



Deutsche Neuemissionen

Originator/Assetklasse/Spreads

Im Q1 2010 sendete der deutsche Primärmarkt deutliche Lebenszeichen aus, getragen von Auto-ABS. Highlights waren die öffentlich vermarkteten Benchmark-Transaktionen Bavarian Sky 2 (742 Mio. Euro; BMW) im Januar sowie Driver 7 (520 Mio. Euro; VW) im März. Die AAA-Spread-Rallye setzte sich im Zuge der sehr guten Aufnahme der Transaktionen fort. Nach der VCL 11 im September 2009 (+110 Bp) und Bavarian Sky (+85 Bp), konnte Driver 7 bei +70 Bp platziert werden. Erstmals seit Ausbruch der Krise wurde bei Driver 7 mit der A-Tranche wieder Mezzanine-Material vermarktet und zu +165 Bp gepreist, woraus sich ein wichtiger Referenzpunkt für den Sekundärmarkt ableitet. ■

Performance-/Ratingentwicklung deutscher Transaktionen

Im Q1 2010 dominierten erneut die Ratingherabstufungen. Es gab durch die Agenturen Moody's, S&P sowie Fitch insgesamt lediglich 16 Upgrades bei 11 Transaktionen, hingegen Downgrades bei 95 Tranchen aus 19 Transaktionen. Die Herabstufungen konzentrierten sich erneut bei CMBS (29

Tranchen) sowie SME-CLOs (47 Tranchen). CMBS leiden unter höheren Leerständen, sinkenden Mieten sowie letztlich fallenden Objektwerten. Refinanzierungen werden schwieriger und Restrukturierungen erforderlich. Bei SME-CLOs wirken immer noch Methoden Anpassungen nach. ■

Performance Radar/Auffälligkeiten

Nahezu unverändert bewegen sich sowohl Zahlungsrückstände (90T+) als auch kumulierte Verluste deutscher Transaktionen auf sehr niedrigem Niveau. Die Rückstände

bzw. Verluste liegen für Auto-ABS bei 0,74 % bzw. 0,50 %, SME-CLO bei 0,30 % bzw. 0,53 % sowie RMBS bei 2,1 % und 0,16 %. ■

Spreadentwicklung

Trotz der Griechenland-Problematik zeigten sich europäische ABS-Spreads im Q1 stabil bis enger, angeführt unverändert von deutschen Auto-ABS mit einem AAA-Niveau um

70 Bp, gefolgt von niederländischen RMBS, wodurch die Storm 2010-1 erstmals wieder die 100 Bp-Barriere touchiert. ■

Inhalt

- Quartalsüberblick 02/2010
- Kredit- und Verbriefungsmarkt Kurznachrichten
- Oliver Kronat
Neue regulatorische Anforderungen dürfen ABCP Conduit Programme nicht zu sehr einschränken

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
Aschaffburger Straße 19
60599 Frankfurt am Main
info@kreditwesens.de
www.kreditwesens.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, CIIA/CEFA (DVFA), leitet innerhalb des Fixed Income Research der DZ BANK AG die Gruppe ABS & Structured Credits.

Die nächste Ausgabe erscheint am 1. August 2010.

