

01|2010 TSI kompakt

Infos aus den Kredit- und Verbriefungsmärkten www.tsi-kompakt.de



Deutsche Neuemissionen

Originator/Assetklasse/Spreads

In Q4 2009 sind mit Rügen 2009-1 (1,6 Mrd. Euro; Cash-CDO mit Krediten an mittlere und große deutsche Unternehmen; Commerzbank AG), Globaldrive 2009-D (234 Mio. Euro; Auto-ABS; FCE Bank plc Deutschland) und SC Germany Auto 2009-1 (1 Mrd. Euro; Auto-ABS; Santander Consumer Bank AG) drei Neuemissionen an den Markt gekommen. Nur die Globaldrive 2009-D wurde (privat) platziert. Der AAA-Spread lag bei 1mE + 175 Bp und der A-Spread bei 1mE + 325 Bp. Im Gesamtjahr 2009 errechnet sich ein Neuemissionsvolumen von etwa 30 Mrd. Euro. ■

Performance-/Ratingentwicklung deutscher Transaktionen

Im 4. Quartal traten Downgrades vor allem bei CMBS auf. Während hier allgemein das schwierige wirtschaftliche Umfeld, besonders am Markt für gewerbliche Immobilien und Finanzierungen zum Tragen kommt, wirkten sich bei SME-CLOs die Methoden-anpassungen der Ratingagenturen aus.

Insbesondere nicht-granulare Portfolios von Mezzaninekapital-Verbriefungen waren davon betroffen. Über alle Assetklassen gab es im 4. Quartal Upgrades bei 32 Tranchen aus 16 Transaktionen, hingegen Downgrades bei 34 Transaktionen und 188 Tranchen. ■

Performance Radar/Auffälligkeiten

Zahlungsrückstände im 4. Quartal für deutsche Transaktionen weiterhin auf niedrigem Niveau (Auto-ABS 0,73 %, SME-CLOs 0,51 %, RMBS 2,2 %); ähnlich verhält es sich mit den kumulierten Verlusten der Transaktionen,

die sich zwischen 0,19 % (RMBS), 0,42 % (Auto-ABS) und 0,73 % (SME-CLOs) bewegen. Per saldo sind keine Auffälligkeiten festzustellen. ■

Spreadentwicklung

Deutsche Auto-ABS gehören zu den Segmenten des europäischen Verbriefungsmarktes die seit Anfang des Jahres 2009 die beste Kurs- bzw. Spreadentwicklung gezeigt haben. Das Spreadniveau hat sich hier, ausgehend von einem Niveau zwischen 300

bis 400 Basispunkten Anfang 2009 um rund 75 % auf etwa 100 Basispunkte zum Ende des Jahres eingengt. Anfang 2010 setzt sich diese positive Entwicklung fort und letzte Indikationen für deutsche AAA Auto-ABS liegen bei 80 bis 90 Basispunkten. ■

Inhalt

- Quartalsüberblick 01/2010
- Kredit- und Verbriefungsmarkt Kurznachrichten
- Hartmut Bechtold
Deutschland braucht die Verbriefung von Mittelstandskrediten

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, CIIA/CEFA (DVFA), leitet innerhalb des Fixed Income Research der DZ BANK AG die Gruppe ABS & Structured Credits.

Die nächste Ausgabe erscheint am 1. Mai 2010.

Kredit- und Verbriefungsmarkt Kurznachrichten

In den USA, wo der Kauf von MBS das Hauptinstrument der Notenbank im Quantitative Easing Process ist, hält die Fed nunmehr 10% aller ausstehenden MBS und 70% der 2009er Emissionen. ■

Die EZB kauft keine ABS, sie akzeptiert ABS nur als Sicherheit im Rahmen ihrer Liquiditätsbereitstellung für Banken. Seit Ausbruch der Krise produzierten zu diesem Zweck europäische Banken etwa 600 Mrd. Euro repofähige Verbriefungstranchen. Im gleichen Zeitraum wuchs die EZB-Bilanz um über 250 Mrd. Euro, d.h. knapp 60%. Damit wird die weitere Ausgestaltung der ABS-Repoanforderungen der EZB zur zentralen Stellschraube ihrer Geldpolitik. ■

Bloomberg WDCI weist per Ende 2009 einen weltweit kriseninduzierten Verlust bei Banken von 1,7 Bio. USD aus. Was kommt davon aus ABS? Wahrscheinlich unter 20% – so eine Research-Publikation der DZ Bank vom Dezember 2009. Geographisch betrachtet sind über 90% der ABS bezogenen Verluste ABS-Bonds aus den USA zuzuordnen. ■

