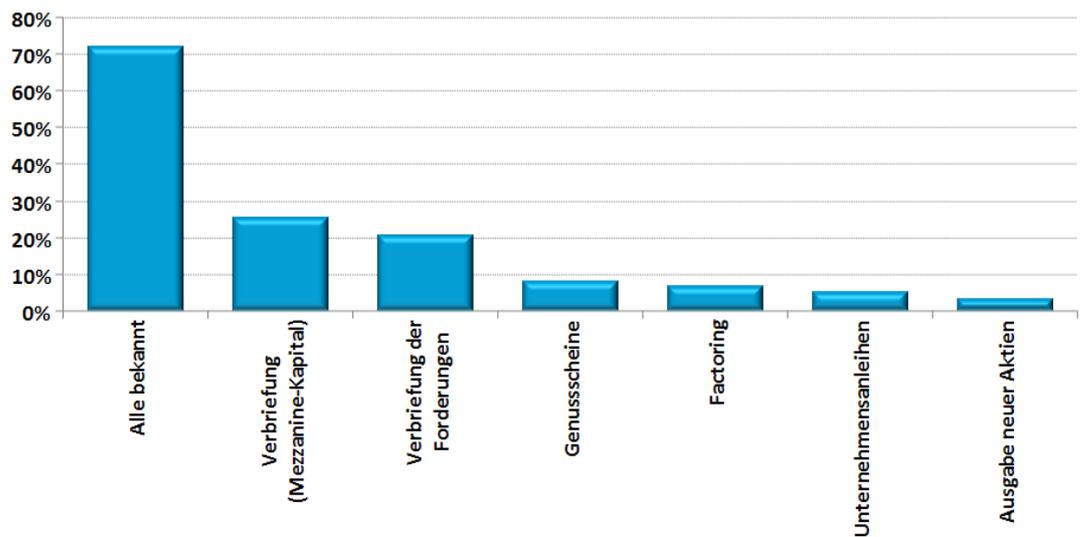
4. Wo kommen bei Ihnen normalerweise Mittel für größere Investitionen her?

	sehr bedeutend	völlig unbedeutend	kenne ich nicht
Laufende Gewinne	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Bankkredit	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Ausgabe neuer Aktien	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Verbriefung (Mezzanine-Kapital)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Verbriefung der Forderungen	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Unternehmensanleihen	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Genussscheine	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Factoring	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Leasing	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Aufnahme neuer Gesellschafter	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Sonstiges	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Falls „Sonstiges“, was konkret:



Als „Sonstiges“ wurden vor allem Gesellschafterdarlehen und Fördermittel genannt. Die Alternative „Kenne ich nicht“ verteilt sich folgendermaßen auf die Antwortmöglichkeiten (die Summe ist größer als 100%, weil auch Mehrfachnennungen möglich waren):



5. Stellen Sie sich vor, Sie benötigen 1 Mio. Euro zur Finanzierung einer Investition. Ihr Unternehmen kann zwischen zwei Finanzierungsmöglichkeiten wählen:

Möglichkeit A:

Sie treten für eine *begrenzte Zeit* einen Teil Ihres Jahresgewinns an eine Gesellschaft ab, wobei sich dieser Anteil an Ihren historischen Gewinnen und objektiven Gewinnschätzungen orientiert und dabei *höher* ist als die Tilgungsraten, die Ihr Unternehmen für einen Bankkredit zahlen müsste. Dafür zahlen Sie nur einen festen Anteil am Gewinn, das heißt, in schlechten Zeiten zahlen Sie effektiv weniger oder - wenn kein Gewinn entsteht - gar nichts,

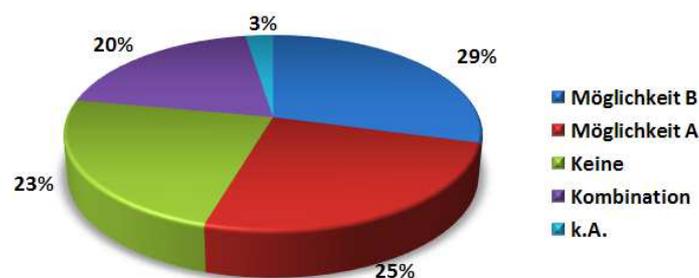
Möglichkeit B:

Sie treten Ihre Kundenforderungen in Höhe von 1,05 Mio. Euro an eine Gesellschaft ab. Diese gewährt Ihnen dafür einen Kredit in Höhe von 1 Mio. Euro zu Konditionen, die *deutlich unter* denen liegen, die Ihr Unternehmen für einen Bankkredit zahlen müsste. Die Rückzahlungen Ihrer Kunden nehmen Sie *selbst* ein, müssen aber dafür bei der Tilgung einer Forderung sofort eine gleichwertige Forderung in voller Höhe der alten Forderung an die Gesellschaft abtreten. Das Ganze wiederholt sich, bis Sie Ihren Kredit vollständig getilgt haben (im Rahmen der festen Kreditlaufzeit).

Welche von diesen Möglichkeiten würden Sie bevorzugen?

- | | |
|--------------------------------------|-----------------------|
| Möglichkeit A | <input type="radio"/> |
| Möglichkeit B | <input type="radio"/> |
| Kombination aus beiden Möglichkeiten | <input type="radio"/> |
| Keine von beiden | <input type="radio"/> |

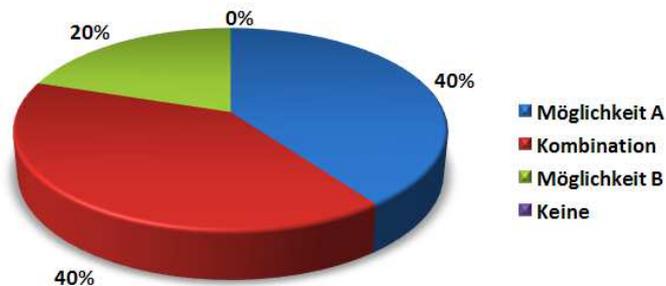
Falls „Keine von beiden“, aus welchem Grund:



Wie die obige Abbildung zeigt, sind fast drei Viertel der Mittelständler bereit, Verbriefungen als Finanzierungsquelle zu nutzen. Unter Berücksichtigung der Tatsache, dass die meisten sich bis jetzt gar nicht mit dem Thema beschäftigt haben, ist dies eine sehr hohe Akzeptanz. Die Befragten, die keine der beiden Alternativen wollten, brachten besonders oft „zu umständlich“ und „zu unflexibel“ als Begründung für ihre Ablehnung.

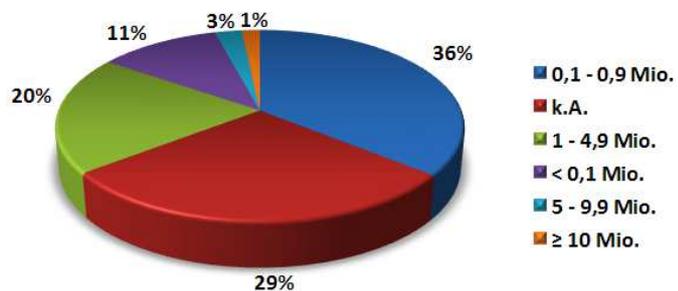
Bei Ärzten und Apothekern wurde die Möglichkeit B wegen fehlender Masse an Forderungen durch die Formulierung „Sie nehmen einen Kredit bei Ihrer Bank.“ ersetzt.

Die Aufteilung der Antworten sieht bei dieser Gruppe so aus:



6. Falls eine der Möglichkeiten, die in Frage 5 besprochen wurden, für Sie in Frage kommt, in welcher Höhe würden Sie gerne Mittel dadurch aufnehmen?

- weniger als 0,1 Mio.
- 0,1 Mio. bis 0,9 Mio.
- 1 Mio. bis 4,9 Mio.
- 5 Mio. bis 9,9 Mio.
- 10 Mio. und mehr

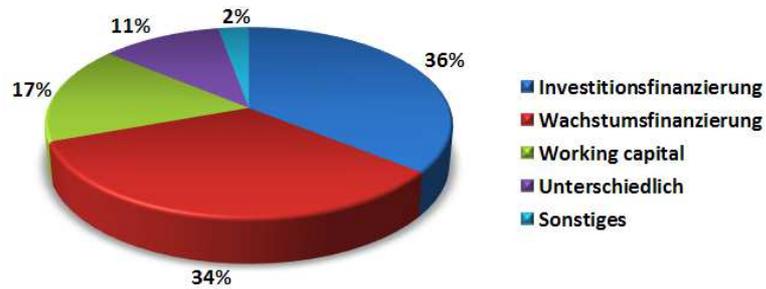


Die größte Gruppe der Befragten wünscht sich Kredite in der Höhe, die von Verbriefungstransaktionen, die bis jetzt angeboten wurden, nicht oder eher nicht abgedeckt ist. Genau für diese Art der Kredite wurde aber in Abschnitt 3.3.2 ein Vorschlag zu einer Verbriefungskonstruktion gemacht.

