

Stefan Güth



Straight-through Processing (STP) ermöglicht die elektronische

Durchführung von Handelsprozessen für Teilnehmer in Kapitalmärkten ohne die Notwendigkeit von Re-Keying oder manuellen Interventionen, vorbehaltlich rechtlicher und regulatorischer Beschränkungen. Das Konzept wurde auch in andere Bereiche einschließlich Assetklassen wie Structured-Finance-Produkte und deren Handel, aber auch insbesondere in den Bereich Commodities übertragen. Derzeit ist der gesamte Handels-Lebenszyklus, von der Initiierung bis zur Ausführung, ein komplexes Labyrinth von manuellen Prozessen, die mehrere Tage dauern.

## Schnelleres Handeln durch verknüpfte IT

STP erlaubt zumindest „am selben Tag“ oder schneller zu handeln, im Idealfall in Minuten oder gar Sekunden. Das Ziel ist die Minimierung einer Fehlerquote, die bei dezentraler Informations- und Handelsstruktur mit manuellen Interventionen bei signifikanten zehn Prozent liegt. Doch um dieses Ziel zu erreichen, müssen mehr Marktteilnehmer ein bewusst hohes Maß an STP-Strukturen integrieren. Insbesondere müssten Transaktions-Daten über eine Just-in-time-Basis zur Verfügung gestellt werden, was für die finanzielle Dienstleistungsgemeinschaft ein wesentlich härter zu erreichendes Ziel ist, als schon die Anwendung von STP allein.

Denn STP selbst bedeutete insbesondere historisch nur eine effiziente Nutzung von Computern für die Transaktionsverarbeitung, um systematisches wie auch betriebliches Risiko zu reduzieren. Wenn voll verwirklicht, verschafft STP Originatoren,

## Straight-through Processing (STP) als Einflussfaktor für das CAM-Rating von Structured Finance Asset Managern

### Lückenlose Transparenz

Ausschließlich jene CDO Collateral-Asset-Manager (CAM) die ein exzellentes Rating vorweisen können, so schreibt der Autor, werden überhaupt noch eine Chance haben, Mittelzuflüsse zu bekommen. Verbunden damit ist aus seiner Sicht die Notwendigkeit durchgängig miteinander verknüpfter IT-Systeme (Straight-through Processing, STP). Die Grundlage: In dem Qualitätsrating ohne Performance wird die Gesamtbewertung zu knapp 70 Prozent durch das Vorhandensein oder das Fehlen von STP beeinflusst, wie er darlegt. Weil CDO Asset Manager gegenwärtig noch zwischen zwei und acht verschiedene Systeme unterhalten müssen, sieht er die Umsetzung eines STP als maßgebliche Aufgabe für das Jahr 2008 an. (Red.)

Asset Managern und Investoren, aber auch Trustees und Servicern enorme Vorteile: niedrigere Betriebs- und Personalkosten, stark verkürzte Verarbeitungszyklen für effektive Informationsbeschaffung und Auswertung sowie der erst dadurch entstehenden Möglichkeit eines zentralen Kontroll-, Business- und Risikomanagements.

Für viele CDO Collateral-Manager stellt sich die Frage nach einem effizienten Sys-

tem für die Erstellung und Verwaltung von CDO Portfolios gegenwärtig mehr denn je. Nur durch Erfassung und Bündelung von Informationen in einer zentralisierten und kontrollierten Umgebung können Risiken insgesamt in allen Facetten betrachtet, analysiert und entschärft werden. Ohne eine zentrale STP-Struktur ist es nahezu unmöglich, kontrollierte Portfolioadministration zu betreiben, geschweige denn die Risikokennzahlen des eigenen Portfolios zeitnah zu kennen.

### Zeitnahe Risikokennzahlen als Qualitätsmerkmal

Formell ausgedrückt ist die Fähigkeit eines Asset Managers, Informationen zentral und zeitnah betrachten zu können, eine direkt korrelierende Funktion seiner Qualität als Asset Manager. Neben anderen Ratingagenturen prüft und veröffentlicht auch Fitch Ratings regelmäßig die Qualität eines Collateral-Asset-Managers in den sogenannten Fitch CAM-Ratings.