Die EZB hat angekündigt, ihre Anforderungen an notenbankfähige ABS als Sicherheiten zu verschärfen. So sind ab März 2011 mindestens zwei externe

ditdaten zur Voraussetzung zu machen. Bis zum 26. Februar können Marktteilnehmer dazu Stellung nehmen. ■

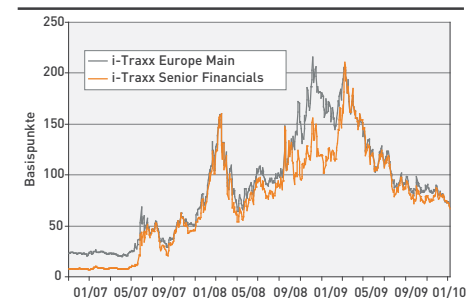
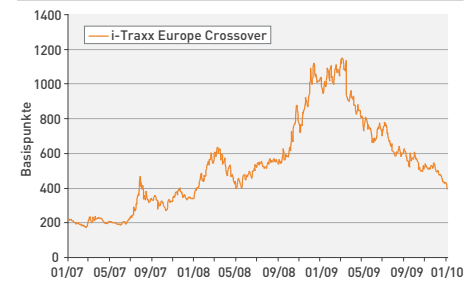
2009 verhalten sich die weltweiten Volumina von Anleiheemissionen und Kreditvergabe gegenläufig. Während der Markt für Unternehmensanleihen das beste Jahr in der Geschichte verzeichnet, sind die Kreditvergaben an Unternehmen weltweit rückläufig. Auch die Zinsen für Investmentgrade-Unternehmensanleihen sind zwischenzeitlich dank der Rally auf den Anleihemärkten außerordentlich niedrig. Zum Jahresende war der iTraxx Main bei rd. 74 Basispunkten, Tendenz fallend, die Rally scheint anzuhalten. ■

Deutsche Mittelständler und Leasinggesellschaften finanzieren sich u.a. über den regelmäßigen Verkauf von Forderungen an Conduits, die sich ihrerseits über kurzlaufende Wertpapiere (ABCPs) bzw. Kreditlinien, die von Banken gestellt werden, refinanzieren. Sie tragen zur Mittelstandsfinanzierung mit etwa 12 Mrd. Euro (Stand Juni 2009) bei. Die Nachfrage von Mittelständlern nach dieser Finanzierungsform steigt. Mit Sorge schaut der Markt daher auf einige neue Regulierungen: Durch das neue Bilanzrecht (BilMoG) sind derarti-

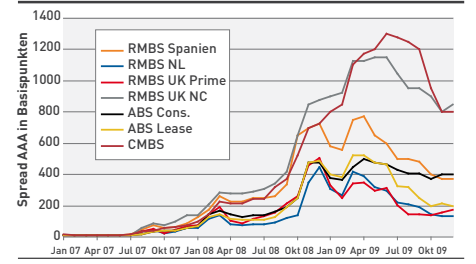
Kreditspreads

Auf allen Teilsegmenten der Kreditmärkte haben sich die Risikospreads seit März 2009 deutlich eingeeignet und bewegen sich aktuell auf dem Vor-Lehman-Niveau. Dies gilt für AAA ABS-Papiere nur zum Teil. Insgesamt sind die Spreads für AAA ABS-Bonds immer noch relativ hoch.

i-Traxx-Indices



ABS-Spreads



Quelle: DZ BANK AG

Zitat zum Markt

„Die Wiederbelebung des Verbriefungsmarktes bleibt eine der wichtigsten Aufgaben, um die Finanzierung der Unternehmen zu sichern. Hohe und wirksame Qualitätsstandards könnten die Grundlagen für ein „Premiumsegment“ deutscher Mittelstandsverbriefungen bilden und so das Vertrauen der Investoren stärken. Mit den KfW-Plattformen PROMISE und PROVIDE sowie der TSI-Zertifizierung wurden Marken geschaffen, auf denen aufgebaut werden kann.“

Bundesverband der Deutschen Industrie, Dezember 2009

ziehen und plötzlich dazu führen, dass bei gleichem Risiko, andere Regeln für die EK-Unterlegung gelten, was derartige Finanzierungen für Banken völlig unrentabel machen würde. ■

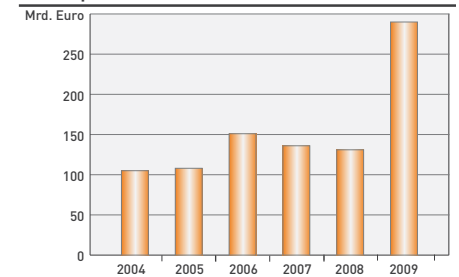
BearingPoint hat in einer im Dezember 2009 erschienen Studie zur „Zukunft des Verbriefungsmarktes“ deutsche Marktteilnehmer befragt. Die überwiegende Zahl der Befragten sieht in Transparenz, Standards und weniger komple-