7. Für welchen Verwendungszweck würden Sie Geld dadurch aufnehmen wollen?

	Eher ja		Eher nein	
Wachstumsfinanzierung	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Investitionsfinanzierung	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Finanzierung des Umlaufvermögens (working capital)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Von Fall zu Fall unterschiedlich			<input type="radio"/>	
Sonstiges	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Falls „Sonstiges“, für welchen Verwendungszweck:

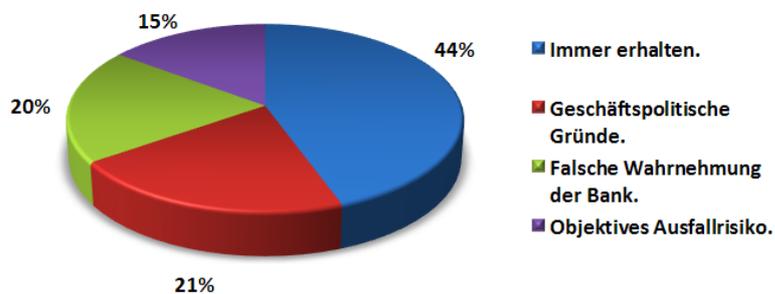


Diese Frage wurde auch in komplementärer Form Investoren gestellt. Bei ihnen ergaben sich keine Präferenzen, so dass diese Antworten nicht besonders relevant sind.

An dieser Stelle folgte im Fragebogen der Hinweis: „Alle folgenden Fragen beziehen sich auf gewöhnliche Bankkredite.“

8. Falls Sie um einen Kredit nachgesucht haben, Ihre Hausbank diesen aber abgelehnt hat, glauben Sie, dass diese Kreditabsage eher begründet war durch...

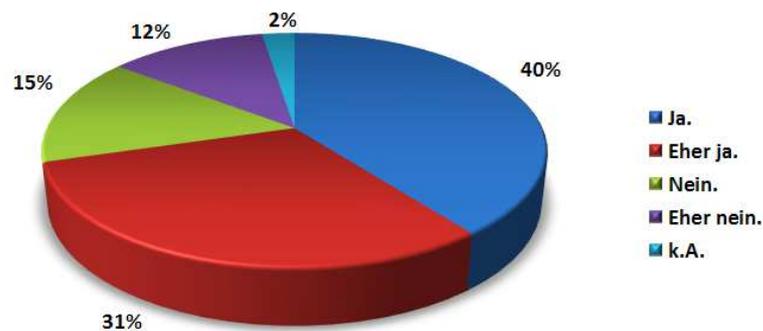
	sehr bedeutend		völlig unbedeutend		
... das objektive Ausfallrisiko.	<input type="radio"/>				
... falsche Wahrnehmung der Bank, was Risiken betrifft.	<input type="radio"/>				
... geschäftspolitische Gründe (z.B. will Ihre Bank bei bestimmten Branchen oder Kreditgrößen keine Kredite mehr vergeben).	<input type="radio"/>				
Unser Unternehmen bekam immer einen Kredit.				<input type="radio"/>	



Diskrepanzen zwischen der Wahrnehmung der Mittelständler und der Banken wurden schon in Abschnitt 5.3 diskutiert.

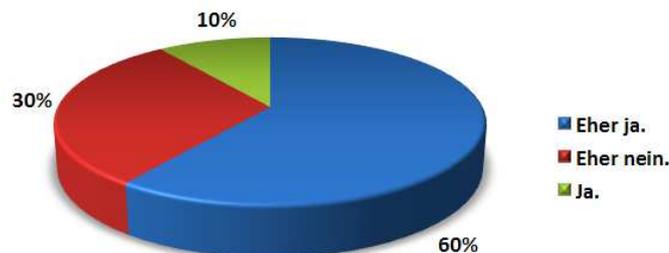
9. Wollen Sie Maßnahmen treffen, um Ihr Rating bei der Bank zu verbessern?

- Ja.
- Eher ja.
- Eher nein.
- Nein.



Die Rating-Diskussion ist an den Befragten eindeutig nicht spurlos vorbei gegangen. Fast drei viertel der Befragten wollen ihr Rating verbessern. Das zeigt gleichzeitig, dass mittelständische Betriebe durchaus bereit sind, etwas zu ändern, um die eigene Finanzierungssituation zu verbessern. Somit wären sie evtl. bereit, auch strengere Vorschriften für eine Verbriefungstransaktion zu akzeptieren.

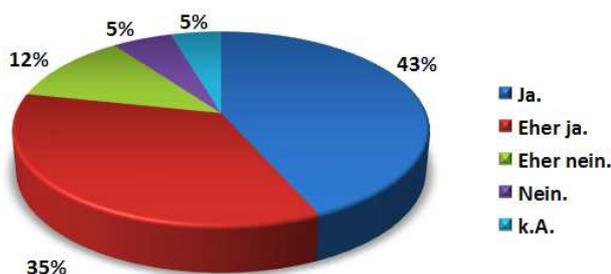
Diese Frage wurde auch an Ärzte und Apotheker gestellt mit einem ähnlichen Ergebnis:



Das bei ihnen ein noch zögerliches „Eher ja“ dominiert, könnte sich dadurch ergeben, dass diese Gruppe seltener Kredite braucht und daher von den Änderungen, die auf BASEL II direkt oder indirekt zurückzuführen sind, weniger betroffen ist.

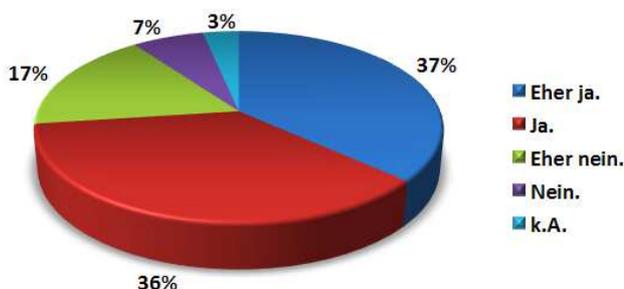
10. Stellen Sie bei Ihren Kreditgesprächen Ihre Position als langfristiger Partner für die Bank in den Vordergrund?

- Ja.
- Eher ja.
- Eher nein.
- Nein.



11. Stellte *Ihre Hausbank* bei den meisten Kreditgesprächen mit Ihrem Unternehmen ihre Position als langfristiger Partner in den Vordergrund?

- Ja.
- Eher ja.
- Eher nein.
- Nein.



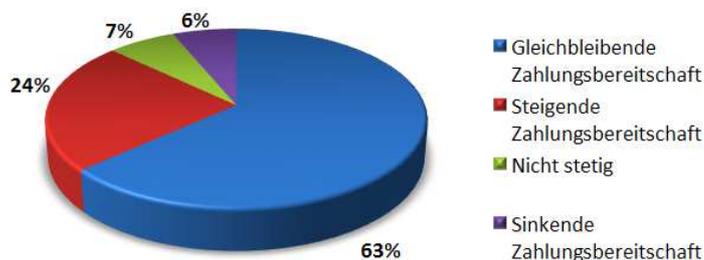
Diese Antworten auf Fragen die 10 und 11 zeigen, dass die Langfristigkeit der Beziehung bei einer Kreditverhandlung durchaus eine Rolle spielt und von beiden Partnern als wichtig **dargestellt** wird. Ob sie auch wichtig **ist**, wurde in Abschnitt 5.3 schon anhand der Daten hinterfragt.

12. Stellen Sie sich vor, Sie sind in einer Kreditverhandlung und halten einen Zinssatz von 6% p.a. für angemessen. Wie viel Basispunkte (1 bis 300, wobei 300 einem Aufschlag von 3 Prozentpunkten entspricht) wären Sie bereit, *mehr* zu zahlen, um die gute Zusammenarbeit mit „Ihrer Bank“ aufrecht zu erhalten, wenn...

- ... Ihr Unternehmen eine jahrzehntelange Verbindung zu „Ihrer Bank“ hat. ___ BP
- ... Ihr Unternehmen eine Kontoverbindung bei dieser Bank hat und schon einmal einen größeren Kredit von ihr erhalten hat. ___ BP
- ... Ihr Unternehmen nur eine Kontoverbindung bei dieser Bank hat. ___ BP
- Wir sind grundsätzlich nicht bereit, nur für eine langfristige Beziehung mehr zu zahlen.

Mehr als die Hälfte (55%) der Befragten sind sogar grundsätzlich nicht bereit, „nur“ für eine langfristige Beziehung mehr zu zahlen. Wie in Abschnitt 5.3 schon diskutiert, sind

die absoluten Anteile nicht so wichtig wie die relative Zahlungsbereitschaft, also ob die Befragten tatsächlich bei einer engeren Bindung auch mehr zu zahlen bereit sind. Die Zahlungsbereitschaft ist aber eher konstant, wie das folgende Diagramm zeigt:

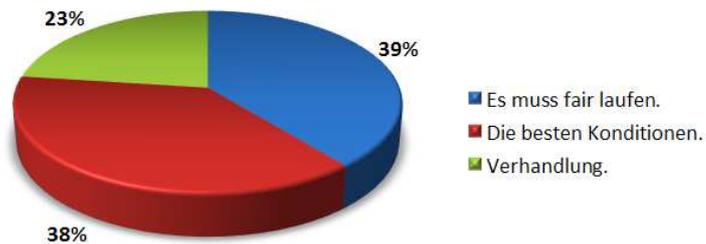


Die Mittelständler honorieren also eine langfristige Beziehung nicht mit einer erhöhten Zahlungsbereitschaft. Diese Ergebnisse legen die Vermutung nahe, dass eine langfristige partnerschaftliche Beziehung zwar abstrakt gewünscht wird, die Erfahrungen der letzten Jahre beide Seiten aber dazu veranlasst haben, auf ein Zeichen guten Willens der anderen Seite zu warten. Die partnerschaftliche Beziehung ist vielleicht noch nicht zerstört, aber schon jetzt mindestens erheblich gestört.

