



## Status ABS-Markt

### Neuemissionsvolumen – Spreadniveau

Das europäische Neuemissionsvolumen 2010 beläuft sich Ende Oktober auf insgesamt 246 Mrd. Euro (2009: 408), wovon rund 66 Mrd. Euro/53 Transaktionen (2009: 16 Mrd. Euro/18 Transaktionen) d. h. 27% (2009: 4) bei Investoren platziert werden konnten. In den Platzierungen enthalten sind auch 14 deutsche Transaktionen mit insgesamt 7,4 Mrd. Euro Volumen – mit Ausnahme einer Leasingverbriefung ausschließlich Auto-ABS.

Das aktuelle Spread-Niveau deutscher Auto-ABS ist das niedrigste aller europäischen Assetklassen, stellt sich jedoch je nach Serie sehr heterogen dar (indikativ): Driver + 65 Bp, SC Germany Auto + 90 Bp, E-CARAT + 125 Bp. Die beiden anderen treibenden Kräfte des Primär- und Sekundärmarktes, britische und niederländische RMBS notieren im Bereich von 140 bis 150 Bp. ■

### „Deutscher Verbriefungsstandard“ findet breite Zustimmung

Der von der TSI und dem Bundesverband deutscher Banken gemeinsam mit Investoren Anfang 2010 erarbeitete neue Qualitätsstandard für deutsche Verbriefungen wurde von der TSI im Juli unter dem Markenzeichen „Deutscher Verbriefungsstandard“ in den Markt eingeführt. Seitdem findet er bei Originatoren und Investoren eine breite Zustimmung. Bereits drei Transaktionen haben seit Juli die Marke genutzt. Die erste Bank, die den neuen Standard nutzte, war die Santander Consumer Bank AG mit ihrer SC Germany Auto 2010-1, die am 19. Juli 2010 mit einem damals sehr guten Spread von 105 Bp an den Markt kam (aktuell 90 Bp). Die erste Leasingverbriefung, die die neue Marke nutz-

te, kam von Volkswagen Financial Services. Die VCL 12, die am 8. September auf den Markt kam, hatte bei Auflage einen Spread von 68 Bp. Einigen Anfragen im Gefolge der VCL Platzierung konnte die TSI leider nicht nachkommen, da das Zertifikat nur für Verbriefungen vergeben wird, bei denen sich der Originator auf die TSI Qualitätsstan-

dard verpflichtet, wozu auch die Anwendung deutschen Aufsichtsrechts bei der Kreditvergabe und -bearbeitung gehören. ■



## Inhalt

- Quartalsüberblick 04/2010
- Frank Cerveny  
Deutsche Auto-ABS:  
Fahrzeuge, Finanzierung, ABS  
und Konjunktur
- Kredit- und Verbriefungsmarkt  
Kurznachrichten

Herausgeber  
True Sale International GmbH (TSI)  
Mainzer Landstraße 51  
60329 Frankfurt am Main  
[info@tsi-gmbh.de](mailto:info@tsi-gmbh.de)  
[www.true-sale-international.de](http://www.true-sale-international.de)

Verlag und redaktionelle Bearbeitung  
Fritz Knapp Verlag GmbH  
Aschaffburger Straße 19  
60599 Frankfurt am Main  
[info@kreditwesen.de](mailto:info@kreditwesen.de)  
[www.kreditwesen.de](http://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. Februar 2011.

## Deutsche Auto-ABS: Fahrzeuge, Finanzierung, ABS und Konjunktur



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

Auto-ABS sind ein Paradebeispiel für die gesamtwirtschaftlich wichtige Funktion von Verbriefungen als Bindeglied zwischen Realwirtschaft, Kredit- und Kapitalmarkt. In der noch recht jungen Geschichte des deutschen Verbriefungsmarktes wurden bislang mehr als 60 Auto-ABS, also Verbriefungen von privaten sowie gewerblichen Kredit- und Leasingfinanzierungen von Kraftfahrzeugen, im Gesamtvolumen von rund 48 Mrd. Euro emittiert. Als verbriefende Unternehmen betätigen sich überwiegend herstellergebundene Autobanken („Captives“) wie z. B. VW Financial Services, aber auch nicht-herstellergebundene Autobanken („Non-Captives“) wie z. B. Santander Consumer Bank) und letztlich Leasing-Gesellschaften wie z. B. LeasePlan Deutschland.