Zwar ist beispielsweise ein Investor kein Asset Manager im engeren Sinne, doch handelt auch dieser – sofern er institutionell ist – in der Regel mit Investmentgeldern, für die er Liabilities insbesondere mit seinem eigenen risikoadjustierten Kapital zu managen hat. Weiterhin halten viele Asset Manager im Bereich CDOs wiederum Tranchen von anderen Asset Managern, um diese als Kollateral dem eigenen Pool beizumischen und werden somit im weiteren Sinne selbst zum Investor.

### Wachsende Rolle von STP in CAM-Ratings

Grundsätzlich können Management-Qualitäten, die für einen Collateral-Manager gelten, auch auf Investoren übertragen werden. Technische Qualitäten wie Proze-

### Der Autor

*HProf. em. Stefan Güth, Senior Consultant, Securitisation Consulting GmbH, Düsseldorf*

duren & Kontrolle, Administration und Technologie gelten jedoch auch für alle anderen beteiligten Parteien in Structured-Finance-Transaktionen. Die Zusammensetzung des Qualitätsratings eines Collateral-Asset-Managers besteht aus sechs Kategorien plus Performance: Company & Management Experience, Staffing, Procedures and Controls, Portfoliomanagement, CDO Administration, Technology sowie CDO Performance. Diese Kategorien werden qualitativ geprüft und durch ein schulnotenähnliches System bewertet und gewichtet. Relevant ist die Frage, inwiefern sich STP positiv bezogen auf die Qualitätsbewertung eines Asset Managers auswirken kann. Im Vordergrund stehen dabei die technischen Prüfkategorien Prozeduren und Kontrolle, Portfoliomanagement, Administration und Technologie.

Im CAM-Rating mit Performance beeinflusst STP bereits 55 Prozent des gesamten CAM-Ratings. Im CAM-Rating ohne Performance wird das Gesamt-Rating sogar zu 68,75 Prozent durch Vorhandensein oder Fehlen von STP beeinflusst (siehe Abbildung 1).

Einige Asset Manager haben diesen maßgeblichen Einfluss des STP für ihr Rating bereits erkannt. Neben vielen anderen ist beispielsweise die Deutsche Asset Management (DeAM), der Asset Manager der Deutschen Bank, insbesondere für die vorbildliche Integration von STP in allen STP-relevanten Kategorien zu nennen. So

konnte die DeAM in allen Kategorien mit einer 1- punkten und ist der einzige Deutsche CDO Asset Manager mit einem CAM-Rating von 1- (Stand 4. Dezember 2007). Aber auch die Société Générale Asset Management Alternative Investments (SGAM AI) hat ein STP zumindest für ihr Portfolio-Management-System entwickelt und integriert. So wurde für die Kategorie „Technology“ eine 2 verliehen dank der Eigenentwicklung „Dreams“ und die SGAM AI erhielt insgesamt ein CAM-Rating von 2+ (Stand 3. September 2007).

### Lückenloses Verständnis der Prozesse gefordert

Denn der Nutzen einer Integration von STP erstreckt sich nicht nur auf die bisher genannten Vorteile, sondern auf einen zusätzlichen Faktor: das in der Entscheidung von institutionellen Investoren ausschlaggebende Prestige durch das CAM-Rating. Das durch ein gutes CAM-Rating erworbene Prestige verhält sich proportional positiv zum Volumen der zu verwaltenden Mandate. So wächst das Bedürfnis des Investors hinsichtlich eines lückenlosen Verständnisses der Arbeit des Asset Managers in Bezug auf Kontrolle und Prozeduren wie auch seine Fähigkeit, Stärken und Schwächen von Collateral zu erkennen und zu managen, stark.

Bis einschließlich Mitte 2006 hatten die meisten Investoren einen Kenntnisstand über ihr Investment, der dem Wissen über