Kredit- und Verbriefungsmarkt Kurznachrichten

Deutsche Auto-ABS beleben den Primärmarkt. Volkswagen hatte während der Krise bereits mehrfach den Markt getestet und hierbei sowohl für öffentliche als auch Privat-Platzierungen sehr gute Resonanz bei Investoren gefunden. Nach der „öffentlichen“ Leasing-Transaktion VCL 11 im September letzten Jahres folgten im Q1 2010 zwei Privat-Platzierungen über die Plattform VCL Master S.A. Über das Compartment 1 werden hierbei die reinen Finanzierungsbeträge und über das Compartment 2 die hierzu korrespondierenden Restwerte verbrieft. Nachdem es bereits BMW mit der Bavarian Sky im Januar gelungen war, die 100 Bp-Barriere für AAA-Spreads nach unten zu durchbrechen, setzte die Driver 7 ein weiteres Glanzlicht. Erstmals seit Ausbruch der Krise wurde mit der 19 Mio. Euro großen A+-Tranche wieder Mezzanine-Anleihe-material öffentlich vermarktet. Dies ist auch im Hinblick auf die Preisfindung am Sekundärmarkt äußerst wichtig. Die Nachfrage war insgesamt sehr groß, sodass trotz Volumenaufstockung um 42 Mio. Euro und Pricing am unteren Ende der diskutierten Bandbreite +70 Bp (AAA) sowie +165 Bp (A+) die Anleihen mehrfach überzeichnet waren (AAA: 2,7x; A+: 3,5x). Die bisherige Per-

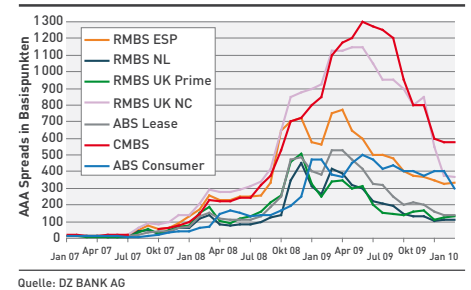
formance der Driver-Serie zeichnet sich u. a. durch extrem niedrige kumulierte Verluste im Bereich von 17 Bp (Driver 6) bis 42 Bp (Driver 2) aus. Neben den bisher erwähnten Transaktionen verbrieft noch Mercedes-Benz mit der Silver Arrow 3 ein Portfolio von 1,7 Mrd. Euro. Die Anleihen wurden jedoch einbehalten. Letztlich wurden im Januar noch Teile der ursprünglich einbehaltenen AAA-Tranche der Globaldrive 2008-B der FCE Bank vermarktet und auf einem Niveau von +165 Bp platziert. All dies belegt, dass Investoreninteresse nach ABS grundsätzlich immer noch bzw. wieder vorhanden ist. ■

„Weshalb der Verbriefungsmarkt nicht richtig funktioniert“, analysiert die DZ BANK in einer Studie vom 19. März 2010. Psychologische Faktoren dominieren demnach immer noch die fundamentalen Gegebenheiten. ■

Nach einer aktuellen Analyse von S&P haben sich die **Ratings europäischer Verbriefungen während der Krise** (Q2 2007 bis Q4 2009) sehr stabil erwiesen. Von den Mitte 2007 ausstehenden 1,9 Bio. Euro Anleihen wurde im Betrachtungszeitraum eine kumulierte Default-Rate von 0,39 % (entspricht 7 Mrd.

ABS-Spreads

AAA-Spreads haben sich trotz der Unsicherheiten um Griechenland bei ABS leicht eingengt bzw. stabil verhalten.



Euro) ermittelt sowie eine kumulierte Downgrade-Rate von 12,4%. Der US-Markt schnitt im Vergleich wesentlich schlechter ab, mit Defaults von 4,3% sowie Downgrades von 40,6%. Rund 90% der Defaults und 60% der Downgrades in Europa entfallen allein auf die Assetklasse CDOs. ■

Auf Basis der Erkenntnis, dass ein funktionsfähiger Verbriefungsmarkt die Voraussetzung für einen funktionsfähigen Kreditmarkt ist, hatte die US-Regierung im November 2008 TALF („Troubled Asset Relief Program“) ins Leben gerufen. Das Programm ist grundsätzlich Ende März 2010 ausgelaufen. Es ist damit gelungen, in wichtigen Assetklassen wie Auto-ABS und Kreditkarten-ABS die Spreads wieder auf akzeptable Niveaus (unter 100 Bp) zu senken und den Primärmarkt in Gang zu setzen. Im Hinblick auf CMBS, die erheblich unter realwirtschaftlichen Effekten der Krise leiden, ist zumindest eine vollständige Austrocknung des Primärmarktes verhindert worden. ■

