

Bitte anschnallen – Europäische Auto ABS im Aufwärtstrend



MANAGEMENT SUMMARY

Creditreform Rating präsentiert in der vorliegenden Studie eine Untersuchung des europäischen Auto ABS-Markts. Dabei wird zunächst eine grundlegende Charakterisierung des Auto ABS-Marktes in Europa durchgeführt. Unter Berücksichtigung der Herkunft des Collaterals werden die Entwicklung der Emissionsvolumina sowie die Rating- und Collateral-Performance beleuchtet. Zudem analysieren wir den Auto ABS-Markt unter Berücksichtigung der Originatoren. Die Marktentwicklung der Auto ABS wird von Creditreform Rating laufend verfolgt, da dieses Segment eines der Wertpapieruniversen ist, das für uns ein wichtiges Geschäftsfeld darstellt. Zudem ist Creditreform Rating Gesellschafter der European DataWarehouse GmbH (EDW).

1. Die Bedeutung des Marktes für Verbriefungen ist in Europa seit der Finanzkrise deutlich zurückgegangen. Jedoch haben sich die verschiedenen Structured Finance-Instrumente sehr unterschiedlich entwickelt. Im Vergleich zu anderen Instrumenten fiel der Rückgang des ausstehenden Volumens im Bereich der ABS moderat aus, so dass diese Anfang 2015 das zweitgrößte Segment am Verbriefungsmarkt darstellen. Bemerkenswert ist vor allem, dass das ABS-Segment maßgeblich durch Auto ABS gestützt wird. Der Anteil der Auto ABS am gesamten ABS-Segment ist in den vergangenen Jahren auf 28,4% gestiegen.

2. Die Analyse zeigt, dass der Trend des Neuemissionsvolumens von Auto ABS in Europa deutlich aufwärts gerichtet ist. Nachdem sich das durchschnittliche jährliche Emissionsvolumen zwischen 2000 und 2005 noch auf 4,6 Mrd. Euro belief, erhöhte es sich im Zeitraum von 2006 bis 2010 auf 13,0 Mrd. Euro, ehe zwischen 2011 und Juli 2015 ein weiterer Anstieg auf 23,1 Mrd. Euro erfolgte. In 2014 wurde mit einem Neuemissionsvolumen von 28,5 Mrd. Euro der bisherige Höchstwert erzielt. Deutsche, französische und britische Transaktionen machen drei Viertel der Auto ABS-Deals aus, wobei die Emissionstätigkeit von Captives dominiert wird.

3. Insgesamt wurden nur vier ausgefallene Tranchen registriert – allesamt nachrangige Tranchen, die mit spanischem Collateral besichert waren und von Non-Captives begeben wurden. Europäische Auto ABS sind durch eine gute Rating-Performance gekennzeichnet, wobei die Zahl der Upgrades die der Downgrades überwiegt. Die Downgrade-Rate der zum Juli 2015 ausstehenden Auto ABS-Tranchen beträgt lediglich 2,9%. Gemessen am jährlichen Emissionsvolumen ist der Trend beim Anteil der AAA-Ratings abwärts gerichtet (2014: 74,9%). Dies dürfte vor allem darauf zurückzuführen sein, dass Subordinate-Tranchen einen wachsenden Anteil am Gesamtemissionsvolumen einnehmen. Deutsche und französische Auto ABS weisen das beste Ratingprofil auf.

4. Die guten Ratingeinschätzungen werden von verschiedenen Parametern untermauert, die Rückschlüsse auf die Collateral-Performance ermöglichen. Die Cumulative net loss rate sank bis 2011 auf durchschnittlich 0,237%, bevor sie im Emissionsjahr 2012 auf 0,310% anstieg. In den beiden Folgejahrgängen waren die Transaktionsportfolios wieder durch eine deutlich höhere Stabilität geprägt. Das durchschnittliche Credit Enhancement zeichnete diese Entwicklung weitgehend nach. Unterdessen sind die Zahlungsverzugsraten der den Auto ABS zugrunde liegenden Kredite tendenziell rückläufig. Nachdem die 90+ Tage-Zahlungsverzugsquote Anfang 2012 noch bei 0,37% lag, befindet sie sich Mitte 2015 mit 0,28% auf einem spürbar niedrigeren Niveau. Gleichzeitig geht die hohe Qualität der Auto ABS grundsätzlich mit risikoadäqua-

teren und damit geringen Renditemöglichkeiten einher. Die Basis Spreads europäischer Auto ABS sind seit 2009 rückläufig. Die zunehmende Stabilität in Bezug auf die Entwicklung der Basis Spreads spiegelt sich auch in der abnehmenden Streuung der Spreads emittierter Senior-Notes.

5. Die Entwicklung des Auto ABS-Marktes wird von wenigen Originatoren getragen. Insbesondere Volkswagen baute seine Marktpräsenz deutlich aus. Seit 2010 wächst das von VW begebene Emissionsvolumen beständig. Von den Non-Captives trug vor allem die spanische Santander Bank beträchtlich zum Marktwachstum bei. Im Hinblick auf das Ratingprofil von Captives und Non-Captives zeigen sich Unterschiede, wobei letztere in der Tendenz über ein schlechteres Rating-Profil verfügen.

6. Wir erwarten, dass sich der robuste Aufwärtstrend bei der Neuemission von Auto ABS fortsetzen sollte. Während die Auswirkungen des Ankaufprogramms der EZB bislang überschaubar sind, dürften die gesamtwirtschaftliche Entwicklung sowie die regulatorischen und legislativen Rahmenbedingungen dem Auto ABS-Segment einen gewissen Auftrieb verleihen. Rückenwind sollte das Auto ABS-Segment insbesondere von politischer Seite erhalten. Nachdem das regulatorische Pendel in den Jahren nach der Finanzkrise sehr stark in Richtung einer eher restriktiven regulatorischen Behandlung von Verbriefungen geschlagen war, zeichnet sich in der jüngeren Vergangenheit ein Umdenken ab. So sollten Auto ABS von den Bestrebungen der EU profitieren, den Verbriefungsmarkt in Europa auf nachhaltiger Basis zu fördern.

Ansprechpartner

Dr. Benjamin Mohr, Chefvolkswirt

E-Mail: b.mohr@creditreform-rating.de

Disclaimer

Diese Analyse ist urheberrechtlich geschützt. Die gewerbsmäßige Verwertung ist ohne eine schriftliche Zustimmung der Creditreform Rating AG unzulässig. Um die Gesamtaussage des Inhaltes nicht zu verfälschen, darf grundsätzlich nur die vollständige Studie veröffentlicht werden. Auszüge dürfen nur mit Zustimmung der Creditreform Rating AG verwendet werden. Eine Veröffentlichung der Studie ohne Kenntnis der Creditreform Rating AG ist nicht zulässig. Für Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität der in dieser Publikation enthaltenen Informationen übernimmt die Creditreform Rating AG keine Gewähr. Die der Studie zugrundeliegenden Analysen und darauf beruhende Ergebnisse stellen keine Anlageempfehlungen dar.

Inhalt

Management Summary	2
1. Verhaltene Entwicklung des europäischen Verbriefungsmarktes.....	5
2. Auto ABS in Europa – Eine Bestandsaufnahme.....	8
Marktentwicklung.....	8
Rating-Performance und Ratingprofil von Auto ABS	9
Collateral-Performance.....	11
3. Die Originatoren europäischer Auto ABS	16
4. Europäischer Markt für Auto ABS bleibt auf unwegsamem Gelände in der Spur.....	18

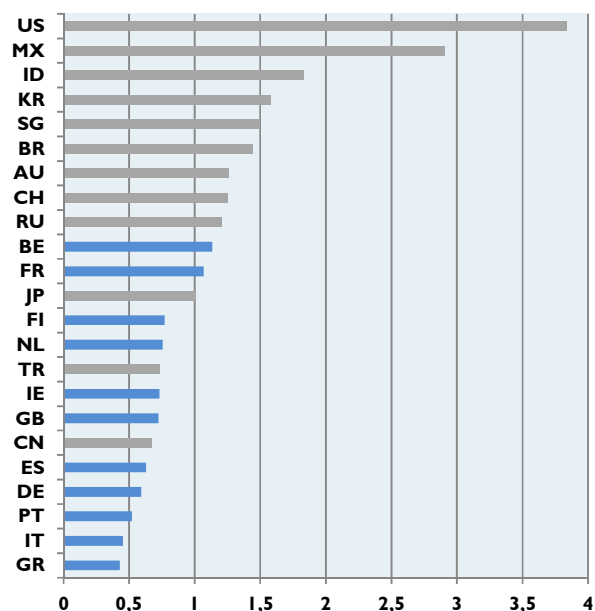
I. Verhaltene Entwicklung des europäischen Verbriefungsmarktes

Qualitativ hochwertige und transparente Verbriefungen stellen grundsätzlich ein effektives Instrument für die Verbesserung der Ressourcenallokation und den Risikotransfer über das Finanzsystem dar. Verbriefungen ermöglichen eine Transformation von relativ illiquiden Vermögenswerten wie Unternehmens-, Hypotheken- oder Autokrediten in handelbare Wertpapiere, die dann an Investoren veräußert werden können. Auf diese Weise ermöglichen sie es Investoren, ihren Bedarf an besicherten Schuldtiteln von guter Bonität zu decken und Originatoren, sich zu refinanzieren und Risiken über das Finanzsystem zu verteilen. Mehr noch, Verbriefungen besitzen das Potenzial, andere Finanzierungsquellen für die langfristige Finanzierung der Realwirtschaft zu ergänzen und über eine Steigerung der Kreditvergabekapazitäten von Kreditinstituten den Bankenmarkt und den Kapitalmarkt zu verknüpfen.¹

Dies erscheint umso wichtiger, als dass das Spektrum verfügbarer langfristiger Finanzierungsquellen in Europa vergleichsweise beschränkt ist. Denn Europa ist traditionell durch ein bankbasiertes Finanzsystem geprägt, verlässt sich folglich bei der Finanzierung in erster Linie auf Bankkredite – und die Abhängigkeit von Banken hat in den letzten 20 Jahren sogar noch zugenommen.² Abbildung I verdeutlicht, dass die Finanzierung in europäischen Volkswirtschaften im internationalen Vergleich wesentlich bankenorientierter ist. Gemessen am Verhältnis zwischen Aktien- und Anleihemarktkapitalisierung zu Bankkrediten an den privaten Sektor, weisen die meisten EU Länder Werte kleiner 1 auf. In der EU verfügen lediglich Frankreich und Belgien über eine Marktkapitalisierung, die das Volumen an Bankkrediten übertrifft.