13. Wenn Sie mit Ihrer Hausbank Kreditverhandlungen führen, wollen Sie die besten Konditionen aushandeln oder liegt Ihnen auch an der Fairness des Angebots? Bitte treffen Sie eine zusätzliche Anteilsauswahl bei der zweiten Alternative.

	Stimme voll zu		Stimme gar nicht zu	
Die besten Konditionen. Die Banken verdienen auch so gut genug.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Bei einer Verhandlungsmasse von 100% würden wir mindestens __ % für uns aushandeln wollen.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Es muss fair laufen, auch wenn wir am längeren Hebel sitzen, soll „unsere“ Bank kleine Gewinne machen können.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

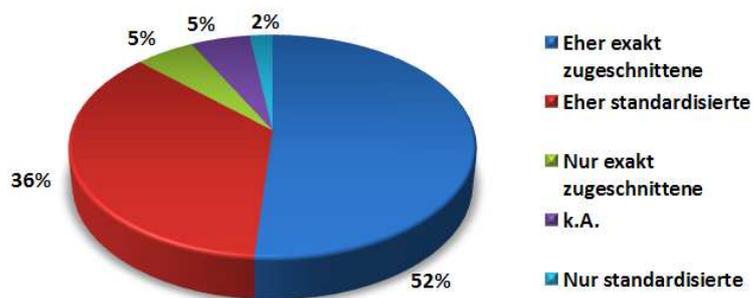
¹ Im Fragebogen stand in der Fußnote: "Bitte geben Sie einen Wert zwischen 50% und 100% (in 5%-Schritten) an".



Zwar halten sich hier beide Alternativen die Waage, der Anteil von 75,58%, der im Durchschnitt bei der zweiten Alternative angegeben wurde, belegt die oben gemachte Vermutung jedoch zusätzlich.

14. Vergibt Ihre Hausbank allgemein eher standardisierte oder eher auf Unternehmen exakt zugeschnittene Kredite?

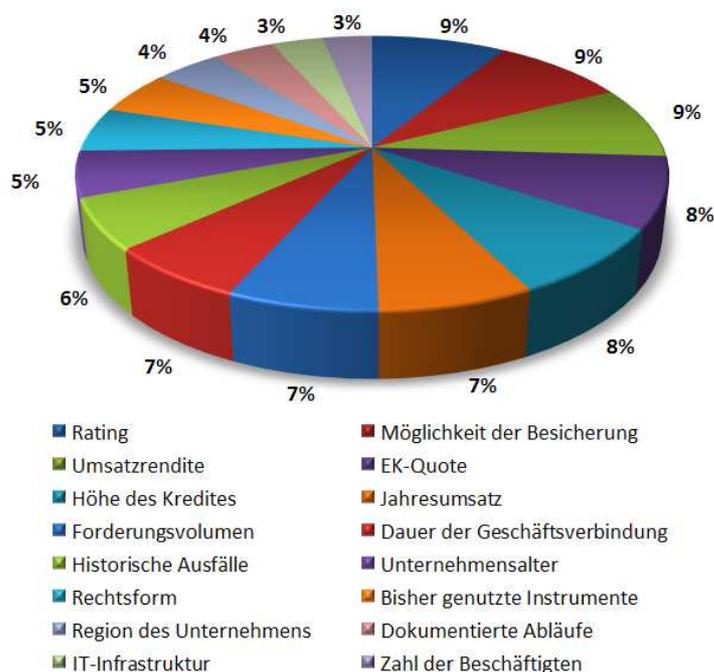
- Nur standardisierte
- Eher standardisierte
- Eher exakt zugeschnittene
- Nur exakt zugeschnittene



Die Einschätzung der Mittelständler entspricht der der Banken und wurde schon in Abschnitt 5.3 diskutiert.

15. Welche Informationen benutzt Ihre Hausbank (Ihrer Meinung nach) normalerweise bei einer Kreditentscheidung?

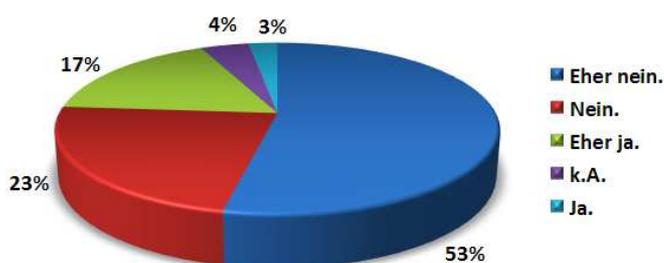
	sehr bedeutend			völlig unbedeutend	
Historische Ausfälle	<input type="radio"/>				
Dauer der Geschäftsverbindung	<input type="radio"/>				
Jahresumsatz	<input type="radio"/>				
Umsatzrendite	<input type="radio"/>				
Forderungsvolumen	<input type="radio"/>				
EK-Quote	<input type="radio"/>				
Zahl der (vollzeitäquivalenten) Beschäftigten	<input type="radio"/>				
Rechtsform	<input type="radio"/>				
Unternehmensalter	<input type="radio"/>				
Region des Unternehmens	<input type="radio"/>				
Bisher genutzte Finanzierungsinstrumente	<input type="radio"/>				
Höhe des Kredites	<input type="radio"/>				
Dokumentierte fachliche Abläufe in Ihrem Unternehmen (z.B. ISO 9000)	<input type="radio"/>				
IT-Infrastruktur Ihres Unternehmens	<input type="radio"/>				
Möglichkeit der Besicherung	<input type="radio"/>				
Rating	<input type="radio"/>				



Auch hier stimmt die Einschätzung der Mittelständler mit der der Banken überein.

16. Haben Sie die Befürchtung, dass Sie bessere Konditionen oder Ihre Kreditlinie, die Sie bei Ihrer Hausbank durch lange Zusammenarbeit erarbeitet haben, verlieren würden, wenn Sie Ihre nächste Investition an Ihrer Hausbank vorbei bei einem anderen Anbieter finanzieren?

- Ja.
- Eher ja.
- Eher nein.
- Nein.



Die überwiegende Mehrheit der Befragten befürchtet nicht, schlechtere Konditionen bei ihrer Hausbank zu bekommen und ist daher eine Zielgruppe für mögliche Verbriefungstransaktionen.

5.5 Ergebnisse

Wie die Antworten von Investoren deutlich gemacht haben, besteht ein großes Interesse an Verbriefungen, die durch Mittelstand-generierte *Assets* besichert sind. Dabei haben Investoren kein Problem mit Konstruktionen, bei denen die *Cashflows* vieler kleiner Mittelständler verbrieft werden. Ein Sechstel der Investoren will dabei auf jeden Fall eine gewinnabhängige Beteiligung an diesen *Cashflows* ohne jede Mindestverzinsung. Diese Konstruktion kommt auch ca. 45% der Mittelständler entgegen. Auch haben Investoren kein Interesse an Konstruktionen mit ausschließlich sicheren Schuldner. Vielmehr soll in den deutschen Mittelstand in seiner Breite investiert werden. Bei den mittelständischen Betrieben ist besonders bemerkenswert, dass, obwohl das Instrument „Verbriefungen“ für sie noch weitgehend unbekannt ist, drei Viertel der Befragten sich für eine der Ausprägungen dieses Instrumentes bei ihrer eigenen Finanzierung entscheiden würden. Auch haben sie keine Befürchtung, dass sich dadurch die Konditionen für „normale“ Kredite bei ihrer Hausbank verschlechtern. Da gleichzeitig 70% der Betriebe auch bereit sind, an der Verbesserung ihres Ratings zu arbeiten, ist anzunehmen, dass

sie auch bereit wären, Änderungen in ihren Geschäftsprozessen vorzunehmen, die für eine Verbriefung notwendig wären.

Somit besteht ein Marktpotential für entsprechende Verbriefungstransaktionen auf beiden Seiten.