Am Markt für US-Gewerbeimmobilien-Finanzierungen baut sich ein gewaltiges Gebirge anstehender Refinanzierungen auf. Allein im Zeitraum bis Ende 2013 werden rund 1,2 Bio. USD Darlehen fällig. Etwa 25% hiervon entfallen auf in CMBS verbrieft Darlehen, der größte Teil jedoch auf unmittelbar von Banken vergebene Finanzierungen. Bei durch-

“Clifford Chance is a titan in the European securitisation and structured products sectors.”

Chambers Global 2009

Profunde, langjährige Erfahrung und ein weltweites Netzwerk machen uns zu einem der Marktführer im Bereich der strukturierten Finanzierung. Mit unserer Expertise in den Bereichen Asset Backed Securities und Verbriefung von Mittelstands- und Unternehmenskrediten, Leveraged Loans, Immobiliendarlehen sowie zahlreichen weiteren Asset-Klassen unterstützen wir unsere Mandanten stets aufs Neue bei der Entwicklung von richtungweisenden Lösungen.

Ihre Kontakte:

Kirti Vasu
kirti.vasu@cliffordchance.com

Dr. Arne Klüwer
arne.kluewer@cliffordchance.com

Peter Scherer
peter.scherer@cliffordchance.com

Dr. Michael Weller
michael.weller@cliffordchance.com

Dr. Oliver Kronat
oliver.kronat@cliffordchance.com

Dr. Marc Benzler
marc.benzler@cliffordchance.com

ABU DHABI AMSTERDAM BANGKOK BARCELONA BRÜSSEL
BUKAREST DUBAI DÜSSELDORF FRANKFURT AM MAIN
HONG KONG KIEW LONDON LUXEMBURG MADRID MAILAND
MOSKAU MÜNCHEN NEW YORK PARIS PEKING PRAG RIAD*
ROM SÃO PAULO SHANGHAI SINGAPUR TOKIO WARSCHAU
WASHINGTON D.C.

*Kooperation mit Al-Jadaan&Partners Law Firm in Saudi Arabien

**C L I F F O R D
C H A N C E**

www.cliffordchance.com

Neuemissionen

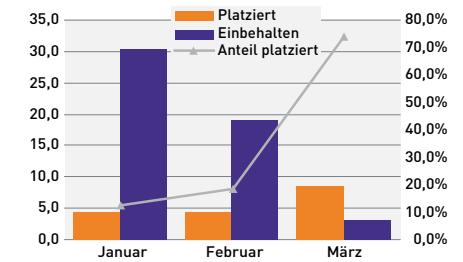
17 europäische Neuemissionen, davon 5 aus Deutschland konnten im Q1 2010 bei Investoren öffentlich oder privat platziert werden, was einer Quote von 25% des gesamten Neuemissionsvolumens entspricht.

Europäische Neuemissionen 1. Quartal 2010

	Platziert	Einbehalten	Em.-Vol. gesamt	Anteil platziert
Januar	4,4	30,3	34,7	12,7%
Februar	4,4	19,1	23,5	18,7%
März	8,6	3,0	11,6	74,1%
	17,4 Mrd. €	52,4 Mrd. €	69,8 Mrd. €	24,9%

ABS-Markt kommt langsam in Fahrt

Das öffentlich platzierte Emissionsvolumen ist 2010 stetig gestiegen.