Abb. I: Vergleich der Finanzstruktur in Europa mit ausgewählten Volkswirtschaften

Verhältnis von Aktien- und Anleihemarktkapitalisierung zu Bankkrediten an den privaten Sektor, Angaben für 2011

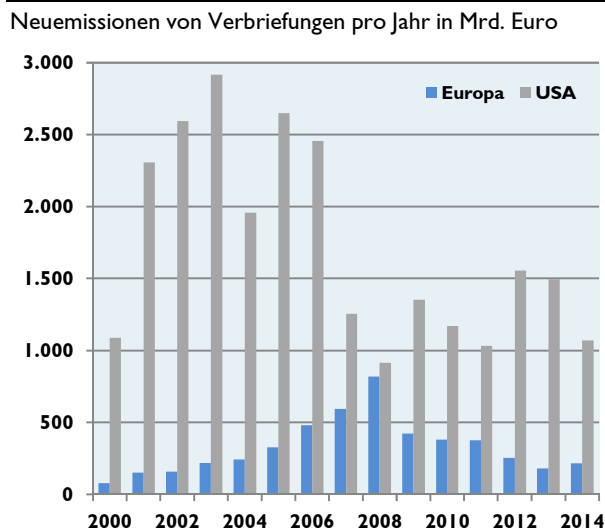


Quelle: World Bank, Creditreform Rating

Der europäische Verbriefungsmarkt ist im Vergleich zu anderen Wirtschaftsräumen eher unterentwickelt, so dass das Spektrum verfügbarer langfristigen Finanzierungsinstrumente zusätzlich eingeschränkt wird.

Dies spiegelt sich zuvorderst in der Emissionsaktivität auf dem Verbriefungsmarkt in Europa wider (siehe Abb. 2). Gemessen am Volumen neu emittierter Verbriefungen, wuchs der Verbriefungsmarkt im Vorfeld der Finanzkrise rasant und erreichte im Jahr 2008 mit 819,2 Mrd. Euro seinen Höchststand, sank jedoch danach drastisch und fiel in 2013 (180,2 Mrd. Euro) wieder auf das Niveau von 2002/03 zurück. Demgegenüber entwickelte sich der Verbriefungsmarkt in den Vereinigten Staaten (USA) sehr unterschiedlich. Nachdem das Neuemissionsvolumen zwischen 2006 und 2008 spürbar von 2.455,8 auf 915,8 Mrd. Euro zurückging, tendierte es bereits seit 2009 wieder aufwärts.

Abb. 2: Entwicklung der Emissionstätigkeit am Verbriefungsmarkt



Quelle: SIFMA, Creditreform Rating

In 2014 stieg das Volumen am europäischen Verbriefungsmarkt erstmals seit 2008 wieder an. Mit 216,3 Mrd. Euro macht er jedoch nur rd. ein Fünftel des US-Marktes aus (1.070,3 Mrd. Euro). Grundsätzlich gestaltet sich der Vergleich der Märkte schwierig, da das US-Volumen durch die staatliche Unterstützung am Markt für Residential Mortgage Backed Securities (RMBS) verzerrt wird (Freddie Mac, Fannie Mae, Ginnie Mae). Der Anteil der sog. Agency MBS am Neuemissionsvolumen machte 2014 auf dem Verbriefungsmarkt rd. 70% aus.

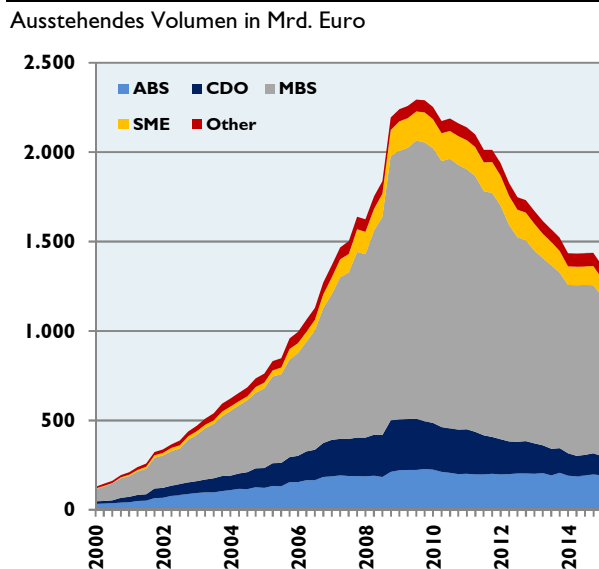
Auch wenn es Anzeichen für einen allmählichen Stimmungsumschwung unter den Investoren gibt, bleibt die Marktaktivität äußerst verhalten. Eine wesentliche Hürde für die Wiederbelebung des Verbriefungsmarkts ist die fortbestehende Verunsicherung seitens der Anleger, die ein mangelndes Vertrauen in die Qualität und Bewertung der realwirtschaftlichen Underlyings zeigen. Seit der Finanzkrise leidet der gesamte Verbriefungsmarkt als Anlageklasse unter dem Stigma, durch schwer nachvollziehbare Originations- und Transaktionsstrukturen sowie fehlende Transparenz und zuweilen Moral Hazard gekennzeichnet zu sein.³

Angebotsseitig wurde die Emissionstätigkeit durch die verhaltene konjunkturelle Entwicklung in Europa, die sich unmittelbar auf die Performance des Collaterals auswirkt, sowie die eingeschränkte Kreditvergabe gebremst. Dämpfend wirkte zudem die erhebliche Unsicherheit hinsichtlich der regulatorischen Behandlung von Verbriefungen. So sehen die Eigenkapitalregelungen des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht (BCBS) höhere Eigenkapitalanforderungen für ABS vor. Auch im Kontext der Liquidity Coverage Ratio werden ABS Berücksichtigung finden. Zudem sieht sich die Versicherungsbranche durch Solvency II restriktiveren Eigenkapitalregelungen für ABS gegenübergestellt.⁴

Es bleibt festzustellen, dass die Bedeutung des Marktes für strukturierte Finanzierungsinstrumente seit der Finanzkrise zurückgegangen ist. Da der Höchststand beim Neuemissionsvolumen jedoch erst in 2008 erreicht wurde, ist das ausstehende Volumen derzeit immer noch relativ hoch. Gleichwohl folgt das ausstehende Volumen einem ausgeprägten Abwärtstrend (siehe Abb. 3). Seit dem Höchststand in 2009 ist das ausstehende Volumen um 927,9 Mrd. Euro gesunken – von 2.294,1 Mrd. Euro auf 1.366,2 Mrd. Euro im ersten Quartal 2015. Dabei spielte eine Rolle, mit welchen Assets die jeweilige Verbriefung besichert war. So ist der kräftige Rückgang vor allem auf das Segment der RMBS zurückzuführen, die den größten Anteil des ausstehenden Volumens ausmachen – von Ende 2009 bis Anfang 2015 ist das ausstehende Volumen der RMBS von 1.380,5 auf 807,4 Mrd. Euro gesunken (-41,5%). Im Segment der Collateralized Debt Obligations (CDO) war ausgehend vom Höchststand im dritten Quartal 2009 (286,9 Mrd. Euro) mit -62,7% ebenfalls ein spürbarer Rückgang zu verzeichnen. Der Rückgang im Segment der Asset-backed Securities (ABS), die u.a. mit Autokrediten und Kreditkartenforderungen besichert sein können, fiel dagegen moderat aus. Seit dem dritten Quartal 2009 ging das ausstehende Volumen von 228,0 Mrd.

Euro ausgehend um lediglich 16% zurück und belief sich im ersten Quartal 2015 auf 192,5 Mrd. Euro. Damit stellen die ABS Anfang 2015 das zweitgrößte Segment des europäischen Verbriefungsmarkts dar.

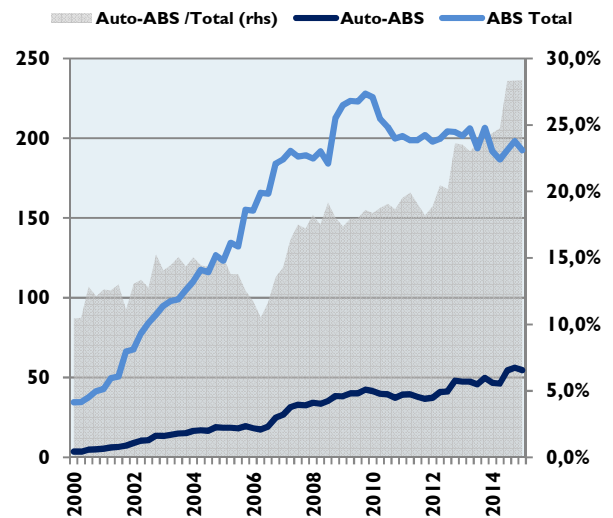
Abb. 3: Verbriefungsmarkt in Europa



Bemerkenswert ist dabei vor allem, dass das ABS-Segment maßgeblich durch die Anlageklasse Auto ABS gestützt wird. Während sich das ausstehende Volumen der ABS seit 2011 in einer verhältnismäßig engen Spanne zwischen 186,7 und 206,5 Mrd. Euro bewegte, ist der Trend bei der Entwicklung der Auto ABS aufwärts gerichtet (siehe Abb. 4). Nachdem das ausstehende Volumen europäischer Auto ABS zwischen 2009 und 2011 seitwärts tendierte, wurde das Volumen seitdem deutlich ausgeweitet. So expandierte das ausstehende Auto ABS-Volumen zwischen Q1-2012 und Q1-2015 um rd. 46% auf 54,6 Mrd. Euro. Dementsprechend stieg der Anteil der Auto ABS am gesamten ABS-Segment in diesem Zeitraum von 18,9 auf 28,4%. Somit haben sich die verschiedenen strukturierten Finanzierungsinstrumente in Europa während der jüngsten Finanzkrise sehr unterschiedlich entwickelt.

Abb. 4: Relevanz des Auto ABS-Segments im europäischen ABS Verbriefungsmarkt

Ausstehendes Volumen in Mrd. Euro, Anteil Auto ABS an ABS Total in %



In diesem Zusammenhang präsentieren wir in der vorliegenden Studie eine umfassende Untersuchung des europäischen Auto ABS-Markts. Zunächst wird eine grundlegende Charakterisierung des Auto ABS-Marktes in Europa durchgeführt. Unter Berücksichtigung der Herkunft des Collaterals, d.h. der den Auto ABS zugrunde liegenden Autokredite, werden die Entwicklung der Emissionsvolumina sowie einschlägige Performance-Kriterien zu den Auto ABS beleuchtet. Dabei untersuchen wir neben Ratings die Laufzeiten, Basis Spreads, Credit Enhancements, kumulierten Portfolioverluste sowie Zahlungsverzugsraten. In einem zweiten Schritt widmen wir uns der Frage, wer hinter der dynamischen Entwicklung der Auto ABS in Europa steht und analysieren den Auto ABS-Markt unter Berücksichtigung der Originatoren der emittierten Auto ABS.

