



Deutsche Neuemissionen

Originator/Assetklasse/Spreads

Im 1. Halbjahr 2010 betrug das gesamte Neuemissionsvolumen in Europa rund 102 Mrd. Euro, wovon mehr als 43 Mrd. Euro öffentlich oder privat bei Investoren platziert werden konnten. Von den 33 effektiv platzierten Transaktionen entfallen 8 im Volumen von 3,5 Mrd. Euro auf Deutschland. Neben der Lease ABS Goals Financing 2010 handelt es sich durchweg um Auto ABS: Driver Seven, VCL Compartment 1 und 2 (VW), Bavarian Sky 2 (BMW), Cars Alliance Germany 2010-1 (Renault), Globaldrive 2010-A sowie 300 Mio. Euro der ursprünglich einbehaltenen Globaldrive 2008-B (beide Ford). Auto ABS deutscher Hersteller handeln etwa bei einem Spread von 90, Cars Alliance kam etwas weiter zu 115 Bp. ■

Performance Radar/Auffälligkeiten

Am 7. Juli hat Moody's als Ergebnis der regelmäßigen Performance-Überwachung sechs deutsche Auto-ABS auf „Review for possible Upgrade“ gesetzt, weil die bisherige Entwicklung sowie aktualisierte Prognosen

deutlich besser als die ursprünglichen Erwartungen bei Emission waren. Folgende Transaktionen sind betroffen: Bavarian Sky 1 (BMW), Driver Two, Three und Four (VW), Globaldrive 2007-A und 2008-A (Ford). ■

Spreadentwicklung

Die Schuldenkrise hat im 2. Quartal auch bei Verbriefungen zu leichten Spreadausweitungen geführt. Der Markt ist jedoch immer noch nur eingeschränkt funktionsfähig, was

an der geringen Zahl und zum Teil widersprüchlichen Quotierungen zu erkennen ist (siehe Grafik 2). ■

Performance von Verbriefungen während der Finanzkrise

In einem aktuellen Bericht von S&P wird der Performance europäischer Verbriefungen seit Ausbruch der Finanzkrise nachgegangen. Demnach sind lediglich 0,46% der gerateten Tranchen ausgefallen und Investoren waren damit einem im Vergleich zu ande-

ren Anleiheklassen minimalen Risiko ausgesetzt. Excess-Spread, Over-Collateralisation, First Loss Piece haben die Verluste aufgefangen. Ausführlich wird in dem Folgebericht auf Seite 2 auf die Performance von Verbriefungen in der Finanzkrise eingegangen. ■

Inhalt

- Quartalsüberblick 03/2010
- Frank Cerveny
Performance von Verbriefungen während der Finanzkrise
- Kredit- und Verbriefungsmarkt
Kurznachrichten

Herausgeber

True Sale International GmbH (TSI)
Mainzer Landstraße 51
60329 Frankfurt am Main
info@tsi-gmbh.de
www.true-sale-international.de

Verlag und redaktionelle Bearbeitung

Fritz Knapp Verlag GmbH
Aschaffener Straße 19
60599 Frankfurt am Main
info@kreditwesen.de
www.kreditwesen.de

Urheberrecht

Alle im TSI kompakt erschienenen Beiträge sind urheberrechtlich geschützt. Alle Rechte vorbehalten. Reproduktionen, gleich welcher Art, oder Erfassung in Datenbanken nur mit schriftlicher Genehmigung des Verlags.

Disclaimer

Dieses Dokument wurde von der True Sale International GmbH (TSI) zu Informationszwecken erstellt. Die TSI hat die Informationen, auf die sich das Dokument stützt, aus Quellen übernommen, die sie als zuverlässig einschätzt, hat aber nicht alle diese Informationen selbst nachgeprüft. Die TSI übernimmt daher keine Gewähr für die Aktualität, Vollständigkeit und Richtigkeit der bereitgestellten Informationen. Artikel, die namentlich gekennzeichnet sind, geben die Meinung des Autors wieder.