Gleichzeitig scheint die klassische Finanzierung durch einen Bankkredit bedroht zu sein. Eine partnerschaftliche Beziehung zwischen Mittelständlern und ihren Hausbanken ist zum Teil nur Wunschdenken. Auf direkte Fragen antworten Kreditbanken zwar, diese gute Beziehung werde strategisch angestrebt, in Detailfragen offenbaren sie aber eher den Wunsch nach mehr Sicherheit bei Geschäften mit dem deutschen Mittelstand. So wird zwar die Rolle als langfristiger Partner in allen Gesprächen betont, in den Konditionen und auch im Umgang mit Betrieben schlägt sich das jedoch nicht wieder. Auch überschätzen die Banken die Bereitschaft der Mittelständler, für eine partnerschaftliche Beziehung mehr zu bezahlen. Tatsächlich sind deutlich mehr als die Hälfte der Mittelständler grundsätzlich nicht mehr bereit, für eine langfristige Beziehung mehr zu zahlen. Das kann evtl. daraus resultieren, dass die Mittelständler inzwischen von ihren Hausbanken sehr enttäuscht sind und nicht an eine wirklich langfristige Beziehung glauben. Dazu passen Kommentare zweier Teilnehmer dieser Umfrage:¹

Im Zuge der zahlreichen Umstrukturierungen und Personalabbau ist bei den Banken viel Kundennähe und Branchenwissen auf der „Strecke geblieben“. Gespräche werden vielfach ohne richtige Vorbereitung geführt - ohne tatsächliches Wissen über den Kunden - das Problem der zu engen Beziehung zwischen Kunde und Bank, was in der Vergangenheit vielfach zu gravierenden Fehlentscheidungen bei der Kreditvergabe geführt hat - ist nicht einer Versachlichung gewichen (das wäre notwendig gewesen) sondern - man die die Beziehungsebene zerstört - und nicht in die Persönliche Ebene Kunden/Kredit/Bankmitarbeiter wieder aufleben zu lassen. Heute sind die Mittelständler in der gefährlichen Zone, die eine gesunde Mischung aus Fremd und Eigenkapital haben - weil die Bank ständig nach trachtet - bei jeglichem Risiko sofort in die vorhandene Substanz des Kunden zu gehen. Sicher ist ohne Substanz mit hohen Krediten oder rein Eigenkapitalfinanziert!

Was wünschen Sie sich hier? In Zeiten der Kurzzeit-Gewinn-Orientierung versucht jede Branche, somit auch die Banken, zu bestehen. Tatsache ist, dass dem Mittelstand das klassische Bankkapital bald nicht mehr zu Verfügung stehen soll und wird. Wenn dann auch noch die Rahmenbedingungen (Neue Länder) kippen, wird es noch schlimmer! Markverzerrungen, wie Subventionen, Beihilfen etc. verschlimmbessern die Marktsitua-

¹ Für allgemeine Kommentare war in allen Fragebögen ein Feld vorbehalten. Andere – noch bitterere und persönlichere – Kommentare werden an dieser Stelle nicht zitiert, weil eine Rückverfolgung zum Verfasser evtl. möglich wäre.

tion noch mehr, zumal viele Mittelständler betriebswirtschaftliches Wissen vermissen lassen. Das gesamte Paket - Bank - Steuer(berater) - Unternehmensberater - als das krankt und entzieht dem Mittelstand Substanz und damit Gewinn!! Also Wir werden über kurz oder lang unseren Kundenstamm an ein größeres Unternehmen verkaufen und dort angestellt tätig sein!

Nur ein Fünftel der Kreditbanken will ihre Mittelstandskredite in der nächsten Zeit verbriefen. Der Verbriefung steht allerdings auch die Gestaltung dieser Kredite entgegen. Nur 17% der Kreditbanken achtet bewusst darauf, dass ihre Kredite später verbrieft werden können. Bis jetzt ist es durchaus üblich, auf einen Schuldner zugeschnittene Kredite anzubieten. Der Markt wünscht sich aber eher Transaktionen, die auf standardisierten Krediten aufgebaut sind. Gleichzeitig wurden von Kreditbanken bis jetzt weder gut organisierte fachliche Abläufe noch gute IT-Strukturen bei der Kreditvergabe stark honoriert. So spielt für 75% der Kreditbanken die IT-Infrastruktur der Mittelständler bei der Kreditvergabe gar keine Rolle. Investoren ihrerseits wünschen sich aber zeitnahe und detaillierte Daten in einer einheitlichen Form, die nur durch eine feste IT-Infrastruktur zu erhalten wären. Die meisten Banken verlassen sich aber bis jetzt auf die Sicherheiten jedes einzelnen Schuldners. Diese Strategie ist nicht nur bearbeitungsintensiv, sie führt auch zwangsläufig zu relativ schlechteren Konditionen für Kunden, die keine ausreichenden Sicherheiten vorweisen können, was bei mittelständischen Betrieben oft der Fall ist.

6 Zusammenfassung

Verbriefungen sind ein modernes Finanzmarktinstrument, das in den letzten Jahren eine rasante Entwicklung erfahren hat. Sie zeichnen sich vor allem dadurch aus, dass auf der Grundlage relativ unsicherer und oft illiquider *Assets* liquide Wertpapiere beliebiger Bonität erstellt werden können. Üblicherweise wird eine Anleihe emittiert, die zu mehr als 80% aus einer Tranche besteht, die das höchstmögliche Rating AAA hat. Das wird vor allem durch *Overcollateralization* und Nachrangigkeit mehrerer Tranchen innerhalb einer Anleihe erreicht.

In Abhängigkeit von dem Ziel, das durch eine Verbriefungstransaktion erreicht werden soll - Refinanzierung, Risikovermeidung oder die Entlastung des regulatorischen Eigenkapitals können unterschiedliche Ausprägungen von Transaktionen - *True-Sale-*

Verbriefung, *ABCP*, synthetische Verbriefung, *Whole Business Securitisation* - gewählt werden.

Während das Instrument „Verbriefungen“ von Kreditbanken schon jetzt zur Finanzierung des Mittelstandes indirekt benutzt wird – durch die Verwendung ihrer Kredite an mittelständische Unternehmen als *Asset* bei einer Transaktion – konnten die Betriebe selbst bis jetzt in Deutschland nur sehr begrenzt von Verbriefungen profitieren. Als Grund dafür wurde eine im internationalen Vergleich eher unüblich enge Bindung zwischen Hausbanken und Mittelständler und die bisherige Verfügbarkeit relativ günstiger Kredite vermutet.

Im Rahmen dieser Arbeit wurde eine Umfrage durchgeführt, in der diese Bindung untersucht wurde. Gleichzeitig wurden Fragen zum Wissensstand über Verbriefungen sowie über die Akzeptanz dieses Instrumentes gestellt. Dadurch sollten das Marktpotential für die Verbriefung der durch den Mittelstand generierten Erträge sowie die Erfolgsfaktoren einer solchen Konstruktion ermittelt werden.

Es wurden 126 potentiellen Investoren, 1752 Kreditbanken und 3493 mittelständische Betriebe angeschrieben. Die Rücklaufquoten betragen 12,70, 3,37 und 6,87%.

Da es in Deutschland zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Arbeit noch keine größeren Transaktionen außerhalb der Verbriefung von Mezzanine-Kapital gab, wurden in der Arbeit zwei Konstruktionen vorgeschlagen, die es einer sehr großen Anzahl relativ kleiner Betriebe mit einem nicht besonders hohen Kapitalbedarf ermöglichen würden, sich über Verbriefungen zu finanzieren. Statt die Forderungen oder die Schuldner einzeln zu bewerten, könnte in diesen Konstruktionen die Ausfallwahrscheinlichkeit für das Gesamtportfolio dank der sehr hohen Anzahl von Mittelständlern rein stochastisch geschätzt werden. An die Stelle der Einzelprüfung und des Einzelratings treten bei einer solchen Konstruktion das Gesetz der Großen Zahl und statistische Methoden.

Die Ergebnisse deuten darauf hin, dass sowohl die Investoren als auch die Mittelständler selbst ein starkes Interesse an solchen Verbriefungen haben.

Gleichzeitig stellte sich heraus, dass die Kreditbanken zwar noch eine partnerschaftliche Beziehung zu ihren mittelständischen Kunden zu pflegen glauben, diese Geschäftsbeziehung von den Mittelständlern selbst aber deutlich skeptischer gesehen wird. Es ist zu vermuten, dass Maßnahmen zur Objektivierung der Konditionen, die in der öffentlichen Diskussion unter „BASEL II“ subsumiert werden, zu starker Verunsicherung auf beiden Seiten geführt haben und letztendlich die langjährige partnerschaftliche Beziehung gefährden. So sind die meisten befragten Mittelständler gar nicht bereit, für eine langfristige Beziehung mehr zu zahlen. Sie sehen offenbar keinen Vorteil einer solchen langen Beziehung.

Als Ergebnis bleibt festzuhalten, dass die hohe Akzeptanz der untersuchten Konstruktionen – sowohl bei Investoren als auch bei Mittelständlern – und die sinkende Bedeutung der langfristigen Beziehung zwischen einem mittelständischen Unternehmen und seiner Hausbank dafür sprechen, dass Verbriefungen kurz- bis mittelfristig zu einer ernst zu nehmenden Finanzierungsmöglichkeit für den deutschen Mittelstand werden.