2. Auto ABS in Europa – Eine Bestandsaufnahme

In diesem Abschnitt charakterisieren wir den Auto ABS-Markt in Europa. Dabei haben wir alle verfügbaren Daten zum europäischen Auto ABS-Markt zusammengetragen, um daraufhin eine Reihe von Analysen durchzuführen sowie Trends und Strukturen zu identifizieren. Die Berechnungen von Creditreform Rating basieren auf Daten von Bloomberg sowie eigenen Marktdaten.

Marktentwicklung

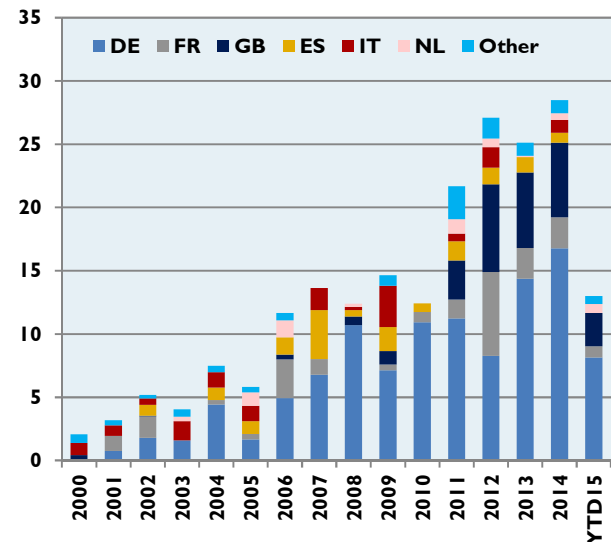
In der vorliegenden Untersuchung wurden alle Auto ABS berücksichtigt, die seit dem Jahr 2000 bis zum Stichtag 20.07.2015 in den EU-28-Staaten sowie der Schweiz, in Norwegen und Island emittiert wurden. Eine typische Auto ABS-Transaktion besteht aus zwei Tranchen – eine Senior-Tranche (Klasse A) und eine nachrangige Tranche. Das europäische Auto ABS-Segment umfasst für unseren Analysezeitraum zwischen 2000 und dem 20. Juli 2015 insgesamt 370 Transaktionen, sog. Deals, bzw. 844 Notes.

Die Analyse des gesamten Neuemissionsvolumens zeigt, dass der Trend der Emissionstätigkeit von Auto ABS in Europa deutlich aufwärts gerichtet ist (siehe Abb. 5). Nachdem sich das Volumen neu aufgelegter Auto ABS in den Jahren 2006 bis 2010 noch in einem Band zwischen 11,7 und 14,6 Mrd. Euro bewegt hatte, hat die Emissionstätigkeit seitdem spürbar an Dynamik gewonnen. So stieg das Emissionsvolumen von 12,4 Mrd. Euro in 2010 auf 21,7 Mrd. Euro im Jahr 2011. Der Stand von 2011 wurde ein Jahr darauf um weitere 25,1% übertroffen, als Auto ABS mit einem Volumen von 27,1 Mrd. Euro emittiert wurden. Nach einem leichten Rückgang in 2013 (25,1 Mrd. Euro) konnte in 2014 mit 28,5 Mrd. Euro der bisherige Höchstwert erzielt werden. Unterdessen deutet die Entwicklung des laufenden Jahres auf eine weiterhin robuste Marktverfassung hin – bis Juli dieses Jahres

wurde ein Emissionsvolumen i.H.v. 13,0 Mrd. Euro registriert, so dass das Niveau der Vorjahre durchaus in Reichweite erscheint.

Abb. 5: Entwicklung der Emissionstätigkeit von Auto ABS in Europa

Neuemissionsvolumen von Auto ABS, Angaben in Mrd. Euro, nach Herkunft des Collaterals, bis Juli 2015



Quelle: Bloomberg, Creditreform Rating

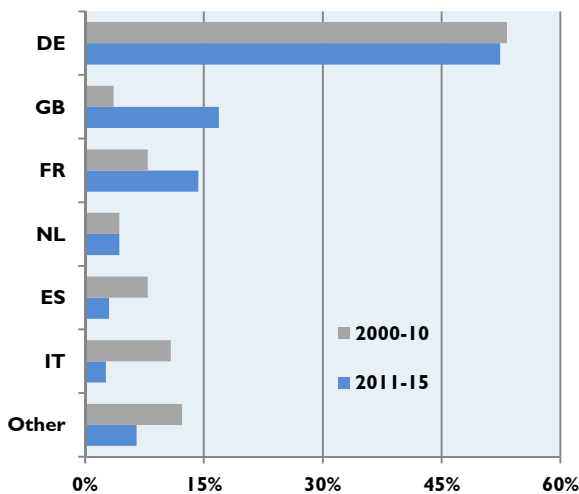
Somit kann festgestellt werden, dass sich die Emissionstätigkeit in drei Wellen vollzogen hat. Dabei ist das durchschnittliche jährliche Emissionsvolumen mit jeder Welle auf ein höheres Niveau gestiegen: Nachdem sich das mittlere Volumen zwischen 2000 und 2005 noch auf 4,6 Mrd. Euro p.a. belief, erhöhte es sich im Zeitraum von 2006 bis 2010 auf 13,0 Mrd. Euro, ehe ab 2011 (bis Juli 2015) ein weiterer Anstieg auf 23,1 Mrd. Euro erfolgte.

Bemerkenswert ist, dass sich die den ABS zugrunde liegenden Vermögenswerte, d.h. die Autokredite, auf wenige Länder beschränken. Gemessen am Herkunftsland der Underlyings entfallen über den gesamten Betrachtungszeitraum allein auf Deutschland 52,7% der europäischen Auto ABS-Deals. Ein weiteres Viertel der Transaktionen stammt aus Frankreich (11,9%) und UK (11,9%). Insgesamt kommen die „Big Five“, also Deutsch-

land, Frankreich, UK, Spanien und Italien, auf 87,0%. Auffallend ist in diesem Zusammenhang, dass sich im Vergleich der Zeiträume von 2000-10 zu 2011-15 deutliche Verschiebungen ergeben haben (siehe Abb. 6). Während britische und französische Auto ABS-Deals zwischen 2000 und 2010 nur 3,6 bzw. 7,9% ausmachten, sind es seit dem Jahr 2011 16,9 bzw. 14,3%. Demgegenüber fiel der Anteil der Transaktionen aus Spanien und Italien von 7,9 bzw. 10,8% auf 3,0 bzw. 2,6%.

Abb. 6: Auto ABS-Deals 2000-10 vs. 2011-15

Anteil an Auto ABS-Deals nach Herkunft des Collaterals

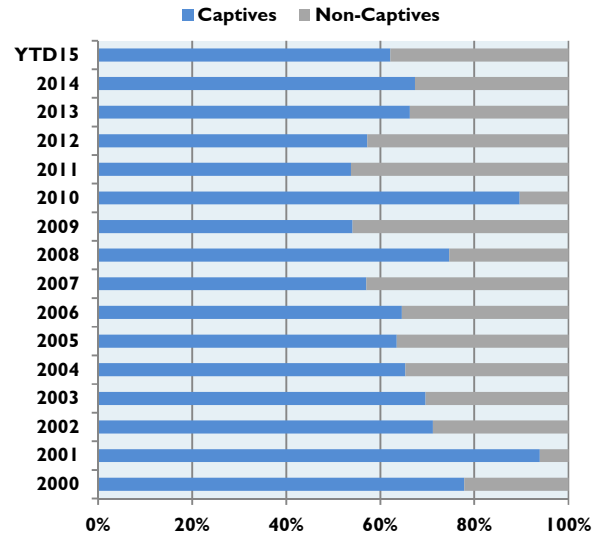


Quelle: Bloomberg, Creditreform Rating

Indessen wird die Emissionstätigkeit am Auto ABS-Markt in erster Linie von herstellergebundenen Autobanken, sog. Captives dominiert (siehe Abb. 7). Über den gesamten Betrachtungszeitraum hinweg entfallen zwei Drittel des Neuemissionsvolumens (64,6%) auf von Captives verbriefte Autokredite. Gleichwohl konnten die Non-Captives in den vergangenen Jahren tendenziell an Gewicht gewinnen. Nachdem der Anteil der von Autoherstellern unabhängigen Finanzinstitute zu Beginn des vergangenen Jahrzehnts noch unterhalb der 25%-Schwelle gelegen hatte, beläuft er sich im laufenden Jahr auf 37,9% (2014: 32,6%).

Abb. 7: Captives und Non-Captives am Auto ABS-Markt in Europa

Anteil am Neuemissionsvolumen nach Originator, Angaben in %, bis Juli 2015



Quelle: Bloomberg, Creditreform Rating

Rating-Performance und Ratingprofil von Auto ABS

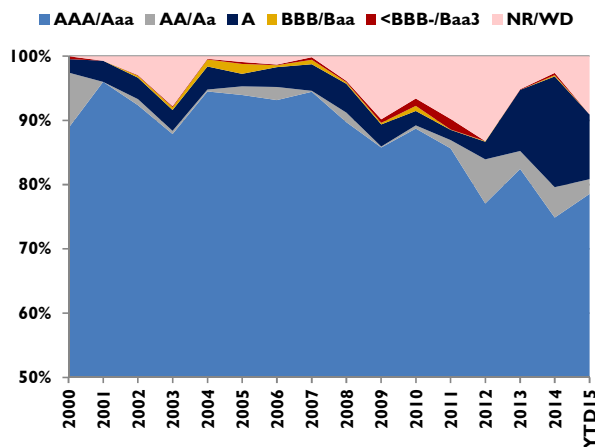
Die verbrieften Autokredite in Europa sind durch ein hohes Maß an Solidität gekennzeichnet. So wurden nur vier ausgefallene Tranchen mit einem Emissionsvolumen von 100,2 Mio. Euro registriert. Hierbei handelt es um nachrangige Tranchen, die mit spanischem Collateral besichert waren und von Non-Captives begeben wurden.

Die hohe Qualität der Assets findet in der guten Rating-Performance ihren Niederschlag, die sich in einer sehr hohen Stabilität der Ratings spiegelt. Im Allgemeinen fanden bei den ausstehenden Auto ABS vergleichsweise wenige Ratingaktionen statt. Grundsätzlich überwiegt die Zahl der Upgrades die der Downgrades. Von den zum Juli 2015 ausstehenden Auto ABS-Tranchen wurden lediglich 2,9% herabgestuft, gemessen am Emissionsvolumen. Dabei wurden die Downgrades ausschließlich bei spanischen und italienischen Notes vorgenommen. Die Downgrade-Rate betrug bei

den spanischen Notes 18,4%, im Fall der italienischen Tranchen beläuft sich die Rate sogar auf 49,9%. Bei deutschen, französischen sowie britischen Deals war dagegen kein Downgrade zu verzeichnen.