Dank

Die TSI wurde bei der Erstellung von TSI Kompakt beraten von Herrn Frank Cerveny. Frank Cerveny, CIAA/CEFA (DVFA), leitet innerhalb des Fixed Income Research der DZ BANK AG die Gruppe ABS & Structured Credits.

Die nächste Ausgabe erscheint am 1. November 2010.

Performance von Verbriefungen während der Finanzkrise



Frank Cerveny
Leiter ABS & Structured
Credit Research,
DZ BANK AG, Frankfurt/M.

Wir ziehen eine Zwischenbilanz zur Performance europäischer Verbriefungen nach rund drei Jahren Finanzkrise und kommen zu Ergebnissen, die viele überraschen mögen. Für Investoren entscheidend sind die Ausfälle auf Ebene ihres Investments, also der Anleihen. Nach einer Auswertung von S & P beträgt die kumulierte Ausfallrate europäischer Verbriefungen im Zeitraum Q3 2007 bis Q1 2010 bei den gerateten Tranchen lediglich 0,46 % (für die USA beträgt der entsprechende Wert 5 %!). Bezogen auf ein zu Krisenbeginn ausstehendes europäisches Verbriefungsvolumen von 1,9 Bio. Euro entspricht dies einem Ausfall-Volumen von 8,5 Mrd. Euro. Die letztlich daraus resultierenden Verluste sind aufgrund von Verwertungserlösen nochmals niedriger. Bei weiterer Differenzierung, stellt sich das Bild noch positiver dar. Vernachlässigt man CDOs und betrachtet ausschließlich granulare Verbriefungen von „Konsumentenkrediten i.w.S.“ (z. B. ABS und RMBS), auf die

immerhin mehr als 1 Bio. Euro Anleihevolumen entfällt, liegt die Default-Rate zudem deutlich unter 0,1 % (siehe dazu Grafik 1). Kein Credit-Produkt ist unbeschadet durch die Krise gekommen, doch europäische ABS haben im Vergleich zu anderen Assetklassen hervorragend abgeschnitten. Denn betrachtet man zum Vergleich bzw. als „Benchmark“ die Entwicklung von Bank- und Unternehmensanleihen, so liegen die Defaults mit 120 Mrd. Euro im Zeitraum 2007 bis 2009 ebenso wie der Anteil der Rating-Herabstufungen deutlich höher als bei Verbriefungen.

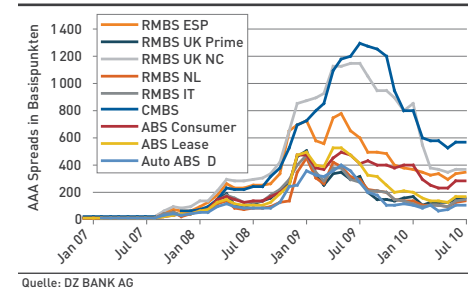
Die hervorragende Entwicklung der europäischen ABS-Anleihen ergibt sich aus der Qualität der Kreditportfolios und der Besicherungen von gerateten ABS-Anleihen durch Excess-Spreads, Reservekonten, Erstverlusttranchen. Exemplarisch seien hier unsere Performance-Indizes deutscher Transaktionen der Assetklassen Auto ABS, RMBS und SME CLO betrachtet. Die kumulierten Verluste der Kreditportfolios über die gesamte Laufzeit der entsprechenden Transaktionen liegen in allen Fällen deutlich unter der 1%-Marke: Auto ABS (netto): 0,54 %, RMBS (netto): 0,31 % und SME CLO (brutto): 0,78 %.