Glossar¹

ABCP	Asset-Backed Commercial Paper Kurzlaufende und deswegen oft nicht börsennotierte besicherte Schuldverschreibungen. Diese Verbriefungsform ist in Abschnitt 2.1.2 detailliert beschrieben.
ABS	Asset-Backed Security Ein durch einen <i>Asset</i> besichertes Wertpapier. Es gibt unterschiedlichste Ausprägungen von ABS, die Grundidee und einige Beispiele sind in Abschnitt 2.1 dieser Arbeit genauer beschrieben.
Arranger	Eine Bank, die eine Strukturierung – eine Aufteilung der Emission in Tranchen – vornimmt und sich oft gleichzeitig verpflichtet, einen Teil der Emission zu übernehmen und zu platzieren.
Asset	Allgemein können unter einem Asset alle Grundlagen für zukünftige <i>Cashflows</i> subsumiert werden. Dabei ist es unerheblich, ob es sich dabei um einen Gegenstand oder um eine Verpflichtung handelt.
Cashflow	Einzahlungsüberschüsse. Für diese Arbeit ist es unerheblich, welche spezielle Berechnungsart dieser Überschüsse gewählt wird und ob sie diskontiert werden.
CBO	Collateralized Bond Obligation Ein Wertpapier, das durch einen Pool von Staats- und Unternehmensanleihen oder andere <i>ABS</i> besichert ist.
CDO	Collateralized Debt Obligation Ein Wertpapier, das durch einen Pool verschiedener Forderungen gegenüber meist institutionellen Schuldnern besichert ist. Je nach der Art der Forderungen wird zwischen <i>CBO</i> und <i>CLO</i> unterschieden.
CDS	Credit Default Swap Bei dieser Art der Risikoübernahme übernimmt ein Marktteilnehmer das Risiko eines anderen gegen Zahlung einer festen Gebühr. Dabei beschränkt sich die Risikodefinition nicht auf den Ausfall eines Kredites, sondern kann beliebig festgelegt werden.
CLN	Credit Linked Note Eine Anleihe, deren Zinszahlungen und Tilgungen an bestimmte Ereignisse - <i>Credit Events</i> - gebunden sind. Z.B. bekommen die Käufer nur dann Zinszahlungen, wenn ein Schuldner des Verkäufers alle seine Schulden pünktlich zurückzahlt.
CLO	Collateralized Loan Obligation Ein Wertpapier, das durch einen Pool von Firmenkrediten besichert ist.

¹ Zum Teil angelehnt an Standard & Poor's (2003).

CMBS	Commercial <i>MBS</i> Diese <i>MBS</i> werden durch Hypothekendarlehen besichert, die zur Finanzierung gewerblicher Immobilien (z.B. Büro- oder Einkaufszentren) gewährt wurden. Weil solche Darlehen in der Regel groß sind, ist ihre Anzahl innerhalb des Portfolios relativ klein und damit die Diversifizierung eher schlecht.
Collateral	Sicherheit
Conduit	Eine Zweckgesellschaft, die Forderungen mehrerer Unternehmen kauft und sich über die Emission von <i>ABCPs</i> refinanziert.
Credit Enhancement	Bonitätsverbesserung. Sie kann z.B. durch <i>Overcollateralization</i> erreicht werden. Alternativ werden vom <i>Originator</i> selbst oder von einer anderen Bank bestimmte Sicherheiten oder Garantien zur Verfügung gestellt. Bei den ersten Ausfällen wird dieses Polster aufgezehrt, bis die ersten Gläubiger ihr Geld verlieren.
Credit Event	Ein definiertes Ereignis, mit dessen Eintreten sich Zinszahlungen und Rückzahlungsansprüche der <i>ABS</i> -Käufer verändern (meist verringern).
First Loss Piece (FLP)	Die unsicherste Tranche jeder Transaktion. Verluste werden dem FLP-Halter zuerst und Zinsen meistens zuletzt angerechnet.
Granular	Ein Pool heißt granular, wenn er aus vielen kleinen Unternehmen besteht, so dass es bei einer Gesamtbetrachtung nicht auf die Eigenschaften eines einzelnen Unternehmens ankommt.
KMU	Kleine und mittlere Unternehmen. Eine genaue Definition findet sich in o.V. (2006i). „Mittelstand“ wird in dieser Arbeit ausdrücklich nicht mit KMU gleich gestellt.
MBS	Mortgage-backed Securities Durch Hypothekendarlehen besicherte Forderungen. Sie werden nach der Art der zugrunde liegenden Darlehen in <i>CMBS</i> und <i>RMBS</i> unterteilt.
Originator	Ein Unternehmen, das <i>Assets</i> verbriefen will. Meistens sind das Banken, es können aber auch andere Unternehmen sein. Oft ist ein <i>Originator</i> gleichzeitig auch der <i>Servicer</i> .
Overcollateralization	Eine Kapitalstruktur, bei der die <i>Asset</i> -Masse das Volumen der Anleihe übersteigt.

RMBS	<p>Residential <i>MBS</i></p> <p>Diese <i>MBS</i> werden durch Hypothekendarlehen besichert, die zur Finanzierung privater Immobilien gewährt wurden. Weil jedes einzelne Darlehen eher klein ist, ist ihre Anzahl innerhalb des Portfolios groß und damit die Diversifizierung sehr gut. <i>RMBS</i> waren die ersten <i>ABS</i> überhaupt.</p>
Servicer	<p>Ein Unternehmen, in der Regel eine Bank, die die gesamten Zahlungsströme verarbeitet, also z.B. Einzahlungen, die durch Forderungen begründet waren, einnimmt, zuordnet und weiterleitet. Auch das Inkasso wird oft vom Servicer durchgeführt. Oft ist ein Servicer identisch mit dem <i>Originator</i>.</p>
SME	<p>Small and Medium-Sized Enterprises. Englisch für <i>KMU</i>.</p>
SPV	<p>Special Purpose Vehicle</p> <p>Eine extra für die Verbriefungstransaktion gegründete Zweckgesellschaft, die rechtlich völlig unabhängig vom <i>Originator</i> ist. Die Rolle einer <i>SPV</i> ist in Abschnitt 2.1 genau dargestellt.</p>
Synthetische ABS	<p>Bei einer solchen Transaktion werden - im Gegensatz zur <i>True-Sale</i>-Verbriefung - die entsprechenden <i>Assets</i> nicht an eine <i>SPV</i> übertragen, sondern bleiben beim <i>Originator</i>. Vielmehr werden Risiken separiert und am Kapitalmarkt platziert. Diese Verbriefungsform ist in Abschnitt 2.1.3 detailliert beschrieben.</p>
True-Sale ABS	<p>Bei einer solchen <i>ABS</i> werden die <i>Assets</i> an eine unabhängige Zweckgesellschaft – <i>SPV</i> – verkauft. Sie bleiben also – im Gegensatz zu <i>synthetischen ABS</i> – nicht in den Büchern des <i>Originators</i> stehen. Diese Konstruktion dient sowohl zur Absicherung als auch zur Finanzierung und wird in Abschnitt 2.1.1 detailliert beschrieben.</p>
Trustee	<p>Ein Treuhänder, der die ordnungsgemäße Zuordnung der <i>Cashflows</i> zu den entsprechenden Investoren und die Werterhaltung der Sicherheiten überwacht. Oft ist das eine spezialisierte Gesellschaft. Der Trustee hat sehr weitreichende Kompetenzen, so ist er zum Teil vertraglich berechtigt, den <i>Servicer</i> komplett austauschen oder sogar die Sicherheiten zu liquidieren.</p>
WBS	<p>Whole Business Securitisation</p> <p>Bei dieser Art von Verbriefungen fließen statt Zinszahlungen zukünftige <i>Cashflows</i> an den Kreditgeber zurück. Eine ausführliche Beschreibung findet sich in Abschnitt 2.1.4 dieser Arbeit.</p>

Anhang: XML

Die Idee von XML ist sehr einfach: Jedes Datenfeld wird mit zwei Begrenzern „umrundet“, die es sowohl von anderen Datenfeldern trennen als auch erklären, was dieses Feld darstellen soll. Als Beispiel seien die Daten dieser Arbeit dargestellt:

```
<msg_DIPLOMARBEIT xmlns:xsi="http://www.w3.org/2001/XMLSchema-
instance" xsi:noNamespaceSchemaLocation="diplomarbeit.xsd">
  <VORNAME>Mark</VORNAME>
  <NACHNAME>Luebinski</NACHNAME>
  <ADRESSE>
    <STRASSE>Klaus-Groth-Str.</STRASSE>
    <HAUSNUMMER>58</HAUSNUMMER>
    <POSTLEITZAHL>20535</POSTLEITZAHL>
    <ORT>Hamburg</ORT>
  </ADRESSE>
  <MATRIKELNUMMER>4760669</MATRIKELNUMMER>
  <BETREUER>Prof. Dr. Hartmut Schmidt</BETREUER>
  <ORT>Hamburg</ORT>
  <ABGABEDATUM>14.09.2006</ABGABEDATUM>
</msg_DIPLOMARBEIT>
```

Das Format ist, wie an dieser Darstellung zu sehen ist, sogar für Menschen lesbar. Gleichzeitig ist auch der Nachteil dieses Formates deutlich geworden: es werden ziemlich viele Hilfszeichen benötigt, um Inhalte darzustellen. Die folgende Darstellung gleicher Inhalte benötigt nur ca. ein Fünftel der Zeichen, um den gleichen Inhalt zu transportieren:

```
Mark;Luebinski;Klaus-Groth-Str.;58;20535;Hamburg;4760669;Prof. Dr.
Hartmut Schmidt;Hamburg;14.09.2006
```

Auch die Verarbeitungsgeschwindigkeit sinkt beim Einsatz von XML. Trotzdem eignet sich XML besonders gut zum automatischen Datenaustausch zwischen verschiedenen Partnern, ohne dass diese im Vorfeld Absprachen bezüglich der verwendeten Datenformate u.ä. getroffen haben müssen. Der Grund liegt im kursiv dargestellten Teil der oberen Darstellung, der auf eine „Prüfdatei“ *diplomarbeit.xsd*¹ verweist. In dieser Datei steht, wie die Felder der Struktur gefüllt werden müssen, damit sie sinnvoll verarbeitet werden können. So steht dort z.B. zur Matrikelnummer

```
<xsd:element name="MATRIKELNUMMER" default="100000">
  <xsd:simpleType>
    <xsd:restriction base="xsd:int">
      <xsd:minInclusive value="100000"/>
      <xsd:maxInclusive value="9999999"/>
    </xsd:restriction>
  </xsd:simpleType>
</xsd:element>
```

¹ Die komplette Datei *diplomarbeit.xsd* befindet sich auf der beiliegenden CD.

was einem fremden System sagt, dass das Datenfeld numerisch sein soll und dass der Wert 6- bzw. 7-stellig sein darf. Kommt an dieser Stelle „Hello“ oder „757“, schlägt das System automatisch Alarm. Somit kann jedes System sofort erkennen, ob die Daten vollständig und plausibel sind.