Ratings erforderlich. Des Weiteren ist daran gedacht, ab 2011 auch die regelmäßige Bereitstellung von Einzelkre-

ge Programme bei den Banken zu konsolidieren. Dies könnte die aufsichtsrechtliche Konsolidierung nach sich

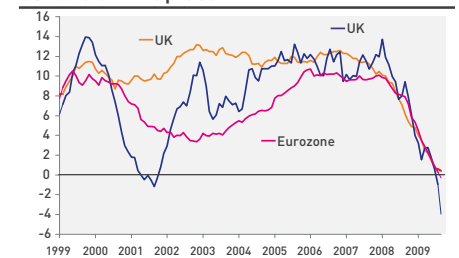
Kapitalmarkt und Bankkredite

Neuemissionen von Unternehmensanleihen in Europa



Quelle: LBBW

Entwicklung der Bankkredite Eurozone, USA und UK in % pro Jahr



Quelle: Oxford Economics/Haver Analytics

nen Verbriefungen einen Schlüssel zur Marktbelebung. Die Industrie sollte entsprechende Mindeststandards festlegen und über ein Zertifizierungsverfahren implementieren. Die Mehrheit sieht hier nationale Branchengremien wie die TSI in der Pflicht. Dicht gefolgt werden EZB und das European Securitisation Forum genannt. ■

Die Risikoprämien für Verbriefungen haben sich in 2009 wieder spürbar eingeeengt (vgl. Grafik ABS-Spreads) – und stellen sich wesentlich differenzierter dar, als vor der Krise. Angesichts fundamental grosso modo guter Performance und einem zunehmenden „Relative Value“ verglichen mit anderen Credit-Produkten bieten sich Investoren vielfältige Opportunitäten. Am Primärmarkt konnten 2009 in Europa erstmals wieder Verbriefungen – insgesamt 12 Neuemissionen im Volumen von 13,6 Mrd. Euro öffentlich platziert werden, darunter auch die deutsche VCL 11 von Volkswagen. Tender-Offerten der Emittenten führten in weiten Teilen nur zu bescheidenem Erfolg, weil Investoren nicht bereit waren ihre Papiere abzugeben. Gegen Ende des Jahres wurden

17. November 2009 wurde im Amtsblatt der Europäischen Union die Verordnung Nr. 1060/2009 über Ratingagenturen veröffentlicht. Nach Artikel 10 Absatz (3) dieser Verordnung müssen spätestens ab 7. September 2010 Ratings für Verbriefungen „durch die Verwendung eines zusätzlichen Symbols klar von den Kategorien unterschieden werden, die für andere Unternehmen, Finanzinstrumente oder finanzielle Verbindlichkeiten verwendet werden.“

Am 30. November 2009 wurde der Diskussionsentwurf zum „Gesetz zur Umsetzung der geänderten Bankrichtlinie und der geänderten Kapitaladäquanzrichtlinie“ in deutsches Recht vorgelegt. Für die Verbriefungsindustrie ist dabei insbesondere der geplante neue § 18 a des KWG zu Verbriefungen von Interesse, in dem in Umsetzung der Bestimmungen des Artikel 122a und b der CRD der Selbstbehalt des Originators sowie die Pflichten eines beaufichtigten Investors in Verbriefungsprodukte definiert werden. ■

Wiederbelebung des Verbriefungsmarktes macht Fortschritte: Der Bun-

Standards folgen, die die Interessen von verbrieften Banken und Investoren angleichen, die Qualität der verbrieften Kredite und deren Bearbeitung sicherstellen, und eine hohe Transparenz garantieren. Im Rahmen der TSI arbeitet nunmehr eine Arbeitsgruppe aus Banken und Investoren an der Operationalisierung eines darauf aufbauenden Zertifizierungsprozesses, der auf den Erfahrungen der bereits bestehenden TSI-Zertifizierung aufbaut. Bei erfolgreicher Umsetzung könnte dies ein wesentlicher Beitrag für ein Qualitätssegment „Deutsche Mittelstandsrisiken“ auf den Kapitalmärkten werden.