Ausfallraten und Spreadentwicklung

Grafik 1: Kumulierte Ausfallraten europäischer ABS-Anleihen nach Assetklassen seit Mitte 2007

Assetklasse	Volumen ausstehend Q2 2007 (Mrd. Euro)	Downgrades (%)	Defaults (%)
ABS	262	4,80%	0,14%
RMBS	756	4,40%	0,04%
Covered Bonds	182	1,60%	0,00%
CDO	433	38,80%	1,79%
CMBS	166	34,60%	0,08%
Sonstige	61	20,50%	0,14%
Europa gesamt	1859	15,40%	0,46%
USA gesamt	5793	44,40%	5,07%

Grafik 2: ABS-Spreadentwicklung



Auch die Zahlungsrückstände von mehr als 90 Tagen stellen sich mit Werten von 0,78 %, 0,14 % sowie 2,7 % sehr moderat dar. Mit diesen Werten zeigen sich deutliche Transaktionen auch im europäischen Vergleich sehr gut positioniert.

Europäische Verbriefungen sind somit ein hervorragendes Investment, zumal sich die Qualität in der Spreadentwicklung noch nicht vollständig niederschlägt. Obgleich die Spreads sich seit Mitte 2009 deutlich einengten, liegen sie noch über vergleichbaren Assetklassen und Ratings (siehe Grafik 2).

Die Botschaft dieser Zahlen an Politik und Öffentlichkeit sprechen für sich: Es gab nie eine Verbriefungsproblematik in Europa und schon gar nicht in Deutschland. Es gab eine Deregulierung der Kreditmärkte und eine jahrelange staatliche Subprime-Kredit-Förderung in den USA mit den entsprechenden Ergebnissen für die Kreditqualität und die amerikanischen Kapitalmarktprodukte. Wir sollten in Deutschland unsere Häuser nicht niederreißen, nur weil die amerikanischen Freunde in den ihren Asbest verbauten. Wenn es um Verbriefung geht, gilt: weniger Hysterie und mehr Fakten. ■

Die Originatoren und Arranger haben entschieden:
75% der in Deutschland ansässigen Verbriefungs-Zweckgesellschaften mit gelisteten Notes wurden

Wilmington Trust SP Services (Frankfurt) GmbH

anvertraut.* Wir bedanken uns dafür ebenso wie für die exzellente Kooperation mit der TSI Services GmbH. Mit dieser Erfahrung konzentrieren wir uns auf die Lösung Ihrer Wünsche.

*Quelle: Europäische Zentralbank



Wilmington Trust SP Services (Frankfurt) GmbH
Steinweg 3 – 5 • 60313 Frankfurt am Main
Tel. +49 69 2992 5385 • Fax +49 69 2992 5387
fradirectors@wilmingtontrust.com

Kredit- und Verbriefungsmarkt Kurznachrichten

Die **größte Verbriefung aller Zeiten** läuft zurzeit mit 440 Mrd. Euro über die Gesellschaft „Europäische Finanzstabilitäts-Fazilität“. Die Zweckgesellschaft vergibt Darlehen bis zu 367 Mrd. Euro an Eurostaaten, denen eine Finanzierung über den Kapitalmarkt schwer fällt und refinanziert sich über Finanzinstrumente (Anleihen, Schuldscheine). Die Refinanzierung zu AAA Konditionen wird durch „unwiderrufliche und unbedingte Bürgschaften“ mit einer 20%igen Überbesicherung jener Euro-Staaten, die nicht zu den Darlehensnehmern der Gesellschaft gehören, ermöglicht, wobei mit der Zunahme der Darlehensnehmer auch die Bürgschaftssumme für die verbleibenden Bürgschaftsgeber wächst. Mehr zu dieser „größten Verbriefung aller Zeiten“ in dem DZ Bank Researchbericht vom 2. Juli 2010 bzw. unter TSI Research auf www.tsi-gmbh.de. ■

Bei all den Diskussionen um die **Länderrisiken** in Europa ist es wert, einen **Blick in die USA** zu werfen: Die Risikoaufschläge (5-yr CDS) von Californien, Illinois und Michigan sind höher als von Portugal; New York und New Jersey liegen über Spanien. ■