Auto-ABS können als ein Teil der „automobilen Wertschöpfungskette betrachtet werden, innerhalb derer sich die Leistungen v. a. von Hersteller, Händler und Finanzdienstleister „symbiotisch“ ergänzen (Frank Stenner, FLF 2/2008). Der Hersteller produziert das Fahrzeug. Der Finanzdienstleister (Autobank) beschafft Finanzmittel (für Händler und Endkunde) und managed Kredit- und Restwerttrisiken. Der Handel vermarktet Neu- und Gebrauchtwagen sowie Leasing-Rückläufer in Verbindung mit Kredit- und Leasing-, sowie Service-Angeboten der Autobanken.

Insbesondere dem Finanzierungsangebot der Autobanken kommt eine wichtige

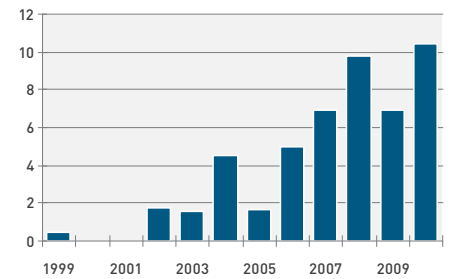
Rolle im Rahmen der Absatzförderung zu: (1) Eröffnung der grundsätzlichen Möglichkeit des Auto-Erwerbs bei nicht bzw. nicht ausreichend vorhandenem bzw. anderweitig gebundenem Eigenkapital, (2) Verkürzung der Haltedauer bzw. Erhöhung des Absatzes von Autos, (3) Migration zu tendenziell höherwertigen Ausstattungen bzw. Wagentypen, (4) Durchsetzbarkeit geringerer Preisnachlässe, sowie (5) Festigung der Kundenbindung.

Professor Willi Diez vom Institut für Automobilwirtschaft hat versucht mit Hilfe eines einfachen Multiplikator-basierten Schätzmodells die „Volkswirtschaftliche Bedeutung der automobilen Finanzdienstleistungen in Deutschland“ zu quantifizieren. Er ermittelt unter konservativen Annahmen allein für deutsche Automobilhersteller jährliche Wertschöpfungseffekte in der Größenordnung von 26,5 Mrd. Euro, was in etwa 20% des gesamten durchschnittlichen Neuwagenumsatzes in Deutschland entspricht. Daneben schätzt er, dass Finanzdienstleistungen zusätzlich zu den etwa 9000 Mitarbeitern der dem AKA (Arbeitskreis der Banken und Leasinggesellschaften der Automobilwirtschaft) angeschlossenen Auto-Banken durch Sekundär-Effekte weitere rund 70000 Arbeitsplätze in der deutschen Automobilindustrie sichern.

Wie lässt sich nun die Relevanz von Auto-ABS für Auto-Banken erklären und quantifizieren? Nach einer Statistik des AKA (Anm.: Mitglieder sind ausschließlich Captives, d. h. herstellergebundene Autobanken) für das 1. Halbjahr 2010 liegt die Markt-Penetrationsrate der zwölf angeschlossenen Banken für Neuwagen bei 40%. Sie finanzieren also 40% des Gesamtvolumens aller Neuzulassungen

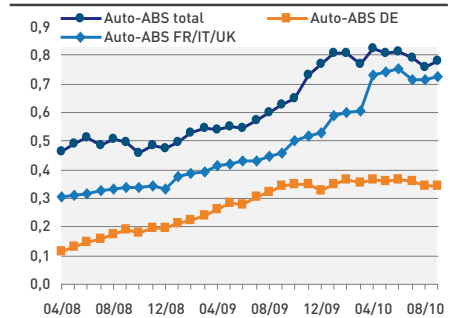
### Entwicklung Emissionsvolumen und Nettoverluste deutscher Auto-ABS