Abb. 8: Entwicklung der Auto ABS-Ratings

Initial Ratings (S&P, Moodys, Fitch) umfassen Klasse A sowie die nachrangigen Tranchen, Anteil je Emissionsjahr in %, gemessen am Emissionsvolumen, bis Juli 2015



Quelle: Bloomberg, Creditreform Rating

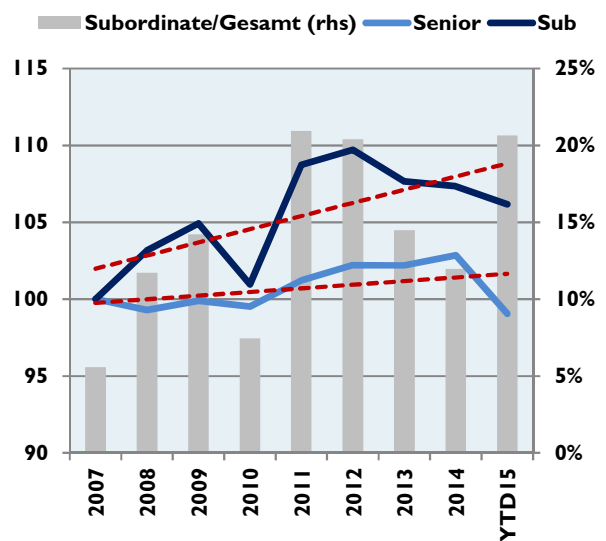
Gemessen am jährlichen Emissionsvolumen lag der Anteil der Auto ABS-Notes mit einem Initial Rating von AAA in 2014 bei 74,9% (siehe Abb. 8). Folglich wiesen drei Viertel aller Tranchen die beste Bonität auf – und diese Auswertung beinhaltet nicht nur die Tranchen der Klasse A sondern auch die nachrangigen Tranchen. Dabei ist allerdings der Trend beim Anteil der AAA-Ratings abwärts gerichtet. Dieser lag bis zum Jahr 2007 beständig oberhalb oder nahe 90%. Ab 2009 war der Anteil der AAA-Notes in der Tendenz rückläufig und fiel 2012 erstmals unter die Schwelle von 80%. Demgegenüber ist die Zahl der mit AA oder A beurteilten Tranchen in den vergangenen vier Jahren spürbar gestiegen.

Diese Beobachtung dürfte unter anderem auf die Art der Strukturierung der vergangenen Jahre zurückzuführen sein. Stellt man die Entwicklung der Emissionsvolumina der Senior- und Subordi-

nate-Notes gegenüber, zeigt sich, dass die Summe der jährlich begebenen nachrangigen Tranchen in relativer Betrachtungsweise stärker gestiegen ist als die der Senior-Tranchen (siehe Abb. 9). Das heißt, dass Subordinate-Tranchen einen immer größeren Anteil am jährlichen Gesamtemissionsvolumen einnehmen. Bis 2007 lag der Anteil der nachrangigen Notes am jährlichen Emissionsvolumen meist unter 10%. Seit 2008 beträgt der Anteil mit Ausnahme von 2010 stets deutlich über 10%. Im laufenden Jahr beläuft sich der Anteil am gesamten Volumen auf 20,7%, nachdem in 2013 und 2014 ein Anteil von immerhin 14,5 bzw. 12,0% verzeichnet wurde.

Abb. 9: Entwicklung des Emissionsvolumens nach Zahlungsrangfolge

Indexiertes Emissionsvolumen (2007=100), Anteil des Volumens nachrangiger Tranchen am Gesamtvolumen, bis Juli 2015



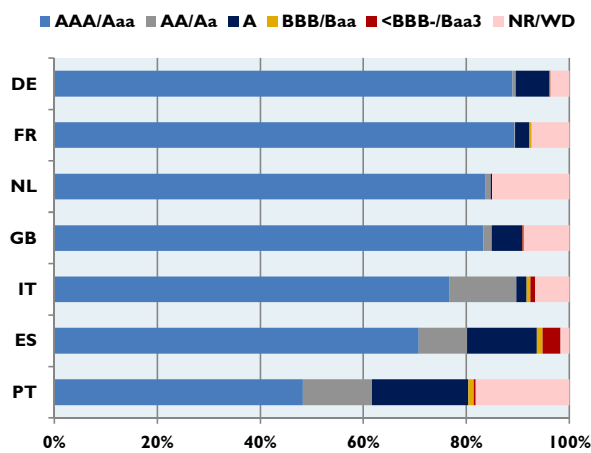
Quelle: Bloomberg, Creditreform Rating

Betrachtet man die Verteilung der Ratings nach Herkunft des Collaterals, scheinen deutsche und französische Auto ABS das beste Ratingprofil aufzuweisen (siehe Abb. 10). Neun von zehn Auto ABS-Tranchen aus Deutschland (89,0%) bzw. Frankreich (89,3%) weisen ein AAA-Rating auf. Gleichzeitig sehen wir bei mit spanischen, portugiesischen oder italienischen Autokrediten besie-

cherten Deals ein merklich schlechteres Ratingprofil. Bei Transaktionen aus Spanien und Italien erhielten nur 76,7 bzw. 70,7% der Tranchen ein AAA, bei portugiesischen Notes sogar nur 48,3%.

Abb. 10: Auto ABS-Ratings nach Herkunft des Collaterals

Initial Ratings (S&P, Moodys, Fitch) umfassen Klasse A sowie die nachrangigen Tranchen, gemessen am Emissionsvolumen, 2000 bis Juli 2015

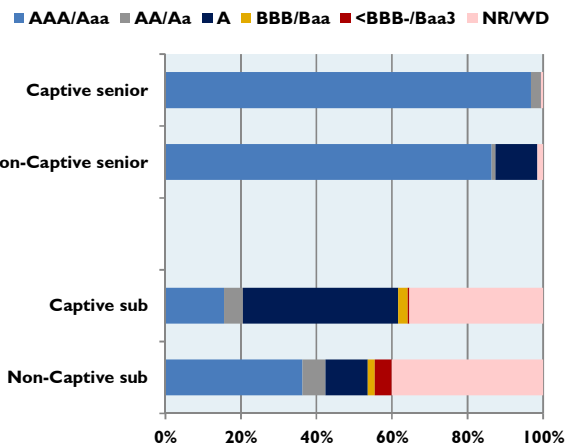


Quelle: Bloomberg, Creditreform Rating

Zudem kann festgestellt werden, dass die Notes der von Captives verbrieften Autokredite tendenziell als weniger ausfallgefährdet eingestuft werden (siehe Abb. 11). Der Anteil der mit einem AAA-Rating versehenen Senior-Tranchen liegt im Fall der Captive-Auto ABS bei 96,8%, während dieser bei von Non-Captives emittierten Verbriefungen 86,3% beträgt. Noch weiter fallen die Beurteilungen bei den nachrangigen Tranchen auseinander, wo fast zwei Drittel der Captive-Subordinates (61,6%) ein Rating oberhalb von BBB erhalten, wohingegen die Non-Captives lediglich auf 53,5% kommen. Jedoch entfällt bei den Non-Captives mit 36,3% ein größerer Anteil auf AAA-Ratings, verglichen mit 15,5% bei von Captives emittierten Auto ABS.

Abb. 11: Auto ABS-Ratings von Captives und Non-Captives

Initial Ratings (S&P, Moodys, Fitch), gemessen am Emissionsvolumen, 2000 bis Juli 2015



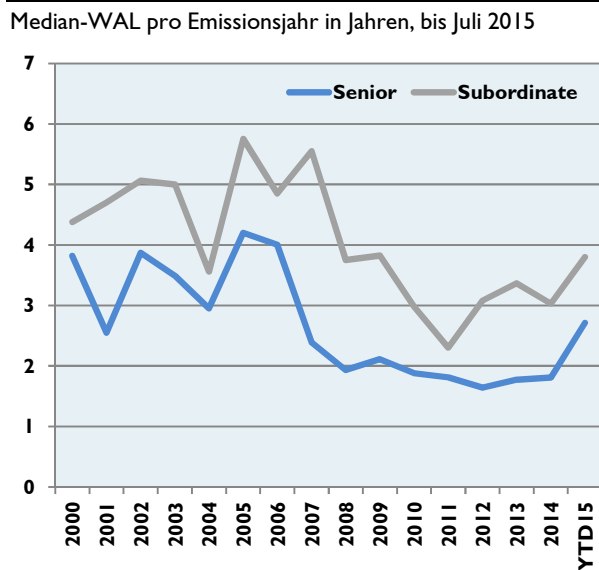
Quelle: Bloomberg, Creditreform Rating

Collateral-Performance

Die guten Ratingeinschätzungen werden von verschiedenen Parametern untermauert, die Rückschlüsse auf die Collateral-Performance ermöglichen.

Auto ABS-Notes weisen grundsätzlich eine vergleichsweise kurze gewichtete Laufzeit (Weighted Average Life, WAL) auf. Mehr als die Hälfte (55,2%) der seit dem Jahr 2000 begebenen Auto ABS-Tranchen hat eine WAL von ein bis drei Jahren. Dabei tendiert die WAL europäischer Auto ABS auf mittlere bis lange Sicht abwärts (siehe Abb. 12). Diese Entwicklung signalisiert grundsätzlich ein geringeres Risiko der Auto ABS, da geringere WAL mit einer kürzeren Kapitalbindung und damit einem geringeren Ausfallrisiko des Principals verbunden sind. Nachdem die WAL der Senior-Tranchen in 2006 noch durchschnittlich 4,0 Jahre betragen hatte, folgt sie seitdem einem rückläufigen Trend und schwankt von 2010 bis 2014 in einer engen Bandbreite zwischen 1,64 und 1,88 Jahren. Am aktuellen Rand liegt sie mit 2,71 Jahren etwas oberhalb des langfristigen Durchschnitts (Median: 1,86 Jahre).