Das **Risiko für Staatsanleihen** hat sich im letzten Quartal bei über 90% der Emittenten verschlechtert, die CDS-Prämien erhöhten sich für diese im Durchschnitt um 30%. ■

Das **Consultation paper on guidelines to Article 122a of the CRD** wurde am 1. Juli von dem Committee of European Banking Supervisors veröffentlicht. **Ziel des Papiers ist es, eine Annäherung in der Arbeit der Aufsichtsbehörden in Bezug auf die CRD 122a** (entspricht im Wesentlichen den neuen §§ 18a und 18b des KWG) zu erreichen. Die öffentliche Anhörung läuft bis 1. Oktober 2010. ■

Mit knapp 20 Mrd. Euro finanzieren sich größere deutsche Mittelständler durch den **Verkauf von Handels- und Leasingforderungen** an Zweckgesellschaften, die sich wiederum über die Begebung von ABCPs refinanzieren. Diese Form des asset based lending trägt bei Unternehmen zur Diversifikation der Finanzierungsquellen bei, für die Sponsorbanken, die in der Regel auch die ABCPs übernehmen, ist es eine weitgehend risikolose und eigenkapitalsparende Alternative zum ungesicherten Bankkredit. Bisher sind bei diesen Verbriefungen von Handels- und Leasingforderungen **keine Ausfälle** zu verzeichnen. Trotz mehrerer Insolvenzfälle bei den in Anspruch nehmenden Unternehmen betrug die Recoveryquote nach Forderungsverwertung immer 100%.

Bei mittelständischen Unternehmen steigt die Nachfrage nach derartigen Finanzierungen, bei Banken die Bereitschaft zur Ausweitung des Angebots.

sen. Danach dürfen in Deutschland beaufsichtigte Institute nur noch bei ABS-Transaktionen in ihren verschiedenen Rollen als Händler, Transaktionspartei, Broker, Investor etc. Risikopositionen eingehen, bei denen sich der jeweilige Originator zu **10% Risikoeinbehalt** verpflichtet hat. Damit wäre deutschen Banken ab Ende 2012 der gesamteuropäische Verbriefungsmarkt versperrt, da alle anderen europäischen Länder, wie von Kommission und Parlament verabschiedet, die vorgesehenen 5% Risikobeteiligung umsetzen. Fachleute befürchten eine Abwanderung des Marktes ins Ausland. ■

Nach diversen Expertenschätzungen ist davon auszugehen, dass die Umsetzung der **Baseler Vorschläge zur Eigenkapitaldefinition** und zu den Kapitalabzugsposten bei deutschen Banken zu einem Mehrbedarf an Eigenmittel von 60 bis 100 Mrd. Euro führen wird. Dies entspricht etwa den akkumulierten Kapitalerhöhungen deutscher Banken in den letzten fünf bis sieben Jahren

■

Zitat zum Markt

“A key challenge will be to revitalize private securitization, to supplement bank credit. ... It will also be important to coordinate reforms domestically and internationally to ensure safe securitization and promote a level playing field.”

aus dem IMF-Report 2010

Unsicherheit kommt bislang lediglich durch die neuen Regulierungen und ihre ungewisse Anwendung in den Markt. ■

Bei der **Umsetzung von Artikel 122 a CRD im KWG**, die mit den Stimmen der Koalitionsparteien im Bundestag verabschiedet wurde, hat man in einem wesentlichen Punkt die gemeinsame europäische Linie ab Ende 2012 verlas-

oder – anders gerechnet – einem dagegenstehenden Kreditvolumen von 720 bis 1200 Mrd. Euro und damit 30 bis 50% der gesamten Kreditherauslagen deutscher Banken und Sparkassen an Unternehmen und Privatpersonen. ■