**Grafik 1: Emissionsvolumen deutscher Auto-ABS (in Milliarden Euro)**



Quelle: DZ BANK AG

**Grafik 2: Kumulierte Nettoverluste (Portfolio-Ebene in %)**



Quelle: DZ BANK AG

in Deutschland durch Kredit oder Leasing. Im 1. Halbjahr entsprach dies einem Wert von rund 11,4 Mrd. Euro. Hinzu kamen Gebrauchtwagen-Finanzierungen im Umfang von 3,6 Mrd. Euro, was insgesamt ein Finanzierungsvolumen von 15 Mrd. Euro ausmacht. Auf der anderen Seite wurden durch deutsche Captives 2010 bislang Auto-ABS im Volumen von 7,5 Mrd. Euro strukturiert, wovon etwa 5 Mrd. Euro platziert wurden. Die Relation von Verbriefungsvolumen zu Neugeschäft liegt also näherungsweise bei 1/3 bis 50%, was beachtlich erscheint, nicht nur in Anbetracht der schwierigen Marktverhältnisse.

Für die gerade auch während der Krise – vgl. Entwicklung des Emissionsvolumens in der Grafik 1 – intensive

Nutzung des Instruments Verbriefung durch Auto-Banken gibt es zahlreiche Erklärungsansätze, die im Einzelfall für sich betrachtet oder auch additiv gelten: (1) Diversifizierung des Finanzierungsinstrumentariums (ergänzend zu Senior Unsecured-Anleihen, Bankdarlehen, Konzerndarlehen, Kundeneinlagen), (2) Diversifizierung der Investoren-Basis, (3) potenziell günstigere Refinanzierung durch ABS wegen des hohen AAA-Anteils im Vergleich zum Emittenten-Rating, (4) effiziente Wertschöpfung aus der (Finanzierungs-)Produkt-Standardisierung durch Verbriefung, (5) flexible Nutzung von Verbriefungen für Repo-Zwecke bei der EZB, falls private oder öffentliche Platzierung nicht möglich

oder nicht beabsichtigt sind, (6) potenziell Eigenkapitalmanagement/-Entlastung, soweit wesentlicher Risikotransfer möglich ist, und nicht zuletzt (7) Risiko-Management, zum Beispiel im Zusammenhang mit Restwert-Verbriefungen.

Die Performance deutscher Auto-ABS stellt sich trotz Krise hervorragend dar. In Bezug auf kumulierte Netto-Verluste in den verbrieften Portfolios errechnen wir einen Index-Wert von 0,34%, was das bereits sehr gute Niveau europäischer Auto-ABS nochmals in den Schatten stellt (vgl. Grafik 2). Der „Marktanteil“ deutscher Auto-ABS in Europa liegt im Übrigen bei mehr als 40%, gemessen am ausstehenden Volumen. Entspre-

chend waren im Krisenzeitraum Mitte 2007 bis heute von insgesamt 42 Rating-Aktionen der Agenturen 33 positiv, und lediglich neun negativ – Letztere alle im Zusammenhang mit Globaldrive-Transaktionen von Ford. Reflektiert wird diese sehr gute Qualität in einer stabilen Investoren-Nachfrage, sodass Auto-ABS während der Krise stets den „Eisbrecher“ spielten, in Bezug auf die Platzierbarkeit, aber auch in Bezug auf die Erreichung realistischer Spread-Niveaus. Sie stellen ein Basis-Investment für jedes ABS-Portfolio dar und sollten sich im neuen Paradigma der Credit-Märkte als „reines“ Credit-Produkt auf Augenhöhe mit Covered Bonds und Bankanleihen bewegen. ■