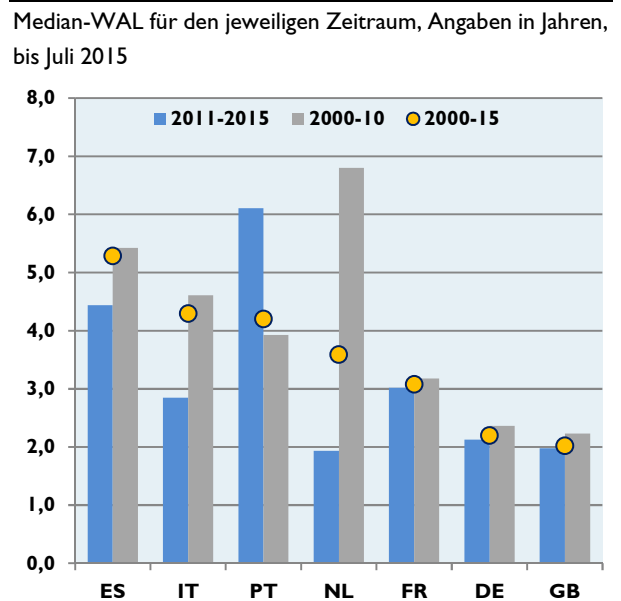
Abb. 12: Entwicklung der gewichteten Laufzeit nach Zahlungsrangfolge



Quelle: Bloomberg, Creditreform Rating

Ein Blick auf Abbildung 13 zeigt, dass Auto ABS aus Deutschland und UK ein vergleichsweise solides Investment darstellen. Die WAL von mit deutschen oder britischen Autokrediten besicherten Verbriefungen liegt im Mittel bei 2,20 bzw. 2,02 Jahren und ist auch über den Zeitverlauf als vergleichsweise stabil zu bezeichnen. Etwas höher liegt die WAL bei den französischen (3,08 Jahre) sowie bei den niederländischen Auto ABS (3,59 Jahre). Zum Vergleich: Die WAL spanischer Auto ABS-Notes beläuft sich im gesamten Betrachtungszeitraum auf 5,29 Jahre. Die WAL in Italien und Portugal liegt mit 4,30 bzw. 4,20 Jahren ebenso auf einem merklich höheren Niveau. Zwar dürfte die geringere Anzahl von in Spanien, Italien, Portugal und den Niederlanden emittierten Auto ABS in Bezug auf die höhere Schwankungsintensität der WAL sicherlich eine Rolle spielen. Gleichwohl hat sich die durchschnittliche WAL in den Niederlanden (1,93 Jahre), Spanien (4,44 Jahre) und Italien (2,85 Jahre) seit 2011 deutlich verringert, während sie in Portugal (6,11 Jahre) kräftig gestiegen ist.

Abb. 13: Gewichtete Laufzeiten nach Herkunft des Collaterals

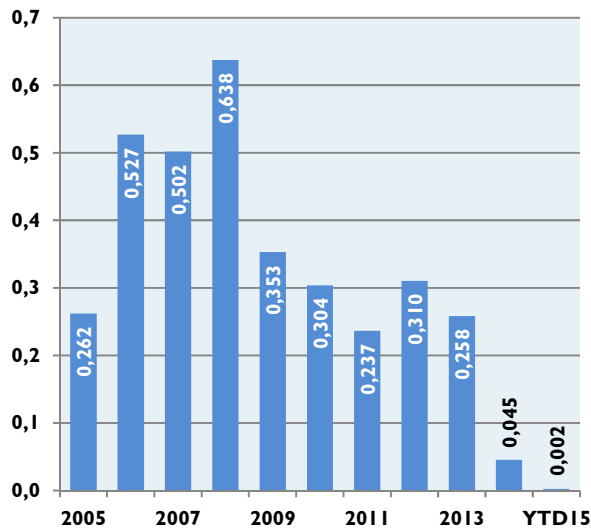


Quelle: Bloomberg, Creditreform Rating

Die kumulierten Nettoverluste (Cumulative net loss) zeigen ebenfalls eine robuste Performance der Underlyings an. Unter dem Cumulative net loss versteht man den kumulierten Betrag der Verluste, die sich nach Abzug der Recoveries zum Stichtag ergeben. Der Cumulative net loss der im Krisenjahr 2008 emittierten Auto ABS betrug im Durchschnitt 0,638% der Original Pool Balance (siehe Abb. 14). Seit dem Emissionsjahr 2009 verzeichneten die europäischen Auto ABS-Transaktionen gemessen an der Cumulative net loss rate eine verbesserte Collateral-Performance. Nachdem die kumulierte Verlustrate 2009 mit durchschnittlich 0,353% bereits wesentlich geringere ausfiel als im Emissionsjahr zuvor, sank diese bis 2011 auf 0,237%. Für den Jahrgang 2012 stieg die Cumulative net loss rate wieder an, lag aber mit 0,310% noch merklich unter dem Niveau von 2008. In den beiden Folgejahrgängen entwickelten sich die Transaktionsportfolios wieder stabiler, beim Emissionsjahr 2015 sind bislang nahezu kaum Verluste aufgelaufen.

Abb. 14: Entwicklung der kumulativen Nettoverluste von Auto ABS in Europa

Durchschnittliche Nettoverlustrate (Median) pro Emissionsjahr, Angaben in %, Stichtag 20.07.2015

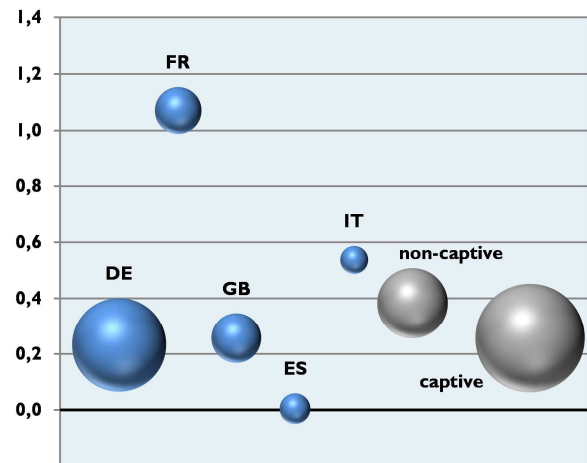


Quelle: Bloomberg, Creditreform Rating

Differenzieren wir nach der Herkunft des Kreditportfolios, wird die gute Collateral-Performance der deutschen Auto ABS-Deals deutlich, wodurch das gute Rating-Profil deutscher Transaktionen (siehe oben) unterstrichen wird. Klammert man einmal die spanischen Transaktionen aufgrund der geringen Anzahl der Deals aus, stechen die deutschen Auto ABS mit einer mittleren Cumulative net loss rate von lediglich 0,234% heraus (siehe Abb. 15). Dahinter folgen die Deals aus UK mit 0,258%. Deutlich schwächer entwickelten sich verbrieft Autokredite aus Frankreich, bei denen der Cumulative net loss im Durchschnitt 1,071% der Original Pool Balance betrug. Dazwischen rangieren Transaktionen aus Italien mit einer Nettoverlustrate von 0,538%, wenngleich die Zahl der Deals auch hier verhältnismäßig gering ist. Des Weiteren ist zu sehen, dass sich die Kredite, die vom Finanzierungsarm der Autohersteller verbrieft wurden, mit einer durchschnittlichen Cumulative net loss rate i.H.v. 0,258% durch eine bessere Performance auszeichnen als die der Non-Captives, die auf eine Rate von 0,382% kommen.

Abb. 15: Kumulative Nettoverluste nach Herkunft des Collaterals und Originator

Durchschnittliche Nettoverlustrate (Median) in %, Stichtag 20.07.2015, Größe der Blasen entspricht Anzahl der Deals

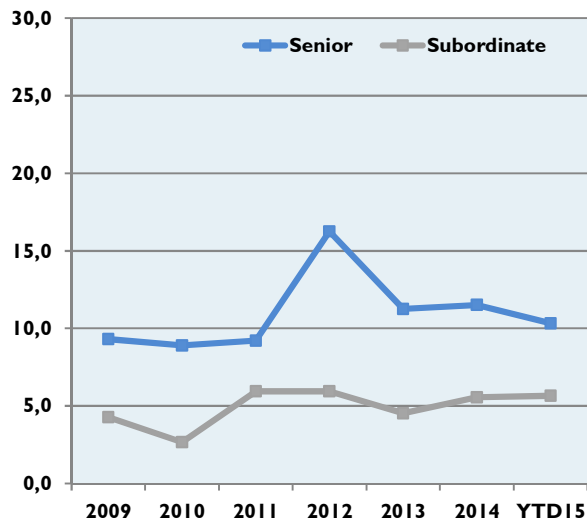


Quelle: Bloomberg, Creditreform Rating

Die durchschnittliche anfängliche Kreditbesicherung, die der Verringerung des Verlustrisikos der Senior-Tranche dient, zeichnete die Entwicklung der kumulierten Nettoverluste in den vergangenen Jahren weitgehend nach (siehe Abb. 16). Während das sog. Initial Credit Enhancement der Senior-Note in den Emissionsjahren 2009 bis 2011 um ein Niveau von durchschnittlich 9% pendelte, erfolgte in 2012 ein Anstieg auf 16,3%, ehe das Enhancement in den Jahren darauf wieder abwärts tendierte und sich zuletzt auf 10,3% belief. Diese Beobachtung ergänzt den Befund, dass die in 2012 emittierten Auto ABS grundsätzlich von einer geringeren Qualität der Kreditportfolios geprägt zu sein scheinen. Um angesichts des offensichtlich schwächeren Pool-Mixes dennoch ein gutes Rating für die Senior-Tranchen zu erhalten, wurde eine Reihe von Enhancement-Instrumenten wie z.B. eine Overcollateralization, ein Excess Spread oder ein Reserve Fund eingesetzt.

Abb. 16: Entwicklung des durchschnittlichen Credit Enhancements

Initial Credit Enhancement, Median pro Emissionsjahr, Angaben in %, bis Juli 2015

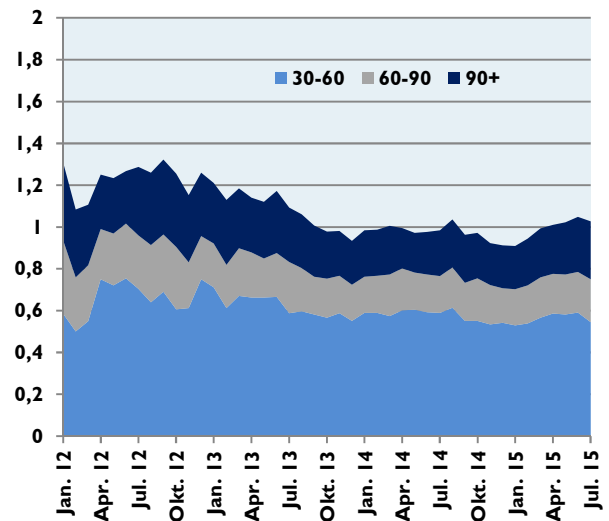


Quelle: Bloomberg, Creditreform Rating

Unterdessen sind die Zahlungsverzugsraten der den Auto ABS zugrunde liegenden Kredite trotz des angespannten konjunkturellen Umfelds in Europa tendenziell rückläufig (siehe Abb. 17). Im Januar 2012 lag die 90+ Tage-Zahlungsverzugsquote noch bei durchschnittlich 0,37%. In den darauf folgenden Jahren konnten wesentlich geringere Rückstandsquoten beobachtet werden – bis Mai 2014 sank die Verzugsrate 90+ bis auf 0,19%. Seitdem stieg diese wieder etwas an und betrug im Juli 2015 immerhin 0,28% – befindet sich damit aber auf einem spürbar niedrigeren Niveau als Anfang 2012. Demgegenüber fiel die Zahlungsrückstandsquote 60-90 Tage zwischen Januar 2012 und August 2013 um 0,14 Prozentpunkte auf 0,21%. Seit September 2013 schwankt die Verzugsrate in einem Band zwischen 0,17 und 0,20%. Die Rückstandsquote 30-60 Tage bewegte sich im Betrachtungszeitraum weitestgehend seitwärts. Während sie ihren Höchststand im zweiten Quartal 2012 erreichte (0,75%), befand sich die Zahlungsverzugsrate im Juli 2015 mit 0,55% auf dem Niveau von Anfang 2012 (Jan-12: 0,59%).