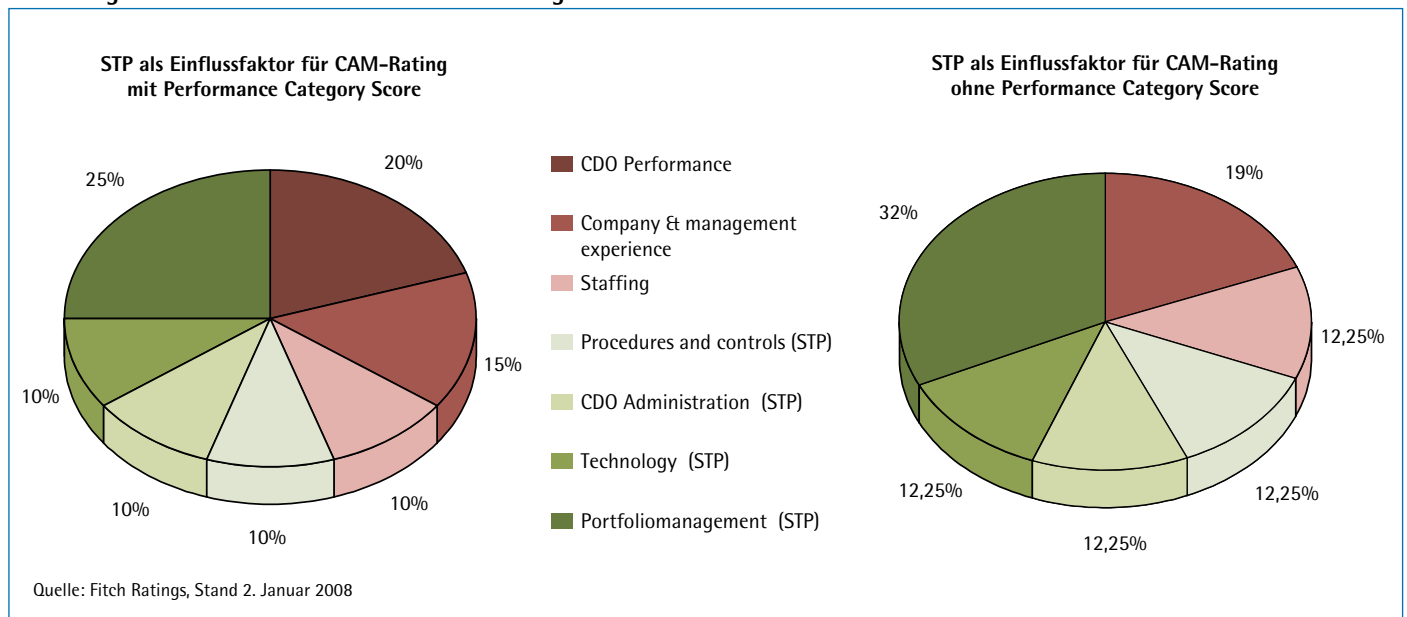
die Welt im finsternen Mittelalter glich. Denn obwohl viele Investoren einen großen Wissensbedarf hatten und diesen in der Regel auch gegenüber ihrem Asset Manager geäußert haben, konnten viele Asset Manager durch mangelnde IT-Systeme Investoren nur selten zeitnahe Informationen liefern. Dies lag daran, dass auch der Asset Manager dieses Problem hatte – pünktliche Informationsupdates seitens der Originatoren waren ebenfalls Mangelware. So musste der Asset Manager viel Zeit damit verbringen, seine eigenen Informationen zeitnah auf den neuesten Stand zu bringen.

Durch fehlende IT-Infrastruktur war es aber nicht möglich, einen automatischen Informationsfluss zu implementieren, der Investoren ohne mühseliges Nachfragen alles Wissenswerte in Reportform in regelmäßiger, zeitnaher Form unaufgefordert zusendet. Genau dieses Problem haben die Ratingagenturen, insbesondere Fitch Ratings, mittlerweile erkannt. Daher hat Fitch Ratings sofort zum Jahresanfang 2008 die Zusammensetzung des CAM-Ratings geändert und die Gesamtgewichtungsproportionen zugunsten der Kategorie „Prozeduren und Kontrolle“ (Procedures and Controls) verschoben.

### Reduzierung der Anzahl an verwendeten Systemen

Wenn das Vorhandensein von STP die schwergewichtigsten Kategorien positiv

Abbildung 1: Einfluss von STP auf das CAM-Rating



beeinflussen kann, beziehungsweise das Fehlen von Straight-through Processing einen schlechteren Kategorien-Score zur Folge hat, stellt sich die Frage, wie ein STP für einen CDO Asset Manager aussehen könnte. Idealerweise würde es die Technologie, also die IT-Infrastruktur, einem Asset Manager erlauben, die Bereiche Portfoliomanagement, Administration sowie alle Prozeduren und Kontrollfunktionen in einer All-in-One Software-Suite abzudecken.

Gegenwärtig benutzen CDO Asset Manager zwischen zwei und acht verschiedene Softwares; teilweise Produkte der Ratingagenturen Moodys, Fitch sowie Standard & Poors, aber auch von unabhängigen Software-Anbietern. Dabei wird beispielsweise für Corporate Bonds, Loans und Hypotheken völlig unterschiedliche Software genutzt. Dazu kommen noch Marktdaten, die von Anbietern stammen wie Bloomberg, Mark-It sowie aus Rating Feeds der bereits genannten drei großen Ratingagenturen.