Quellenverzeichnis¹

Monographien und Sammelwerke	S. 115
Artikel in Periodika	S. 116
Internet-Quellen	S. 118
Gesetzestexte	S. 123

Monographien und Sammelwerke

Achleitner, Ann-Kristin (2002): „*Handbuch Investment Banking*“, 3.Aufl., Betriebswirtschaftlicher Verlag Dr. Th. Gabler, Wiesbaden.

Ahrweiler, Sonja; Börner, Christopf (2003): „Neue Finanzierungswege für den Mittelstand: Ausgangssituation, Notwendigkeit und Instrumente“, in: Kienbaum, Jochen; Börner, Christoph (Hrsg.), *Neue Finanzierungswege für den Mittelstand*, Betriebswirtschaftlicher Verlag Dr. Th. Gabler, Wiesbaden.

Backhaus, Klaus; Erichson, Bernd; Plinke, Wulff; Weiber, Rolf (2006): „*Multivariate Analysemethoden : eine anwendungsorientierte Einführung*“, 11. Aufl., Springer, Berlin.

Bär, Hans Peter (1997) : „*Asset securitisation : die Verbriefung von Finanzaktiven als innovative Finanzierungstechnik und neue Herausforderung für Banken*“, Paul Haupt Verlag, Bern.

Blanchard, Oliver (2003): „*Macroeconomics*“, 3. Aufl., Upper Saddle River, Prentice-Hall.

Bofinger, Peter (2005): „*Wir sind besser, als wir glauben*“, München, Pearson StudiumVerlag.

Drukarczyk, Jochen (1993): „*Theorie und Politik der Finanzierung*“, Verlag Vahlen, München.

Emse, Cordula (2005): „*Verbrieftungsstransaktionen deutscher Kreditinstitute*“, Betriebswirtschaftlicher Verlag Dr. Th. Gabler, Wiesbaden.

Grichnik, Dietmar (2003): „Finanzierungsverhalten mittelständischer Unternehmen im internationalen Vergleich“, in: Kienbaum, Jochen; Börner, Christoph (Hrsg.), *Neue Finanzierungswege für den Mittelstand*, Betriebswirtschaftlicher Verlag Dr. Th. Gabler, Wiesbaden.

Hoock, Reiner; Lammer, Markus (2004): „Risikogerechtes Pricing im Kreditgeschäft“ in: Everling, Oliver; Goedeckemeyer, Karl-Heinz (Hrsg.), „*Bankenrating*“, Betriebswirtschaftlicher Verlag Dr. Th. Gabler, Wiesbaden, S. 415-428.

¹ Bei einigen Internet-Quellen ist eine kostenlose Registrierung erforderlich.

Krümmel, Hans-Jacob (1966): „Finanzierungsrisiken und Kreditspielraum“, in: Hax, Herbert; Laux, Helmut (Hrsg.) (1975), „*Die Finanzierung der Unternehmung*“, Verlag Kiepenheuer & Witsch, Köln, S. 200-223.

Mayer, Hans Volker (1997): „Factoring als Finanzierungsinstrument“, in: Hagenmüller, K.F. et al. (Hrsg.), *Handbuch des nationalen und internationalen Factoring*, Fritz Knapp Verlag, Frankfurt am Main.

Poddig, Thorsten; Dichtl, Herbert; Petersmeier, Kerstin (2000): „*Statistik, Ökonometrie, Optimierung*“, Verlag Uhlenbruch, Bad Soden.

Schierenbeck, Henner (2001): „*Ertragsorientiertes Bankmanagement*“, Band 2: „Risiko-Controlling und integrierte Rendite-/Risikosteuerung“, Betriebswirtschaftlicher Verlag Dr. Th. Gabler, Wiesbaden.

Schlittgen, Dr., Rainer (2003): „*Einführung in die Statistik*“, R. Oldenbourg Verlag, München.

Spielberg, Holger; Sommer, Daniel; Dankenbring, Henning (2004): „Integrierte Gesamtbanksteuerung“ in: Everling, Oliver; Goedeckemeyer, Karl-Heinz (Hrsg.), „*Bankenrating*“, Betriebswirtschaftlicher Verlag Dr. Th. Gabler, Wiesbaden, S. 323-352.

Steiner, Manfred; Perridon, Louis (1997): „*Finanzwirtschaft der Unternehmung*“, Vahlens Handbücher der Wirtschafts- und Sozialwissenschaften, München.

Stützel, Wolfgang (1983): „*Bankpolitik heute und morgen : ein Gutachten*“, Fritz Knapp Verlag, Frankfurt am Main.

Wenninger, Christian (2004): „*Markt- und Kreditrisiken für Versicherungsunternehmen*“, Deutscher Universitäts-Verlag, Wiesbaden.

Wöhe, Günter; Bilstein, Jürgen (2002): „*Grundzüge der Unternehmensfinanzierung*“. 9. Aufl., Vahlen, München.

Artikel in Periodika

Alenfeld, Christoph (2002): „Refinanzierung über ABS: Wie Asset-Backed-Commercial-Papers (ABCP) funktionieren“, in: *Bankinformation und Genossenschaftsforum*, 29. Jg., Heft 4, S. 18-20.

Allerkamp, Jürgen (2005): „Auch kleine Firmen erhalten indirekten Zugang zum Kapitalmarkt“, in: Handelsblatt, Nr. 222 von 16.11.2005, Beilage „Finanzierungsinstrumente für den Mittelstand“, S. B3.

Bechtold, Dr., Hartmut; Glüder, Dr., Dieter (2005): „Wie kann Asset Backed Securities (ABS) dem deutschen Mittelstand helfen?“, in: *Die Steuerberatung*, 48. Jg., Heft 8, S. 375-378.

- Bigus, Jochen (2000): „Finanzierung über Factoring und Finanzierung über Asset-Backed-Securities im Vergleich“, in: *Wirtschaftswissenschaftliches Studium*, 29. Jg., Heft 8, S. 465-467.
- David, Paul A. (1985): „Clio and the Economics of QWERTY“, in: *The American Economic Review*, Vol. 75, No. 2, S. 332-337.
- Fama, Eugene F. (1970): „Efficient Capital Markets. A Review of Theory and Empirical Work“, in: *Journal of Finance*, Vol. 25, No. 2, S. 383-417.
- Flehsig, Rolf; Flesch, Hans-Rudolf (1982): „Die Wertsteuerung – Ein Ansatz des operativen Controlling im Wertbereich“, in: *Bank*, o. Jg., Heft 10, S. 454-465.
- Glüder, Dr., Dieter (2005): „Entstehung und Weiterentwicklung des Sekundärmarkts für Mittelstandsrisiken“ in: *Börsen-Zeitung*, Nr. 40 von 26.02.2005, Beilage „Verbriefung“.
- Grunert, Jens; Kleff, Volker; Norden, Lars; Weber, Martin (2002): „Mittelstand und Basel II: der Einfluss der neuen Eigenkapitalvereinbarung für Banken auf die Kalkulation von Kreditzinsen“, in: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 72. Jg., Heft 10, S. 1045-1064.
- Höhmann, Ingmar (2004): „Banken sehen Kreditbörse skeptisch“, in: *Financial Times Deutschland*, Nr. 201 von 14.10.2004, S. 18.
- Johanning, Lutz (1996): „Value-at-Risk-Modelle zur Ermittlung der bankaufsichtlichen Eigenkapitalunterlegung beim Marktrisiko im Handelsbereich“, in: *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft*, 8. Jg., Heft 4, S. 287-303.
- Kahneman, Daniel; Tversky, Amos (1979): „Prospect theory: An analysis of decision under risk“, in: *Econometrica*, Vol. 47, No. 2, S. 263-291.
- Kolbeck, Christoph D. (2002) : „Basel II und der Mittelstand : neue Trends in der Unternehmensfinanzierung“, in: *Wirtschaftsdienst (Heidelberg)*, 82. Jg., Heft 7, S. 389-394.
- Markowitz, Harry (1952): „Portfolio Selection“, in: *The Journal of Finance*, Vol. 7, No. 1, S. 77-91.
- Maier, Angela (2006): „IKB und RZB kritisieren Kreditverkäufe“, in: *Financial Times Deutschland*, Nr. 61 von 27.03.2006, S. 18.
- Modigliani, Franco; Miller, Merton (1958): „The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment“, in: *American Economic Review*, Vol. 48, No. 3, S. 261-297.
- Napel, Stefan (2003): „Aspiration Adaptation in the Ultimatum Minigame“, in: *Games and Economic Behavior* 43, No. 1, S. 86-106.