Abb. 17: Zahlungsverzugsrate bei europäischen Auto ABS

Durchschnittliche Zahlungsverzugsrate des Collaterals nach Bucket (in Tagen), Angaben in %



Quelle: Bloomberg, Creditreform Rating

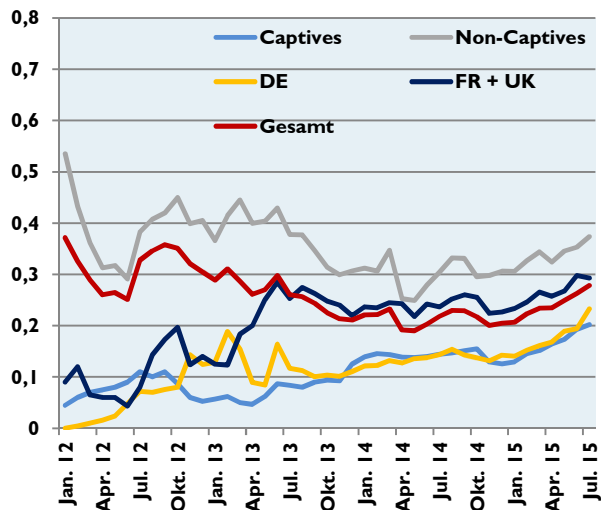
Gleichzeitig sind erhebliche Unterschiede in Bezug auf die Qualität des Collaterals erkennbar, wenn man auf die Ebene der Originatoren abstellt (siehe Abb. 18). Grundsätzlich verzeichnen die von Non-Captives verbrieften Autokredite mit 0,37% über höhere Zahlungsverzugsraten im Bereich 90+ Tage, verglichen mit 0,20% bei den Captive-Autokrediten. Auffallend ist allerdings, dass sich der Abstand in den vergangenen Jahren verringert hat. So belief sich der Abstand zwischen den Verzugsraten im März 2013 noch auf 0,4 Prozentpunkte (Captives: 0,05%, Non-Captives: 0,45%). Die Rückstandsquoten bei den Captives sind seitdem in der Tendenz aufwärts gerichtet.

Betrachtet man die Verzugsquoten nach der Herkunft des Collaterals, muss festgestellt werden, dass deutsche Autokredite seit 2012 eine 90+ Tage-Zahlungsverzugsquote aufweisen, die sich unterhalb des europäischen Durchschnitts befindet, wenngleich die Verzugsrate zuletzt leicht gestiegen war. Dagegen entwickelte sich die Verzugsquote britischer und französischer Autokredi-

te unterschiedlich. Seit 2013 hat sich deren 90+ Verzugsrate von 0,13 auf aktuell 0,29% erhöht.

Abb. 18: 90+ Tage Verzugsrate nach Herkunft des Collateral und Originatoren

Durchschnittliche 90+ Tage-Zahlungsverzugsrate des Collaterals, Angaben in %



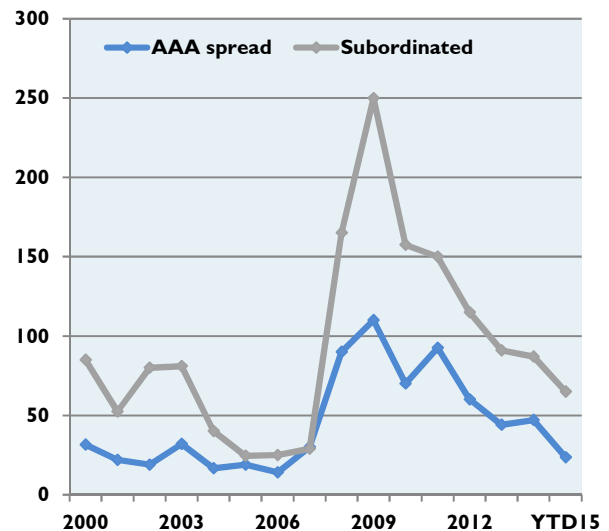
Quelle: Bloomberg, Creditreform Rating

Allerdings hat jede Medaille zwei Seiten. So geht das verhältnismäßig geringe Risiko bzw. die hohe Qualität der Auto ABS grundsätzlich mit risiko-adäquateren und damit geringen Renditemöglichkeiten einher, hier gemessen an den Basis Spreads. Gleichwohl gestaltete sich die Entwicklung der Auto ABS-Spreads in den vergangenen Jahren aus einer Risiko-Perspektive sehr positiv (siehe Abb. 19). Im Zuge der Finanzkrise hatten die Auswirkungen des sich eintrübenden konjunkturellen Umfelds auf die Collateral-Performance und das erhöhte Länderrisiko auf der Nachfrage- und der Angebotsseite von Auto ABS zu steigenden Basis Spreads geführt. So belief sich der durchschnittliche Spread der in 2008 und 2009 begebenen AAA-Auto ABS-Notes auf 90 bzw. 110 Basispunkte – nach 30 Basispunkten im Jahr 2007. Gleichzeitig legte der Spread der nachrangigen zwischen 2007 und 2009 im Mittel auf 250 Basispunkte zu. Das für Auto ABS sehr hohe Spread-Niveau war in der akuten Phase der Krise Ausdruck der all-

gemeinen Verunsicherung und des erhöhten Liquiditätsrisikos. Seitdem sind die Spreads europäischer Auto ABS wieder rückläufig und nähern sich dem Vorkrisen-Niveau an. Nachdem der AAA-Spread bis 2014 auf 47 Basispunkte gefallen war, sank er im laufenden Jahr auf durchschnittlich 24 Punkte. Eine Rolle spielte dabei neben den robusten Fundamentaldaten der Assets die solide Nachfrage nach dieser Anlageklasse, wobei hierbei mitunter die Möglichkeit, Verbriefungen beim Eurosystem als notenbankfähige Sicherheit einzusetzen, zum Tragen kam.

Abb. 19: Entwicklung des Basis Spreads europäischer Auto ABS

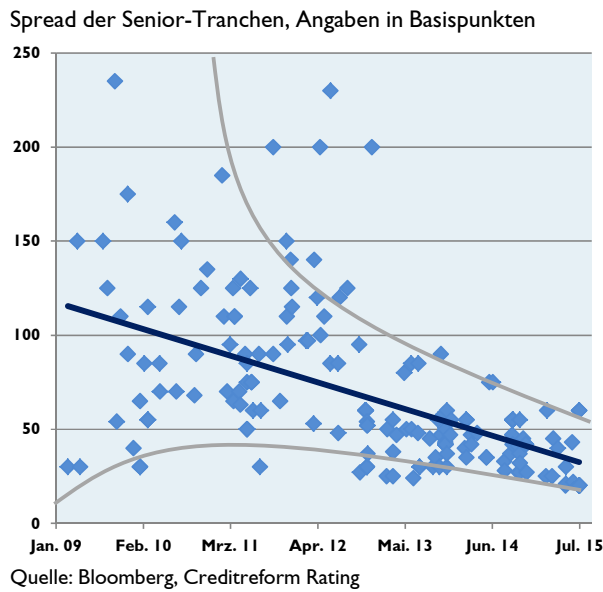
Durchschnittlicher Spread (Median) nach Emissionsjahr, Angaben in Basispunkten, bis Juli 2015



Quelle: Bloomberg, Creditreform Rating

Die zunehmende Stabilität in Bezug auf die Entwicklung der Basis Spreads spiegelt sich auch in der abnehmenden Streuung der Spreads emittierter Senior-Notes. In diesem Zusammenhang kann seit 2012 ein deutlicher Einengungstrend der Auto ABS-Spreads beobachtet werden (siehe Abb. 20). Dieser Trend hat seit dem Jahr 2012 kontinuierlich fortgesetzt und die Spreizung zwischen dem höchsten und niedrigsten Basis Spread eines Emissionsjahres ist stark rückläufig.

Abb. 20: Streuung der Basis Spreads seit 2009



3. Die Originatoren europäischer Auto ABS

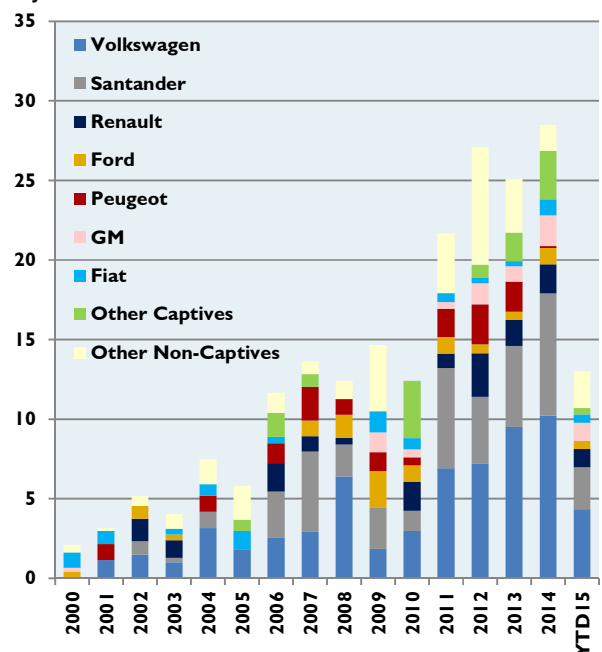
Nachdem der Aufwärtstrend im Segment der Auto ABS bereits in Abschnitt 2 charakterisiert wurde, wendet sich das folgende Kapitel den wichtigsten Originatoren am Auto ABS Markt zu. Eine Analyse des Neuemissionsvolumens auf Ebene der Einzelakteure ermöglicht eine Aussage, inwiefern die starke Entwicklung des Auto ABS-Marktes von allen relevanten Akteuren getragen wird oder ob hierfür einige wenige Marktteilnehmer verantwortlich sind.

Die Analyse der Neuemissionsvolumina nach Originatoren seit dem Jahr 2000 spricht deutlich für letztere These. Insbesondere Volkswagen (VW) baute seine Präsenz am europäischen Vertriebsmarkt für Autokredite deutlich aus. Begab VW über seinen Finanzierungsarm 2001 lediglich Auto ABS im Volumen von 1,2 Mrd. Euro (siehe Abb. 21), so wuchs die Emissionstätigkeit bis 2008 um mehr als den Faktor fünf auf 6,4 Mrd. Euro, ehe im Zuge der Finanzkrise 2009 ein deutlicher Rückgang auf 1,8 Mrd. Euro erfolgte. Der Einbruch der emittierten Volumina war jedoch nur von kurzer

Dauer. Seit 2010 wächst das von VW begebene Neuemissionsvolumen beständig. Bereits im Jahr 2011 wurde mit 6,9 Mrd. Euro das Vorkrisenniveau deutlich übertroffen, in 2014 wurden Auto ABS im Umfang von 10,2 Mrd. Euro begeben und damit ein neuer Höchstwert registriert. Die starke Emissionstätigkeit von VW setzt sich auch in 2015 fort, so wurden bis zum Stichtag bereits ABS im Umfang von 4,3 Mrd. Euro begeben. Im Bereich der Captives stellt diese kontinuierliche Ausweitung der Emissionsvolumina eine Ausnahme dar. So bringen die französischen Hersteller Renault und Peugeot zwar regelmäßig, aber nicht in jedem Jahr ABS Papiere an den Markt. Ähnlich stellt sich die Situation bei Fiat und General Motors (GM) dar.