Modelle um Stresstesting, Szenario Analysen sowie Implikationen des Waterfalls auf die Tranchen zu simulieren sind oftmals Eigenkreationen, die hauptsächlich in Mathlab abgebildet werden. Viel zu oft werden alle Daten einfach in riesigen Excel-Arbeitsmappen gepflegt, deren un-

übersichtliche horizontale Breite oftmals das Mouse Pad um ein vielfaches katastrophal übersteigt.

Durch die Schwierigkeit Original-Cash-Flows der Pool-Assets in einem Data-Warehouse zu zentralisieren, basieren die simulierten Ausfälle eines Waterfalls in der Regel auf einem Proxy Pool. So stellt sich für den Asset Manager wie auch jeden anderen Marktteilnehmer, hier insbesondere Investoren, die Frage nach Economies of Scale. Das Structured Finance Business ist in Europa, insbesondere Deutschland, noch relativ jung und hatte seinen ersten größten Durchbruch 1999.

**Mehr Transparenz gefordert**

Doch gab es zum Startschuss des CDO-Marktes vor rund acht Jahren in Deutschland kein System, das STP erlaubt hätte. So griffen in der Regel alle Marktteilnehmer auf die Software Intex für Deal Analysen zurück, die für ihre Zeit damals sicherlich gut war, jedoch den heutigen Bedürfnissen des Marktes in Bezug auf zeitnahe Verarbeitung von Informationen leider nicht mehr gerecht wird. Der Data-Download nimmt nach Aussage von Marktteilnehmern unverhältnismäßig viel Zeit in Anspruch, auch sind die abgebildeten Deals nur unregelmässig upgedated.

Natürlich sind schon vor einiger Zeit die Ratingagenturen auch diese Problematik angegangen, jede hat dabei erneut eigene Lösungen entwickelt. Investoren verlangen jedoch zu Recht, dass Deals in der Regel von mindestens zwei Ratingagenturen bewertet werden. So muss der Asset Manager wie auch der Investor bereits mindestens zwei Systeme nutzen, um den Deal aus Sicht beider Ratingagenturen verfolgen zu können. Für den Investor ist in der Regel eine zeitnahe quantitative Aufbereitung der Daten aufgrund seiner Economy of Scale nicht möglich, hier musste er sich auf seinen Asset Manager verlassen.

Dies wird sich nach den Ereignissen von 2007 sicherlich grundlegend ändern. Gerade Investoren benötigen zeitnahe qualitative und quantitative Informationen über ihre Deals in einem einzigen STP-System heute mehr denn je. Gegenwärtig verlangen Investoren nachdrücklich gegenüber ihrem Collateral-Asset-Manager mehr Transparenz, um das eigene Gesamtrisiko besser steuern zu können. Institutionelle Investoren selbst investieren nur zu geringen Anteilen Eigenkapital. Im Regelfall handelt es sich um Geld, das diesen lediglich als treuhänderisches Verwaltungsmandat anvertraut wurde.

So muss gerade der institutionelle Investor verstehen, dass er ohne ein STP-System die Liabilities gegenüber seinen eigenen Kreditoren und deren Drittmandaten nur ungleich schlechter managen können wird, denn der institutionelle Investor selbst ist Asset Manager gegenüber seinen eigenen (nicht institutionellen) Investoren. Ausschließlich jene CDO Collateral-Asset-Manager, die ein exzellentes CAM-Rating vorweisen können, werden überhaupt noch eine Chance haben, Mittelzuflüsse zu bekommen.

**Mittelzuflüsse nur mit exzellentem CAM-Rating**

Die Integration von STP kann das CAM-Rating bis zu einem ganzen Notengrad verbessern (beispielsweise von CAM2- auf CAM1-). Diese STP-Aufgabe in 2008 mit dem richtigen IT-System zu meistern, wird für die finanzielle Stabilität jedes Marktteilnehmers entscheidend sein – nicht nur in Bezug auf die Akkumulierung von Neupositionen, sondern auch insbesondere für die Administration und Kontrolle von bereits bestehenden Positionen.

**Abbildung 2: Verschiebung der Gewichtung im CAM-Rating**