Nordhues, Günther; Stumpf, Wolf (2004): „Gericht erschwert Abtretung von Kreditforderungen“, in: *Financial Times Deutschland*, Nr. 129 von 06.07.2004, S. 28.

Oosterbeek, Hessel; Randolph Sloof; Gijs van de Kuilen (2004): „Cultural Differences in Ultimatum Game Experiments: Evidence from a Meta-Analysis.“, in: *Experimental Economics* Vol. 7, No. 2, S. 171-188.

Reich, Hans W. (2005): „Deutscher Verbriefungsmarkt ist den Kinderschuhen entwachsen“, in: *Börsen-Zeitung*, Ausgabe Nr. 110 vom 11. Juni 2005, *Sonderbeilage: Finanzplatz Frankfurt*, S. B5.

Schmidt, Hartmut (1979): „Liquidität von Finanztiteln als integrierendes Konzept der Bankbetriebslehre“, in: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 49. Jg., Heft 8, S. 710-722.

Schmidt, Hartmut (1983): „Marktorganisationsbestimmte Kosten und Transaktionskosten als börsenpolitische Kategorien“, in: *Kredit und Kapital*, 16. Jg., Heft 2, S. 184-204.

Schreiber, Meike (2006): „LBBW lehnt Kreditverkäufe ab“, in: *Financial Times Deutschland*, Nr. 96 von 18.05.2006, S. 20.

Internet-Quellen¹

Barth, Marita (2005): „ABS Investments aus Investorensicht“, Beitrag auf der 2. HSF-Konferenz am 4.7.2005, http://www.hsfonline.de/e102/e126/e301/e308/HSF_Konferenz_Jul-05_DWS_Barth.pdf, 10.02.2006.

Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (2004): „*Internationale Konvergenz der Eigenkapitalmessung und der Eigenkapitalanforderungen*“, Juli 2004, <http://www.bis.org/publ/bcbs107ger.pdf>, 10.02.2006.

Baumann, Silvia (2005): „*Performance Review of German, Swiss and Austrian SME Securitisation*“, Moody's International Structured Finance, 27. Oktober 2005, http://www.kfw.de/DE_Home/Kreditverbriefung/Deutscher_Verbiefungsmarkt/Mittels-tan52/PerformanceReviewofGermanSwiss_AustrianSMESecuritisations_2Q_2005.pdf, 17.06.2006.

Brewer, Andy; Baddeley, Shaun; Kosseris, Vas (2005): „*Rising Stars? Fitch Issuer Report Grades H1 2005 Update*“, http://www.fitchratings.com/corporate/reports/report_frame.cfm?rpt_id=242118§or_flag=5&marketsector=2&detail=1, 10.02.2006.

Bund, Stefan; Morlok, Markus; Krebsz, Markus(2005): „*Driver One GmbH*“, http://www.true-sale-international.de/fileadmin/pdf_de/transaktionen/

¹ Alle Informationen aus Internet-Quellen befinden sich als Kopie auch auf der beiliegenden CD.

Fitch_Presale_Report_Driver_One.pdf, 10.02.2006.

Bundesbank (2002): „Das Eigenkapital der Kreditinstitute aus bankinternen und regulatorischen Sicht“, *Deutsche Bundesbank Monatsbericht*, Januar 2002, http://www.bundesbank.de/download/volkswirtschaft/mba/2002/200201mba_eigenkapital.pdf, 17.08.2006.

Bundesbank (2004): „Neue Eigenkapitalanforderungen für Kreditinstitute (Basel II)“, Deutsche Bundesbank, *Monatsbericht September 2004*, http://www.bundesbank.de/download/volkswirtschaft/monatsberichte/2004/200409mb_bbk.pdf, 10.02.2006.

Bundesbank (2005): „*Zeitreihe pq3020: Kredite an das Verarbeitende Gewerbe / insgesamt / Alle Bankengruppen*“, http://www.bundesbank.de/statistik/statistik_zeitreihen.php?func=row&tr=pq3020, 10.02.2006.

CEG (2005): „*PREPS™ - Ihre Brücke zum Kapitalmarkt*“, <http://217.192.188.76/index.php?id=2>, 10.02.2006.

EZB (2005): „DIE NEUE BASLER EIGENKAPITAL-VEREINBARUNG: WESSENTLICHE MERKMALE UND AUSWIRKUNGEN“, *Monatsbericht Januar 2005*, http://www.bundesbank.de/download/ezb/monatsberichte/2005/200501ezb_mb_gesamt.pdf, 10.02.2006.

Fitch (2004): „*Criteria for Whole Business Securitisation*“, http://www.fitchratings.com/corporate/reports/report_frame.cfm?rpt_id=195186§or_flag=5&marketsector=2&detail=1, 10.02.2006.

Heyken, Andrea (2005): „Fördermittel für mittelständische Unternehmen“, *MITTELSTAND IM MITTELPUNKT*, Ausgabe Herbst/Winter 2005, www.mittelstandsstudie.de, dort „Aktuelle Umfrage H/W 2005“, 10.02.2006.

Hommel, Ulrich (2005): „*Verbriefung von Unternehmens-, Factoring- und Leasingforderungen in Deutschland*“, http://www.true-sale-international.de/fileadmin/pdf_de/Gutachten/Gutachten_Verbiefung_von_Unternehmensforderungen_in_D.pdf, 02.07.2006.

Johanning, Lutz (2005): „*Anlagerichtlinien für institutionelle Investoren*“, Beitrag auf der 2. HSF-Konferenz am 4.7.2005, http://www.true-sale-international.de/fileadmin/pdf_de/presentationen/HSF_presentation_050704_EBS_Johanning.pdf, 10.02.2006.

Klüwer, Arne; Marschall, Fabian (2005): „WHOLE BUSINESS SECURITISATION“, Die Verbriefung eines Unternehmenscashflows, *Arbeitspapiere des Instituts für Bankrecht der Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt am Main*, Nr. 123 vom Juli 2005, http://www.jura.uni-frankfurt.de/fb/fb01/ifawz1/baums/Bilder_und_Daten/Arbeitspapiere/paper_123.pdf, 16.06.2005.

- Max-Heine, Claudia (2005): „*Securitisations und strukturierte Refinanzierung*“, http://www2.agens.com/data/txs_/PDF/whitepaper_txs_consulting_de.pdf, 10.02.2006.
- O.V. (2003): „*Staatsfinanzen konsolidieren - Steuersystem reformieren*“, Sachverständigenrat zur Begutachtung der Gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Wiesbaden. http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/download/gutachten/03_ges.pdf, 10.02.2006.
- O.V. (2004a): BMF-Schreiben von 24. Mai 2004: „*Umsatzsteuer; Haftung bei Abtretung, Verpfändung oder Pfändung von Forderungen (§ 13c UStG) sowie Haftung bei Änderung der Bemessungsgrundlage (§ 13d UStG)*“, http://www.bundesfinanzministerium.de/lang_de/DE/Aktuelles/BMF__Schreiben/24378,templateId=raw,property=publicationFile.pdf, 10.02.2006.
- O.V. (2004b): BMF-Schreiben von 3. Juni 2004: „*Umsatzsteuer beim Forderungskauf und Forderungseinzug*“, http://www.bundesfinanzministerium.de/lang_de/DE/Aktuelles/BMF__Schreiben/24599,templateId=raw,property=publicationFile.pdf, 10.02.2006.
- O.V. (2004c): „*Whole business securitisation*“, [http://www.insto.com.au/presentations/asf/Tessa%20Hoser%20-%20Blake%20\(paper\).pdf](http://www.insto.com.au/presentations/asf/Tessa%20Hoser%20-%20Blake%20(paper).pdf), 15.06.2006.
- O.V. (2004d): „*Study on Asset-Backed Securities: Impact and Use of ABS on SME Finance*“, Der Bericht wurde erstellt im Auftrag der Europäischen Kommission, http://europa.eu.int/comm/enterprise/entrepreneurship/financing/docs/report_en.pdf, 10.02.2006.
- O.V. (2004e): „*Optimale staatliche Rahmenbedingungen für einen Kreditrisikomarkt/Verbriefungsmarkt für Kreditforderungen und -Risiken in Deutschland*“, Gutachten im Auftrag des Bundesministeriums der Finanzen, BCG-Abschlussbericht, 30. Januar 2004, http://www.true-sale-international.de/fileadmin/pdf_de/presse/BCG-BMF_Kreditverbriefungsmarkt.pdf, 29.06.2006.
- O.V. (2005a): „*KfW Bankengruppe - Die KfW Bankengruppe*“, http://www.kfw.de/DE_Home/Die_Bank/index.jsp, 10.02.2006.
- O.V. (2005b): „*www.bildungsfonds-EXKLUSIV.de - innovative und sozialverträgliche Studienfinanzierung*“, <http://www.bildungsfonds-exklusiv.de/>, 10.02.2006.
- O.V. (2005c): „*TXSuite - Standardsoftware für die Verbriefung von Forderungen*“, http://www2.agens.com/data/txs_/PDF/solution_txs-suite_deutsch.pdf, 10.02.2006.
- O.V. (2005d): „*DZ Bank Asset Backed Watcher*“, in *STRUCTURED FINANCE* von 22.4.2005, http://www.true-sale-international.de/fileadmin/pdf_de/presse/AB_Watcher_2005-04-08_Nr_35_d.pdf, 10.02.2006.