## Kredit- und Verbriefungsmarkt Kurznachrichten

**Noch keine Entwarnung bei US-Hausfinanzierungen:** Anders als in Europa sind in den meisten amerikanischen Bundesstaaten hypotheckenbesicherte Baufinanzierungen nur auf das Sicherungsgut, das Haus, abgestellt. Mit Rückgabe des Sicherungsgutes entfällt die Verpflichtung des Kreditnehmers, den Kredit weiter zu bedienen. Bei fallenden Hauspreisen übersteigt nunmehr in vielen Fällen der ausstehende Kredit den Objektwert des Hauses. Es wird unter diesen Bedingungen auch für gute Kreditnehmer mehr und mehr zu einem Rechenexempel, ob sie in ihrem Vertrag bleiben oder ihre Zahlungen bis zur Zwangsäumung, die mehrere Monate auf sich warten lassen kann, einstellen, bis dahin kostenfrei die Immobilie nutzen und sich anschließend für weniger Geld ein neues Objekt zulegen. Sollte das Beispiel Schule machen, würden bei weiter fallenden Immobilienpreisen auch amerikanische Prime-Baufinanzierungen mit noch höheren Ausfällen konfrontiert. ■

**Representations and Warranties:** In der Hype des US-Immobilienmarktes vor 2007 wurden offensichtlich die Kreditvergabestandards, die in vielen Subprime-Verbriefungen den Investoren garantiert wurden, nicht eingehalten. Die Federal Housing Finance Agency (FHFA), eine Behörde, welche die großen, halbstaatlichen Banken Fannie Mae und Freddie Mac überwacht, hat amerikanischen Presseberichten zufolge eine Kanzlei, die bereits auch MBIA gegen Countrywide vertritt, damit beauftragt mögliche Schadensersatzforderungen gegen Subprime-Finanzierer zu prüfen. Sollte dies erfolgreich sein, wären es gute Nachrichten für die Halter von amerikanischen Subprime-Papieren, eine schlechte jedoch für ehemalige amerikanische Subprime-Finanzierer. ■

Bei der **Umsetzung der CRD II in deutsches Recht** hatte der Deutsche Bundestag für alle Beteiligten überraschend abweichend von der europäischen Vorgabe einen 10- statt 5%igen Risikoeinbehalt

ab 2013 vorgesehen. Man wollte dies nicht unbedingt als deutschen Sonderweg, sondern auch als Vorlage für die EU verstanden wissen, diesem Weg zu folgen. In der darauf folgenden Diskussion wurde jedoch deutlich, dass aufgrund der drohenden unterschiedlichen Regelungen in Europa und Deutschland die 10%-Regelung wahrscheinlich alle europäischen Transaktionen ab 2013 vom deutschen Markt ausgeschlossen hätte, was generell die reale Gefahr einer Verlagerung des Marktes aus Deutschland heraus mit sich gebracht hätte. Der Bundesrat widersprach mehrheitlich der 10%-Regel. Der Vermittlungsausschuss des Deutschen Bundestages und des Bundesrates zum Gesetz zur Umsetzung der geänderten Bankenrichtlinie und der geänderten Kapitaladäquanzrichtlinie hat daraufhin in seiner Sitzung am 14. Oktober beschlossen, dass ein Selbstbehalt von 5% nicht bis 31. Dezember 2012, sondern bis 31. Dezember 2014 Bestand haben soll. Bevor eine Erhöhung auf 10% dann zum 1. Januar 2015 erfolgt, ist die Bundesregierung aufgefordert,

18 Monate vor Ablauf dieser Frist – also ab dem 30. Juni 2013 – zu evaluieren, ob bis dahin eine einheitliche Regelung auf europäischer Ebene getroffen werden konnte. Sollte dies nicht der Fall sein, ist mit Unterstützung der Bundesbank und der BaFin zu untersuchen, ob die geplante Erhöhung des Selbstbehaltes zum 1. Januar 2015 umzusetzen ist oder ob eine andere Regelung bzw. ein Beibehalten von 5% geeigneter erscheint. Der vorgenannte Beschluss des Vermittlungsausschusses wird nochmals von Bundestag und Bundesrat behandelt werden. Damit besteht die realistische Chance in Europa wieder ein einheitliches level playing field in diesem wichtigen Punkt herzustellen. ■