Quelle: DZ BANK AG

setinformationen sowie ein Computerprogramm, das den Wasserfall abbildet, erhalten sowie dass Originatoren sich zu 5% Risikobeteiligung verpflichten. Das ganze Dokument ist über die TSI-Webpage verfügbar. ■

schnittlichen Preisrückgängen von 30% seit den Höchstständen weisen viele Darlehen ein negatives Eigenkapital auf. Betroffen sind vor allem Darlehen kleinerer und mittlerer Regionalbanken an Bauträger und Projektentwickler. ■

Die Bank of England hat Ende März einen Konsultationsreport zu ihren kurzfristigen Repogeschäften mit ABS veröffentlicht. Danach plant die Bank, die Eligibility Criteria zu erweitern und die Akzeptanz von ABS-Bonds zukünftig abhängig zu machen von der öffentlichen Bereitstellung von Einzelkreditdaten, einem standardisierten Investorenreport, einer weitgehend standardisierten Dokumentation sowie einem Cash Flow Model. Damit geht die BoE in ihrem Konsultationspapier deutlich über das entsprechende Konsultationspapier der EZB vom Januar 2010 hinaus.

Auf den Märkten für Unternehmensanleihen waren in den ersten vier Monaten 2010 weltweit hohe Volumina bei Neuemissionen zu verzeichnen. Der Einbruch der ABS-Märkte kommt offensichtlich kapitalmarktintegrierten Unternehmen zugute. Bankkredite an Unternehmen sind hingegen im gleichen Zeitraum – u.a. auch aufgrund des Einbruchs auf den ABS-Märkten – in den

etablierten Industrieländern weiterhin rückläufig. ■

Die amerikanische **Securities and Exchange Commission** hat Ergänzungen zu den **Regeln für die in Amerika registrierten Ratingagenturen** verabschiedet. Diese Regeln könnten unter Umständen auch europäische Transaktionen betreffen. Die neuen Regeln beziehen sich auf das Rating von Structured Finance Transaktionen und treten am 2. Juni 2010 in Kraft. Im Rahmen des Regelwerks soll sichergestellt werden, dass alle Ratingagenturen Zugang zu allen ratingrelevanten Informationen bekommen und somit ihrerseits – auch ohne ein Auftragsverhältnis mit dem Originator – die Transaktion oder Teile der Transaktion raten können. Aufgrund der spezifischen Ausgestaltung der Regel wird auch die Arbeit der in den USA zugelassenen Ratingagenturen in Europa davon betroffen sein. ■

Weitergehende Vorstellungen der amerikanischen SEC zu Structured Finance hat die SEC am 7. April in einer 667 Seiten umfassenden Veröffentlichung vorgeschlagen und zur Diskussion gestellt. Der Vorschlag sieht u.a. vor, dass Investoren bei öffentlichen Transaktionen eine standardisierte Datei mit As-

Neue regulatorische Anforderungen dürfen ABCP Conduit Programme nicht zu sehr einschränken



Dr. Oliver Kronat
Partner
Clifford Chance
Frankfurt am Main

Im Jahr 2009 betrug die über ABCP Conduit Programme deutschen Unternehmen zur Verfügung gestellte Liquidität etwa 20 Mrd. Euro. Die Finanzie-

rung kommt Großunternehmen, aber vor allem auch mittelständischen Unternehmen und Leasinggesellschaften zugute. Aufgrund der drohenden „Kreditklemme“ wird sie künftig an Bedeutung gewinnen. Dies steht jedoch unter dem Vorbehalt, dass die neuen regulatorischen Rahmenbedingungen diese Finanzierungsform nicht über Gebühr einschränken:

In Deutschland befasst sich der Kabinettsentwurf vom 24. März 2010 mit der Umsetzung der EU-Änderungsrichtlinien „CRD II“ und „CRD III“ (Letztere ist bislang nur ein Entwurf) ins deutsche Recht.

Die darin enthaltenen Regelungen zur „Wiederverbriefung“ stammen aus dem Entwurf der Änderungsrichtlinie

„CRD III“. Die noch im vorangegangenen Referentenentwurf für ABCP Conduits vorgesehene Ausnahmeregelung wird nicht allen Gestaltungen gerecht. Der Kabinettsentwurf geht daher einen neuen Weg. Banken werden im Einzelfall mit der BaFin besprechen müssen, ob und welche Positionen in einem ABCP Conduit Programm Wiederverbriefungen sind.