Abb. 21: Entwicklung der Auto ABS-Emissionen nach Originatoren

Neuemissionsvolumen von Auto ABS, Angaben in Mrd. Euro, bis Juli 2015



Quelle: Bloomberg, Creditreform Rating

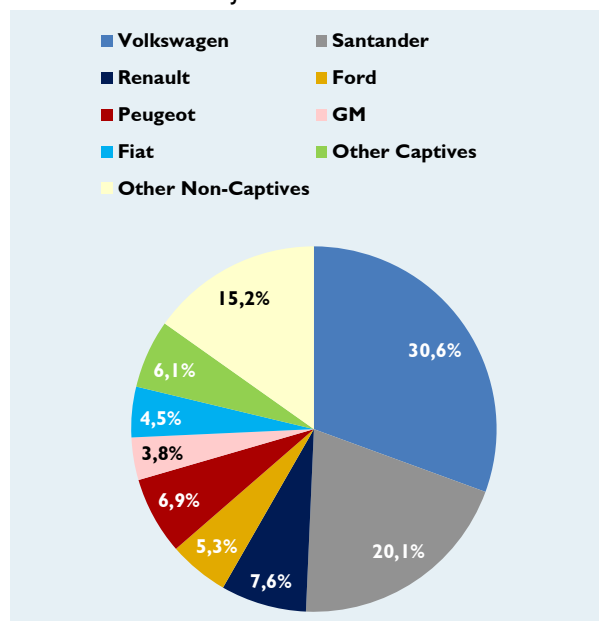
Von den herstellereingebundenen Banken trug vor allem die spanische Banco Santander beträchtlich zum Wachstum des europäischen Auto ABS-Marktes bei. Zur Orientierung: Betrug deren Emis-

sionsvolumen in 2010 noch 1,3 Mrd. Euro, ver- sechsfachte sich das Volumen in 2014 auf 7,7 Mrd. Euro. Auch im laufenden Jahr setzte sich das starke Emissionsverhalten von Santander fort. Bis zum Stichtag der Untersuchung wurde ein Neuemissionsvolumen von 2,6 Mrd. Euro registriert.

Die herausgehobene Stellung von Volkswagen und Santander im europäischen Verbriefungsmarkt geht eindrücklich aus Abbildung 22 hervor. Am Emissionsvolumen gemessen entfiel im Analysezeitraum mehr als jeder zweite Euro auf einen der beiden Originatoren, wobei es VW auf einen Anteil von einem Drittel bringt (30,6%), gefolgt von Santander, deren Anteil ein Fünftel beträgt (20,1%). Mit deutlichem Abstand folgen Renault (7,6%) sowie Peugeot (6,9%).

Abb. 22: Verteilung der Originatoren am europäischen Auto ABS-Markt

Anteil am Neuemissionsvolumen nach Originator, Emissionen zwischen 2000 bis Juli 2015



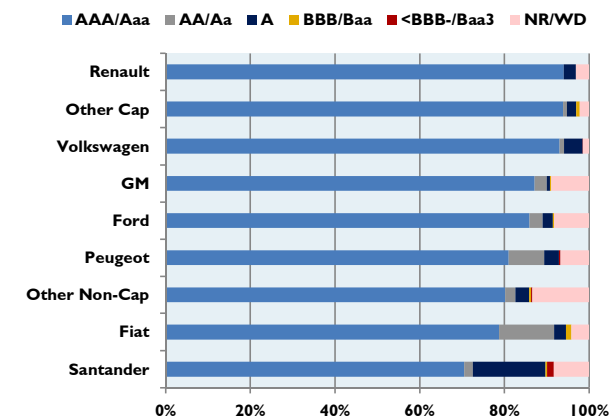
Quelle: Bloomberg, Creditreform Rating

Betrachtet man das Ratingprofil der Auto ABS-Notes nach Originatoren, so ist zunächst festzuhalten, dass den gerateten Tranchen aller Emittenten mehrheitlich ein geringes oder sehr geringes Aus-

fallrisiko bescheinigt wird, wie der hohe Anteil an AAA-Ratings signalisiert (siehe Abb. 23).

Abb. 23: Auto ABS-Ratings nach Originatoren

Initial Ratings (S&P, Moodys, Fitch) umfassen Klasse A sowie die nachrangigen Tranchen, gemessen am Emissionsvolumen, 2000 bis Juli 2015



Quelle: Bloomberg, Creditreform Rating

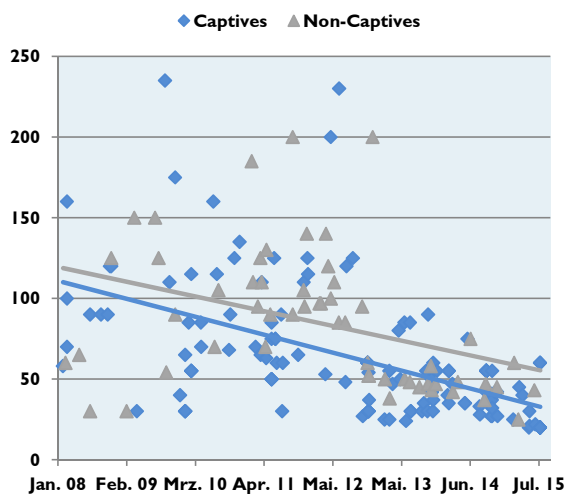
Gleichwohl offenbaren sich Unterschiede in den Ratingprofilen von Captives und Non-Captives. So weisen mehr als neun von zehn (94,0%) Auto ABS-Notes, die von Renault originiert werden, ein AAA-Rating auf. Bei VW liegt der Anteil mit 93,0% nur unwesentlich niedriger. Zum Vergleich: Nur etwas mehr als zwei Drittel (70,5%) der Auto ABS-Tranchen der Banco Santander werden mit einem AAA bewertet, andere herstellerungebundene Finanzinstitute kommen auf einen Anteil von 80,2% in dieser Ratingklasse. Gleichzeitig liegt der Anteil der ABS Tranchen ohne Rating im Segment der Non-Captives deutlich über dem der Captives. So fallen bei der Santander Bank 8,3%, bei anderen Non-Captives sogar 13,4% aller Auto ABS-Tranchen in diese Kategorie. Im Bereich der Captives bewegt sich der entsprechende Anteil zwischen 1,5% (VW) und 8,9% (GM).

Indessen befinden sich die Risikoaufschläge, die von Captives und Non-Captives bei Emission neuer Auto ABS geboten werden müssen, seit 2008 in einem Abwärtstrend (siehe Abb. 24) Nicht nur engten sich die Risikoprämien der von Captives

begebenen Senior-Tranchen stärker ein als die der Non-Captives, herstelleregebundene Banken müssen im gesamten Beobachtungszeitraum strukturell niedrigere Emissionsspreads bei der Platzierung von Auto-ABS bieten.

Abb. 24: Vergleich der Basis Spreads von Captives und Non-Captives

Spread der Senior-Tranchen, Angaben in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Creditreform Rating

4. Europäischer Markt für Auto ABS bleibt auf unwegsamem Gelände in der Spur

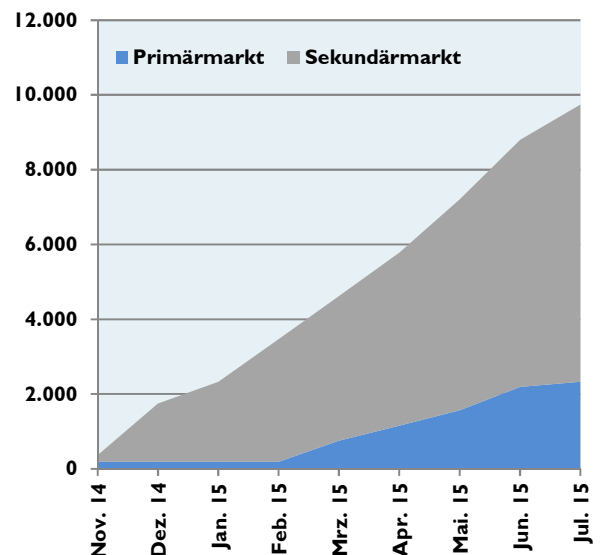
Zwar sind unsere Perspektiven für den gesamten europäischen Verbriefungsmarkt nur von verhaltenem Optimismus geprägt. Wir erwarten dennoch, dass sich der robuste Aufwärtstrend bei der Neuemission von Auto ABS in Europa fortsetzen sollte. Während die Auswirkungen des Ankaufprogramms der EZB bislang überschaubar sind, dürften die gesamtwirtschaftliche Entwicklung sowie die regulatorischen und legislativen Rahmenbedingungen dem Auto ABS-Segment einen gewissen Auftrieb verleihen.

Vom Programm zum Ankauf von ABS der EZB (Asset Backed Securities Purchase Programme,

ABSPP) sollte unseres Erachtens kein nennenswerter Einfluss auf die Emissionsaktivität am europäischen Primärmarkt für Auto ABS ausgehen. Die EZB begann im November 2014, im Rahmen des ABSPP ein breit gefasstes ABS-Portfolio zu kaufen. Wie bereits in Abschnitt 2 gezeigt wurde, zeichnet sich das laufende Jahr sicherlich durch eine robuste Entwicklung des Auto ABS-Marktes aus, aber eine stimulierende Wirkung konnte bisher nicht beobachtet werden. Ende Juli machte das Neuemissionsvolumen gerade einmal 46,5% des Vorjahreswertes aus, so dass für 2015 kein wesentlich höheres Neuemissionsvolumen zu erwarten ist.