Der **European Investment Fund**, ein europäisches Förderinstitut, das kleine und mittlere Unternehmen durch die

Vergabe von Garantien im Rahmen von Verbriefungen von Mittelstandskrediten sowie Handels- und Leasingverbriefungen unterstützt, hat einen aktuellen Bericht zum Thema Mittelstandsverbriefungen vorgelegt. Der Bericht „SME Loan Securitisation: An important tool to support European SME lending“ gibt einen hervorragenden Überblick über die Entwicklung von SME Verbriefungen und die aktuellen Fragestellungen hierzu. Der Bericht kann über die Homepage der TSI heruntergeladen werden. ■

Im Oktober wurde mit der **Residential Mortgage Securities 25** von Investec erstmals seit Ausbruch der Krise wieder eine UK Non-Conforming RMBS platziert. Der Spread für die 128 Mio. GBP große AAA-Tranche wurde bei 325 Bp fixiert und das Buch 1,9-fach überzeichnet.

Eine interessante Variante von „indirekter“ Platzierung einer Verbriefung stellt der **Covered Bond AXA Bank Europe SCF (Series 1)** dar. Wie nach dem französischen Gesetz für Covered Bonds („Obligations Foncières“) möglich, wird dieser nicht durch originäre Kredite besichert, sondern in vollem Umfang durch die eigens hierfür strukturierte belgische RMBS Royal Street NV S/A Compartment RS-2. ■

**Fälligkeitsgipfel:** 2010 war ein Jahr mit geringen Fälligkeiten. 2011 bis 2015 sind die Kapitalmärkte hingegen weltweit mit außergewöhnlich hohen Fälligkeiten bei Bank- und Unternehmensanleihen konfrontiert. In den gleichen Zeitraum fallen viele endfällige CMBS-Transaktionen, endfällige gewerbliche Immobilienfinanzierungen, aber auch Mezzaninefinanzierungen. In Summe übersteigen die jährlichen Fälligkeiten der Jahre 2011 ff. die 2010er Werte um das vier- bis sechsfache. ■

Mit Ausbruch der Finanzkrise hat sich die Situation bei gewerblichen Immobilienfinanzierungen massiv verschlechtert, ein Fakt, der auch den offenen Immobilienfonds erheblich zu schaffen macht. Die wegbrechende Nachfrage nach Gewerbeflächen hat bei den gewerblichen Immobilien einen gewaltigen Preisverfall hervorgerufen, sodass **CMBS heute eine der wenigen Assetklassen mit schwacher Performance** unter den europäischen Verbriefungen bilden. Ein großer Teil der in den Portfolios enthaltenen Darlehen lässt sich in der aktuellen Marktsituation kaum refinanzieren. Das Volumen der Endfälligkeiten nimmt jedoch zu; von 2011 bis 2014 werden zwei Drittel der Darlehen fällig – mit Schwerpunkt in UK (50%) und Deutschland (30%). Einen hervorragenden Überblick über die Thematik gibt der **Researchbericht 10/2010 der DZ Bank mit der Top-Story „CMBS“**. ■

 Genossenschaftliche FinanzGruppe  
Volksbanken Raiffeisenbanken

## ZUSAMMEN GEHT MEHR.

Mit vereinten Kräften arbeiten wir für ein Ziel: Ihren Erfolg. Dafür setzen wir uns als Spitzeninstitut gemeinsam mit über 1.000 Volksbanken Raiffeisenbanken in der genossenschaftlichen FinanzGruppe ein. Denn zusammen geht mehr. [www.dzbank.de](http://www.dzbank.de)