Der Kabinettsentwurf enthält auch die Neuregelungen der §§ 18a und 18b des Kreditwesengesetzes. Sie stammen aus der Änderungsrichtlinie „CRD II“. Sponsoren unterstützen bereits jetzt ihre ABCP Conduit Programme durch

Liquiditätslinien und Kreditverbesserungen in einem Umfang, der den nun geforderten Selbstbehalt übersteigt. Insofern stellen diese Regelungen kein wesentliches Hindernis dar. Die erhöhten Anforderungen an das Reporting durch den Sponsor und das Monitoring durch den Investor sind hingegen problematisch, da die geforderten Informationen und Daten bei vielen ABCP Conduit Transaktionen nicht vorhanden sind.

Anders als der Referentenentwurf enthält der Kabinettsentwurf nicht die Umsetzung der „Technical Changes Directive“, die die bisher geltende Privilegierung von ABCP Conduit Liquiditäts-

linien beim Konversionsfaktor aufhebt (künftig grundsätzlich 100%).

Die EU-Kommission hat ferner ein Arbeitspapier für eine weitere Änderungsrichtlinie veröffentlicht („CRD IV“). Eine Herausforderung für Sponsoren von ABCP Conduits stellen die Regelungen zur Liquiditätsdeckung dar. Auch wenn diese noch nicht ausformuliert wurden, werden, sofern es zu keinen Änderungen mehr kommt, ABCP Conduit Liquiditätslinien z.B. wohl in Höhe der innerhalb der nächsten 30 Tagen fällig werdenden ABCPs mit hochliquiden und -qualitativen Vermögensgegenständen unterlegt werden müssen. ■

Buchempfehlung

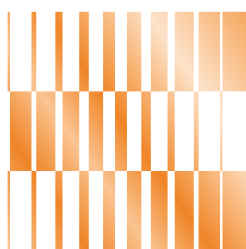
Die aktuelle Finanzkrise wurde in ihrer Entstehung im Wesentlichen auf die Fehlentwicklungen in Teilsegmenten der Verbriefungsmärkte, vor allem des amerikanischen Subprimemarktes zurückgeführt. Entsprechend treffen die aktuellen Regulierungen von Regierungen und Zentralbanken primär dieses Kapitalmarktsegment. Dass diese Erklärung möglicherweise zu kurz greift und die tatsächlichen Ursachen der aktuellen Finanzkrise sich einfügen in die Kausalitäten, die hinter den meisten großen Finanzkrisen der letzten Jahrhunderte liegen, dieser Schluss drängt sich dem Leser nach Lektüre des neuen Buches von Carmen M. Reinhart und Kenneth S. Rogoff auf, dessen deutsche

Übersetzung im April 2010 erschienen ist. Denn weltweite Finanzkrisen sind keine neue Erscheinung. Ihre tieferen Ursachen und ihre Auswirkungen in den letzten Jahrhunderten untersuchen die Autoren anhand genauer geschichtlicher Studien und statistischer Auswertungen.

Die überraschende Erkenntnis des faktenreichen Buches: Alle großen Finanzkrisen folgten einem ähnlichen Muster in ihrer Entstehung, ihrem Verlauf und ihren Auswirkungen, doch bei jeder dieser Finanzkrisen glaubte die Welt sowohl beim Entstehen der Finanzblase als auch bei ihrer Auflösung, man könnte die aktuellen Fragen nicht mit den geschichtlichen Erfahrungen erklären, denn – so auch der Titel des Buches – „DIESES MAL IST ALLES ANDERS“. ■

TERMIN

Die zentrale Veranstaltung der deutschen Kreditwirtschaft 2010 in Berlin:



TSI Kongress 2010
7. und 8. Oktober 2010 | Berlin