Abb. 25: Das ABSPP der EZB

Angekauftes ABS-Volumen in Mio. Euro



Quelle: EZB, Creditreform Rating

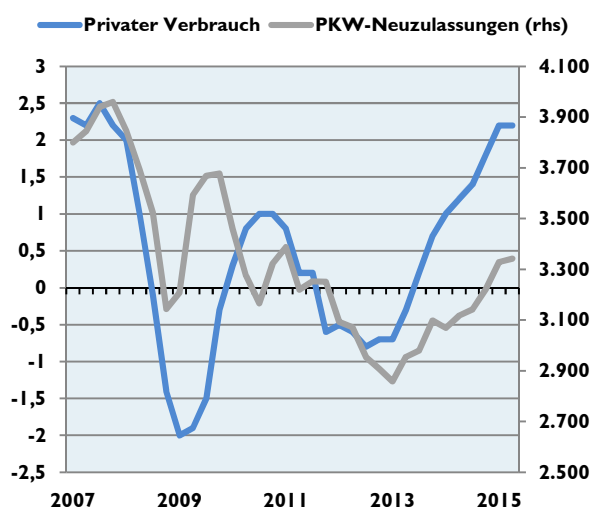
Dies kann mitunter auf das relativ geringe angekaufte Volumen an ABS zurückgeführt werden (siehe Abb. 25). So beläuft sich das von der EZB seit letztem November angekaufte ABS-Volumen auf 9,74 Mrd. Euro (Stand 31.07.2015), ein Viertel des Volumens (23,9%) entfiel auf den Primärmarkt. Gemessen am gesamten Volumen der im Rahmen des Expanded Asset Purchase Programme (APP) i.H.v. 362,63 Mrd. Euro, das neben ABS Covered Bonds und Staatsanleihen enthält, sind dies gerade einmal 2,7%. Darüber hinaus ist die EZB zwar rela-

tiv intransparent, was die Aufteilung der angekauften ABS auf die Assetklassen und Länder betrifft. Es ist aber davon auszugehen, dass sich die Ankäufe in etwa proportional zum ausstehenden Volumen darstellen. Folglich sollte auf das Segment der Auto ABS ein verhältnismäßig geringer Anteil der erworbenen ABS entfallen.

Dagegen stimmt die konstruktive Entwicklung der makroökonomischen Rahmenbedingungen im Hinblick auf die weitere Entwicklung des Auto ABS-Markts optimistischer. Das reale BIP der EU-28 ist im Frühjahr um 0,4% (gg. Vq.) expandiert, so dass nach eineinhalb Jahren Rezession und Stagnation nunmehr das achte Quartal in Folge ein Zuwachs erzielt wurde. Maßgeblich sind dabei die privaten Konsumausgaben, die vor dem Hintergrund verbesserter Beschäftigungsaussichten und steigender real verfügbarer Einkommen kräftig ausgeweitet wurden (siehe Abb. 26). Nach einem Anstieg der privaten Konsumausgaben um 1,4 bzw. 1,8% (gg. Vj.) im zweiten Halbjahr 2014, beschleunigte sich der Wachstumstrend im ersten und zweiten Quartal 2015, in dem sich der Konsum um jeweils 2,2% erhöhte.

Abb. 26: Makroökonomische Rahmenbedingungen in Europa

Privater Verbrauch: Änderung gg. Vj. in %, PKW-Neuzulassungen: Angaben in Tsd., jeweils EU-28



Quelle: EZB, Eurostat, Creditreform Rating

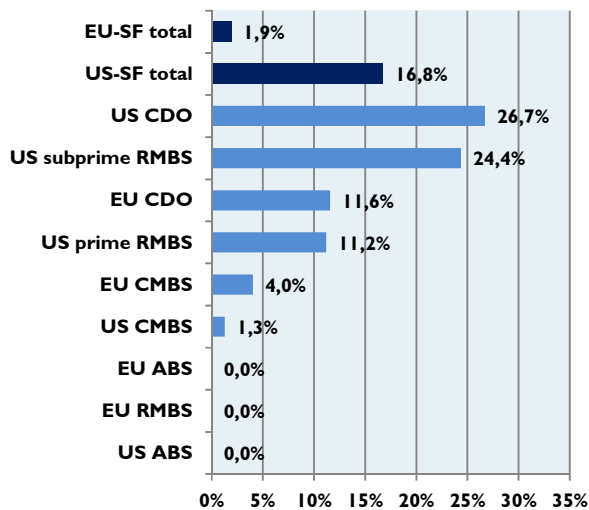
Entsprechend konnte der erhebliche Ersatzbedarf an PKW bedient werden. Die Zahl der neu zugelassenen PKW konnte im zweiten Quartal 2015 mit 3,34 Mio. Einheiten ihr Niveau vom Vorjahr erneut übertreffen (+7,2%). Zudem lag sie erstmals seit Q1-2011 oberhalb des langfristigen Durchschnitts (seit 2007: 3,33 Mio.) Mit einem zunehmenden Auto-Absatz sollte auch die Zahl der vergebenen Autokredite tendenziell steigen. Gleichzeitig dürfte sich die günstige konjunkturelle Entwicklung positiv auf die Collateral-Performance der Autokredite auswirken.

Von politischer Seite sollte das Auto ABS-Segment ebenso Rückenwind erhalten. Nachdem das regulatorische Pendel sehr stark in Richtung einer eher restriktiven regulatorischen Behandlung von Verbriefungen geschlagen war, zeichnet sich in der jüngeren Vergangenheit ein Umdenken ab. So sollten Auto ABS von den Bestrebungen der EU profitieren, den Verbriefungsmarkt in Europa auf nachhaltiger Basis zu fördern.⁵

Die Betrachtung der historischen Ausfallraten von Verbriefungsprodukten untermauert, dass eine differenzierte Betrachtungsweise zwischen Wirtschaftsräumen und insbesondere zwischen einzelnen Assetklassen strukturierter Finanzierungsinstrumente durchaus angebracht erscheint (siehe Abb. 27). Zum einen zeichnen sich europäische Verbriefungen durch eine günstigere Entwicklung aus als Verbriefungen in den USA. Die von Januar 2007 bis Dezember 2013 kumulierte Ausfallrate europäischer AAA-Verbriefungen liegt bei lediglich 1,9%. Zum Vergleich: Die entsprechende Ausfallrate für US-Verbriefungsprodukte beträgt insgesamt 16,8%. Auffallend ist zudem, dass das Segment der ABS bei einer kumulierten Ausfallrate von Null praktisch unbeschadet aus den Verbriefungen an den internationalen Finanzmärkten hervorgegangen ist. Gleiches kann insbesondere für CDO oder RMBS nicht behauptet werden.

Abb. 27: Ausfallraten von AAA-Verbriefungen nach Assetklasse

Kumulierte Ausfallraten US-amerikanischer und europäischer strukturierter Finanzinstrumente mit AAA-Rating von S&P von Jan-07 bis Dez-13



Quelle: ESMA CEREP, Creditreform Rating

Dass auf der Ebene der EU ein Prozess des Umdenkens einzusetzen scheint, belegen mitunter die beiden Grünbücher der EU Kommission, in denen sie das Ziel formuliert, das Spektrum der Finanzierungsquellen auszuweiten und explizit auf Verbriefungen Bezug nimmt. So stellt die EU Kommission im Grünbuch zur langfristigen Finanzierung des Wachstums fest, dass die Neugestaltung der Verbriefungsmärkte dazu beitragen könnte, zusätzliche Finanzierungsquellen für langfristige Finanzierungen zu erschließen und den Finanzinstituten dabei helfen könnte, Kapital frei zu machen, das in zusätzliche Kredite fließen kann.⁶ Indessen spricht sich die Kommission im jüngsten Grünbuch zur Schaffung einer Kapitalmarktunion für die Entwicklung einfacher, transparenter und standardisierter Verbriefungen aus.⁷ Einen wichtigen Schritt im Hinblick auf die Etablierung eines Standards zur Identifizierung eben solcher Verbriefungen hat der Basler Ausschusses für Bankenaufsicht zusammen mit der IOSCO vorgelegt. In ihrem im Juli dieses Jahres veröffentlichten Bericht schlagen sie sog. STC-Kriterien (Simple, Transparent, Comparable) zur

Qualifizierung von Verbriefungen vor, anhand derer Marktteilnehmer die einer Transaktion zugrunde liegenden Risiken besser einschätzen könnten.⁸

Entsprechend spricht sich die European Banking Authority (EBA) ebenso für eine stärkere Differenzierung zwischen qualitativ hoch- und minderwertigen strukturierten Finanzierungsinstrumenten aus.⁹ Sie legt in ihrer Empfehlung an die EU Kommission dar, dass ein regulatorischer Ansatz für Verbriefungen qualifizierte, sog. Qualifying Securitisations, und andere Verbriefungen unterscheiden sollte. Die EBA hat demgemäß den mit Basel III neu geschaffenen Standard für die regulatorische Behandlung von Verbriefungen¹⁰ überarbeitet, indem sie die von ihr definierten Kriterien zur Identifizierung von Qualifying Securitisations in die Rahmenbedingungen einarbeitet. Eine der wesentlichen regulatorischen Implikationen besteht darin, dass die Untergrenze für die Risikogewichte für Senior Qualifying Securitisations rekaliбриert wurde und von 15 auf 10% abgesenkt wurde.

ENDNOTEN

¹ Basel Committee on Banking Supervision (2011): Report on asset securitization incentives, Bank for International Settlements, The Joint Forum, July 2011.

² European Systemic Risk Board (2014): Is Europe over-banked?, Reports of the Advisory Scientific Committee, No. 4/June 2014.

³ Bechtold, H. (2014): Banken, Kapitalmarkt, Finanzierung der Wirtschaft und Verbriefung, Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 67. Jg., 19-2014.

⁴ European Central Bank (2013): Monthly Bulletin, September 2013.

⁵ Meister, M. (2014): High Quality ABS – die Bedeutung hochwertiger Verbriefungen für Banken und Realwirtschaft, Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 67. Jg., 19-2014.

⁶ Europäische Kommission (2013): Langfristige Finanzierung der europäischen Wirtschaft, Grünbuch, COM(2013) 150 final, 25.3.2013.

⁷ Europäische Kommission (2015): Schaffung einer Kapitalmarktunion, Grünbuch, COM(2015) 63 final, 18.2.2015.

⁸ Basel Committee on Banking Supervision und Board of the International Organization of Securities Commissions (2015): Criteria for identifying simple, transparent and comparable securitisations, July 2015.

⁹ European Banking Authority (2015): EBA report on qualifying securitization, 07 July 2015.

¹⁰ Basel Committee on Banking Supervision (2014): Revisions to the Basel Securitisation Framework, December 2014.

Über uns

Die Creditreform Rating AG ist als europäische Ratingagentur von der ESMA registriert. Wir sind Spezialisten für die Einschätzung von Kreditrisiken und bieten Dienstleistungen für Kapital- und Kreditgeber in Form von Ratings und Kreditservices. Creditreform Rating erstellt Ratings weltweit, die von Investoren in Europa im Rahmen ihrer Investitionsentscheidungen und zu regulatorischen Zwecken genutzt werden. Zudem nutzen Banken sowie Finanzunternehmen unsere Outsourcing-Lösungen für Kreditprozesse und stützen sich auf die Analyseergebnisse unserer Risikomanagement-Tools. Creditreform Rating ist Gesellschafter der European DataWarehouse GmbH und beurteilt strukturierte Finanzierungen in allen relevanten Bereichen. Kreditfonds in den Assetklassen Corporates, Immobilien und Infrastruktur sind Gegenstand unserer Ratings für institutionelle Investoren.