- O.V. (2005e): „*Who Will Finance the Mittelstand?*“, Fitch Rating Germany Special Report, 27 April 2005, http://www.fitchrating.com/corporate/reports/report_frame.cfm?rpt_id=238170, 15.06.2006.
- O.V. (2005f): „*Financing Corporate Growth*“, HSBC Global Research, http://www.kfw.de/DE_Home/Kreditverbriefung/Deutscher_Verbriefungsmarkt/Mittelstan52/Eineschwie.js“, erhalten per Email von Omar Ranné.
- O.V. (2005g): „*Finanzierung mittelständischer Unternehmen aus Sicht von Kreditinstituten und Unternehmen*“, http://www.publicgovernance.de/pdf/Finanzierung_mittelst_Studie.pdf, 18.06.2006.
- O.V. (2005h): „*Produktionsergebnis je Beschäftigten und je Arbeitsstunde*“, Statistisches Bundesamt, erschienen am 09.05.2005, erhalten per Email von Dr. Christiane Bald-Herbel.
- O.V. (2005i): „*Intel® Microprocessor Transistor Count Chart*“, ftp://download.intel.com/museum/Moores_Law/Images_Assets/Transistor_Count_bar_chart_jpg.zip, 18.06.2006.
- O.V. (2006a): „*WebSphere Message Broker*“, <http://www-306.ibm.com/software/integration/wbimessagebroker/>, 10.02.2006.
- O.V. (2006b): „*BizTalk Server 2006*“, <http://www.microsoft.com/germany/biztalk/2006/default.msp>, 10.02.2006.
- O.V. (2006c): „*Information on securitised debt*“, <http://www.punchtaverns.com/Punch/Corporate/Investor+Centre/Securitisations/>, 10.02.2006.
- O.V. (2006d): „*Hanseatic Securitisation Forum*“, http://www.hsfonline.de/index_ger.html, 10.02.2006.
- O.V. (2006e): „*QlikView – Analysen einfach für jedermann*“, http://www.qliktech.com/upload/DE/QlikView___Analysen_einfach_für_Jedermann.pdf, 10.02.2006.
- O.V. (2006f): „*HVB Group verbrieft unter PROMISE Kredite über 2,15 Mrd EUR*“, <http://www.hvbgroup.com/-snm-0158397208-1137466920-0000015437-0000000515-1137522239-enm-cms/german/press/showdetail.html?id=1004>, 10.02.2006.
- O.V. (2006g): „*Spitzenposition für Deutschland beim Wachstum im europäischen Verbriefungsmarkt*“, <http://openpr.de/news/73687.html>, 10.02.2006.

- O.V. (2006h): „*RISKCALC™ GERMANY FACT SHEET*“, http://www.moodyskmv.com/products/files/RiskCalc1_Germany_Factsheet.pdf, 10.02.2006.
- O.V. (2006i): „Empfehlung der Kommission vom 6. Mai 2003 betreffend die Definition der Kleinstunternehmen sowie der kleinen und mittleren Unternehmen“, *ABL L 124 vom 20.5.2003*, S. 36-41, http://europa.eu.int/eur-lex/pri/de/oj/dat/2003/l_124/l_12420030520de00360041.pdf, 06.05.2006.
- O.V. (2006k): „*The new SME definition*“, http://europa.eu.int/comm/enterprise/enterprise_policy/sme_definition/sme_user_guide.pdf, 06.05.2006.
- O.V. (2006l): „*CIB pdf formfields*“, <http://www.cib.de/deutsch/products/pdfplugin/cibpdfformfields.htm>, 21.05.2006.
- O.V. (2006m): „*Sparkassenrangliste 2004*“, http://www2.dsgv.de/owx_medien/media12/1243.pdf, 13.04.2006.
- O.V. (2006n): „*Alle Kreditgenossenschaften per Ende 2005*“, [http://www.bvr.de/public.nsf/64A6975BAF226308C125713100327CAB/\\$FILE/tab-ab-alle-2005.PDF](http://www.bvr.de/public.nsf/64A6975BAF226308C125713100327CAB/$FILE/tab-ab-alle-2005.PDF), 25.03.2006.
- O.V. (2006o): „*BVR steigert Jahresüberschuss zweistellig*“, <http://www.mittelstanddirekt.de/DesktopDefault.aspx?tabid=35&tabindex=-1¢ermoduleid=1567&multiid=3617&lm=true&dm=true>, 26.07.2006.
- Paul, Stephan; Paul, Thomas; Rödl, Helmut; Stein, Stefan (2005): „Aufbruch aus dem Jammertal – Eigenkapitallücke und Eigenkapitalstrategien im Mittelstand“, in: *wissen & handeln 04*, März 2005, http://www.ikf-server.de/shared/downloads/wissen_handeln_04.pdf, 07.02.2006.
- Ranné, Omar (2005): „Kreditverbriefung und Mittelstandsfinanzierung.“, in: *Mittelstands- und Strukturpolitik*, Band 33, S. 43-66. http://www.kfw.de/DE_Home/Service/OnlineBibl48/Volkswirts64/Mittelstands_und_Strukturpolitik_33.pdf, 23.02.2006.
- Reize, Frank (2005): „Investitionsfinanzierung im Mittelstand – gibt es ausreichend Kredite für kleine und mittlere Unternehmen?“, in: *Mittelstands- und Strukturpolitik*, Band 33, S. 17-42, http://www.kfw.de/DE_Home/Service/OnlineBibl48/Volkswirts64/Mittelstands_und_Strukturpolitik_33.pdf, 23.02.2006.
- Standard & Poor's (2003): „*Structured Finance - Glossar zur Verbriefung von Finanzaktiva*“, http://www.standardandpoors.co.jp/spf/pdf/events/Glossary_Securitization_GERMAN_20Jan04.pdf, 23.02.2006.
- TSI (2005a): „*Die TSI Services – Der Weg zum deutschen SPV*“, http://www.tsi-services.de/fileadmin/pdf_de/TSI_Services_stellt_sich_vor_deutsch_2005-08.pdf, 23.02.2006.

TSI (2005b): „Allgemeine Zertifizierungsbedingungen der True Sale International GmbH“, http://www.true-sale-international.de/fileadmin/pdf_de/standards_und_anforderungen/4_Allgemeine_Zertifizierungsbedingungen_und_AGB_der_TSI__10-2005_.pdf, 23.02.2006.

Whittaker, Bruce; Mason, David (2004): „Whole Business Securitisation“, www.bdw.com.au/publications/w-bus-securitisation.pdf, 23.02.2006.

Gesetzestexte

BGBl (2003): „Gesetz zur Förderung von Kleinunternehmern und zur Verbesserung der Unternehmensfinanzierung (Kleinunternehmerförderungsgesetz)“, *Bundesgesetzblatt Teil I Nr. 39*, 8. August 2003.

BGBl (2005a): „Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. November 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 (Prospektrichtlinie-Umsetzungsgesetz)“, *Bundesgesetzblatt Teil I Nr. 36*, 27. Juni 2005.

BGBl (2005b): „Gesetz zur Neuorganisation der Bundesfinanzverwaltung und zur Schaffung eines Refinanzierungsregisters“, *Bundesgesetzblatt Teil I Nr. 60*, 22. September 2005.

Danksagung

Ich danke insbesondere Hugo Doswald für seine Vorlesung, die mich auf das Thema „Verbriefungen“ überhaupt aufmerksam gemacht hat, für seine Hilfe bei der Auswahl des Themas, für seine sehr hilfreiche Unterstützung und anregende Gespräche.

Außerdem möchte ich Frau Schemann-Teuber und Herrn Volker Meissmer herzlich für Ihre Hilfe bei der Gestaltung der Fragebögen danken.

Durch eine Erwähnung in ihren Online- oder Printauftritten oder durch direkte Nennung von Ansprechpartnern haben mir die Handwerkskammern Hamburg, Augsburg, Berlin, Düsseldorf, Dresden, München und Münster sowie die Handelskammern Hamburg, Berlin, Heidelberg, Kiel, Köln, Lüneburg und Reutlingen sehr geholfen, ein breiteres Publikum zu erreichen.

Auch möchte ich mich bei allen Teilnehmern der Umfrage bedanken!

Hamburg, 14. September 2006

Mark Lübinski

Erklärung

Ich versichere, dass ich die vorstehende Arbeit selbstständig und ohne fremde Hilfe angefertigt und mich anderer als der im beigefügten Verzeichnis angegebenen Hilfsmittel nicht bedient habe. Alle Stellen, die wörtlich oder sinngemäß aus Veröffentlichungen entnommen wurden, sind als solche kenntlich gemacht. Alle Quellen, die dem World Wide Web entnommen oder in einer sonstigen digitalen Form verwendet wurden, sind der Arbeit beigefügt.

(Mark Lübinski)