Die amerikanische Börsenaufsicht (SEC) und EU sind dabei, die Ratingagenturen bei ihren **Ratings von Verbriefungs-**

transaktionen zu regulieren. Kern der Vorschläge und Regulierungen ist es, dass Ratingagenturen nur Verbriefungstransaktionen bewerten dürfen, bei denen zukünftig sichergestellt ist, dass an der Bewertung nicht beteiligte Ratingagenturen Zugriff auf alle Daten, Materialien und Informationen haben, die in das beauftragte Rating einfließen, um eigene, unbeauftragte Ratings abgeben zu können. Näheres ist in der SEC Rule 17g-5 vom 2. Juni 2010 und dem Merkblatt der EU-Kommission zum Thema Improving EU supervision of Credit Rating Agencies vom 3. Juni 2010 zu entnehmen. ■

Certified by TSI – Deutscher Verbriefungsstandard

Deutsche Verbriefungen sind auch im vierten Jahr der Krise stabil und zeigen allgemein eine gute Performance. Ihre Qualität ist hierbei das Ergebnis verschiedener Faktoren: Bei über 90% der deutschen Verbriefungen durchliefen die zugrunde liegenden Forderungen den gleichen Vertriebs-, Kredit- und Entscheidungsprozess wie die nicht-verbrieften Kredite, die auf der Bilanz

des Originators verblieben. Für die verbrieften und nicht-verbrieften Kredite eines Originators galten somit gleichermaßen einheitliche und bewährte rechtliche Regelungen bei der Kreditvergabe und Kreditüberwachung sowie der Steuerung und Incentivierung von Vertrieb und Back Office.

Hinzukommt, dass der deutsche Verbriefungsmarkt frühzeitig mit der TSI Zertifizierung auf Transparenz und Offenlegung setzte.

Um die Qualität deutscher Verbriefungen einerseits und die Positionierung eines Markenproduktes andererseits noch deutlicher in den Vordergrund zu stellen, hat die TSI aufbauend auf den Vorarbeiten des Bundesverbandes deutscher Banken (BdB) und in Zusammenarbeit mit ihren Gesellschaftern, Kunden und Investoren einen allgemeinen Qualitätsstandard für deutsche Verbriefungen definiert und in ihr bereits bestehendes und am Markt etabliertes Zertifizierungsverfahren aufgenommen.

Der neue Standard enthält neben definierten Qualitätskriterien für die Bereiche Investorenreporting, Offenlegung und Art der Kundenbeziehung unter anderem auch Anforderungen an den Kreditprozess (Kreditvergabe, Kreditentscheidung,



Kreditbearbeitung und Kreditüberwachung) sowie an die Incentivierung von Vertrieb und Back Office, die in einer Selbstverpflichtungserklärung des Originators/Issuers bestätigt werden. Diese wird auf der TSI Homepage mit weiteren Transaktionsdokumenten veröffentlicht.

Das Zertifikat CERTIFIED BY TSI – DEUTSCHER VERBRIEFUNGSSTANDARD baut demzufolge auf den gewonnenen Erkenntnissen vorangegangener Verbriefungen auf und adressiert die hierbei gewonnenen Stärken als Eckpunkte für die Qualitätskriterien Verbriefungen „Made in Germany“. ■

MINIMIEREN SIE DIE RISIKEN, BEVOR DIE RISIKEN IHR UNTERNEHMEN MINIMIEREN.

Finanzdienstleister stehen derzeit vor völlig neuen Herausforderungen. Neue interne Vorgaben und erweiterte Regulierungen müssen jetzt schnell und zuverlässig umgesetzt werden. Und genau dabei unterstützen wir Sie: Unsere Experten prüfen Kontrollmechanismen, führen Stresstests durch, aktualisieren Ihr Liquiditätsrisikomanagement und sorgen mit einer unternehmensweiten Risikoinventur für Transparenz und Sicherheit. Kurz: Wir machen Risikomanagement zu Ihrem Wettbewerbsvorteil. Sprechen wir darüber – wir freuen uns, Sie kennenzulernen: risikomanagement@de.pwc.com

PricewaterhouseCoopers. Die Vorausdenker.

www.pwc.de/de/risikomanagement

PRICEWATERHOUSECOOPERS 