Ebenso gibt es auf europäischer Ebene, initiiert von European Securitisation Forum und European Financial Round Table in Abstimmung mit der EZB eine Arbeitsgruppe, deren Ziel es ist, Standards für ein übergreifendes europäisches Primesegment festzulegen, das auf den Eckpunkten Kreditqualität, Einfachheit der Transaktionsstruktur, Transparenz und Marktliquidität aufbaut. ■

Zitat zum Markt

„Die befristete Förderung eines Sekundärmarktes – wie bei Verbriefungen – kann vertrauensbildend wirken und sollte erwogen werden. Das ist allemal effektiver, als punktuell Kredite aufzukaufen oder zu verbürgen.“

Michael Hüther, Institut der deutschen Wirtschaft am 4. Dezember 2009 im Handelsblatt

auch vereinzelt ursprünglich einbehaltene Transaktionen vermarktet. ■

Neues von den Ratingagenturen: Europäische und damit auch deutsche SME-CLOs wurden in 2009 von verschiedenen methodischen Anpassungen der Agenturen Moody's und FitchRatings getroffen, die vor allem im 4. Quartal zu zahlreichen Herabstufungen führten. Am

desverband deutscher Banken hat im Herbst 2009 in mehreren Sitzungen mit Investoren und Banken die Eckpunkte eines Konzeptes zur Wiederbelebung des Verbriefungsmarktes erarbeitet und in einem ersten Schritt ein „Gütesiegel deutscher Mittelstand“ bereits konkretisiert. Das neu zu schaffende Premiumsegment deutscher Mittelstandsverbriefungen soll verbindlichen

Deutschland braucht die Verbriefung von Mittelstandskrediten



Dr. Hartmut Bechtold
Geschäftsführer
TSI
Frankfurt am Main

In keinem anderen Industrieland der Welt hängt die Unternehmensfinanzierung derart stark von den Banken ab wie in Deutschland. Während die Anleihe- und Aktienmärkte weltweit wieder angesprochen sind, bauen die Banken ihr Kreditvolumen ab. Vieles spricht dafür, dass der internationale Deleveragingprozess der Banken erst am Anfang steht und sich über mehrere Jahre hinziehen wird. Er ist die Folge eines komplexen Zusammenwirkens aus der weltweiten Finanzkrise, die zum einen das Eigenkapital von Banken angreift, und zum anderen ihre Geschäfts-

delle sowie regulatorischen Rahmenbedingungen verändert hat. In Zukunft werden Banken für gleiche Risiken deutlich mehr Eigenkapital vorhalten (müssen). Diese Entwicklung wird die Unternehmensfinanzierung weltweit zerteilen: zum einen in Unternehmen mit leichtem Zugang zu den Aktien- und Anleihemärkten und zum anderen in Unternehmen, die abhängig sind vom Bankkredit.

Das deutsche Bankensystem wird vermutlich noch stärker von dem Deleveraging-Prozess betroffen sein als die Bankensysteme anderer Industrieländer. Dafür sprechen die vergleichsweise hohe Wettbewerbsintensität, die mit geringen Margen einhergeht sowie die geringere Diversifikation der Ertragsstruktur und die bereits bestehende,

höhere Leverage-Ratio. Auch stehen deutsche Banken auf ihrer Passivseite in den kommenden Jahren vor relativ hohen Refinanzierungen.

Ein Weiteres kommt hinzu: Ab 2013, also gerade zu der Zeit wo die neuen Eigenkapital- und Liquiditätsvorschlüsse des Baseler Ausschusses wahrscheinlich in nationales Recht umgesetzt werden, kommt auf die Kreditmärkte eine Welle von Refinanzierungen zu, aus endfälligen Leveraged Loans sowie aus endfälligen Finanzierungen an Unternehmen unterhalb Investmentgrade, wozu auch die Programm-Mezzanine an deutsche Mittelständler zählen. Dieser hohe Refinanzierungsbedarf wird dann mit einem ebenfalls sehr hohen Refinanzierungsbedarf der Immobilienwirtschaft und der Banken selbst zusammentreffen.

COMMERZBANK



Unternehmensfinanzierung

Kompetent und verlässlich

Die Mittelstandsbank steht für die zuverlässige Versorgung ihrer Firmenkunden mit Liquidität. Sie verbindet hohes Kundenverständnis mit fachlicher Expertise im Financial Engineering. www.commerzbank.de/firmenkunden

Gemeinsam mehr erreichen

Aufgrund dessen könnte die bislang eher gefühlte „Kreditklemme“ sich zur nachhaltigen „Kreditklemme“ entwickeln.

Als Lösung kommt in Frage, entweder den deutschen Mittelstand kapitalmarktfähig zu machen oder die Kredite bzw. Kreditrisiken des deutschen Mittelstandes kapitalmarktfähig zu machen.

Die Kapitalmarktfähigkeit von deutschen Mittelstandsrisiken hängt jedoch eng mit der Funktionsfähigkeit der Verbriefungsmärkte zusammen.

Effizientes staatliches Handeln zur Abwendung einer nachhaltigen „Kreditklemme“ sollte daher vor allem einen Beitrag zur Etablierung eines Kapitalmarktsegments „Deutsche Mittelstandsrisiken“ schaffen. Gute Erfahrungen, an denen man anknüpfen kann, wurden in Deutschland bereits im Rahmen der PROMISE-Plattform der KfW sowie der TSI-Zertifizierung gesammelt. ■