

Europäische Auto ABS halten die Spur

Europas Auto ABS-Markt im US-Vergleich

Financial Research
September 2017



Management Summary

1.

Verglichen mit dem Höchststand aus dem Jahr 2009 hat sich das ausstehende Volumen europäischer Verbriefungen halbiert. Jedoch wurden in Europa nicht alle Anlageformen in gleichem Maße von diesem Abwärtstrend erfasst, der Markt für ABS blieb auch in 2016 weitgehend stabil. Auffallend ist dabei, dass die Assetklasse Auto ABS innerhalb des ABS-Verbriefungsmarkts nicht nur eine tragende Rolle spielt, sondern auch weiter wächst. In den letzten beiden Jahren haben europäische Auto ABS weiter an Relevanz gewonnen.

2.

Nachdem sich das jährliche Neuemissionsvolumen binnen eines Jahrzehnts auf 30 Mrd. Euro (2014) mehr als verfünffacht hatte, zeigte der europäische Markt für Autoverbriefungen in den vergangenen beiden Jahren Stabilisierungstendenzen. Nachdem in 2015 europäische Auto ABS in Höhe von 29,3 Mrd. Euro neu begeben wurden, wurde in 2016 abermals die Marke von 30 Mrd. Euro erreicht. In Deutschland entwickelte sich das neu begebene Volumen im vergangenen Jahr rückläufig. Dieser Rückgang wurde jedoch mehr als ausgeglichen durch das Wachstum in anderen europäischen Märkten, insbesondere Frankreich, UK und Spanien. Im Zeitraum zwischen 2000 und August 2017 waren über die Hälfte der neu emittierten Auto ABS mit deutschem Collateral besichert. Damit ist Deutschland der bedeutendste Markt für Auto ABS in Europa, deutlich vor Großbritannien und Frankreich.

3.

Vergleicht man den Markt für Auto ABS in Europa mit seinem US-amerikanischen Pendant, so sind zwei zentrale Unterschiede erkennbar. Zum einen befindet sich der US-Markt bereits in einem reiferen Stadium. Seit 2000 wurden Auto ABS im Umfang von 1.199,6 Mrd. Euro in den USA begeben und damit ein deutlich höheres Volumen als in Europa (272,8 Mrd. Euro). Zudem entwickelte sich der US-Markt im Gegensatz zum europäischen Markt, der seit 2000 von einer tendenziell zunehmenden Emissionstätigkeit geprägt war, volatil. In 2016 lag das Emissionsvolumen bei 72,2 Mrd. Euro und damit leicht unter dem Niveau des Vorjahres (80,6 Mrd. Euro).

4.

Der Großteil der Autofinanzierungen wird in Europa von Captives verbrieft. Auch wenn der Anteil der Captives am gesamten Neuemissionsvo-

Ansprechpartner

Dr. Benjamin Mohr
Chefvolkswirt

Creditreform Rating
Hellersbergstraße 11
41460 Neuss

B.Mohr@creditreform-rating.de

lumen schwankt, so stehen diese dennoch seit 2000 durchgehend für mehr als die Hälfte des emittierten Volumens. In 2016 wurden zuletzt 62,4% der Auto ABS von Autobanken emittiert. Captives in den USA verfügen nicht über die marktbeherrschende Stellung ihrer europäischen Pendanten. Gemessen am Emissionsvolumen liegt der Anteil der Captives im US-Markt strukturell unter dem europäischen Niveau.

5.

Die Finanzierungsgesellschaft von Volkswagen verbriefte in Europa 2016 erstmals seit 2009 ein geringeres Volumen an Autofinanzierungen. Nachdem das Emissionsvolumen sechs Jahre in Folge beständig gewachsen war, wurden 2016 Auto ABS im Umfang von 6,4 Mrd. Euro emittiert. Dagegen konnten bei BMW in 2016 das dritte Jahr in Folge wachsende Volumina beobachtet werden. Indessen konnte Santander auch in 2016 den Spitzenplatz unter den Non-Captives behaupten. Gemessen am Volumen der seit 2000 emittierten Auto ABS bleibt Volkswagen der größte Akteur und kommt auf einen Marktanteil von 30,3%, gefolgt von Santander, deren Anteil sich auf ein Fünftel beläuft.

6.

Im Unterschied zum europäischen Auto ABS-Markt gestaltet sich die Zusammensetzung des US-Markts deutlich heterogener. Die größere Vielfalt unter den US-Originatoren ist in erster Linie auf die höhere Zahl an Finanzunternehmen ohne Herstellerbindung zurückzuführen. Der Finanzierungsarm des Autoherstellers Ford ist der größte Einzelakteur am US-Markt (14,4% des gesamten Marktvolumens), dahinter folgen Ally Financial und Nissan. Auffällig ist, dass sich neben Ford kein weiterer US-Autobauer unter den Captives mit den höchsten Emissionsvolumina befindet. Bemerkenswert ist die Entwicklung der von asiatischen Captives wie Nissan, Honda und Toyota, die ihr Engagement am US-Markt in den vergangenen Jahren deutlich verstärkt haben.

7.

Sowohl das Ratingprofil als auch marktbasierende Risikoindikatoren wie Emissionsspreads deuten darauf hin, dass die Assetklasse Auto ABS durchaus als Safe Haven gesehen werden kann. Gemessen am Emissionsvolumen erhielt 2016 nach wie vor die große Mehrheit der beurteilten Auto ABS-Notes im Initial Rating ein AAA (77,8%). Verglichen mit US-Auto ABS, von denen 86,4% ein AAA erhielten, befand sich Europa damit auf einem etwas niedrigeren Niveau. Über den gesamten Betrachtungszeitraum wiesen 88,2% aller europäischen Deals die beste Bonität auf. Unterdessen verdeutlicht die Differenzierung der Auto ABS nach Originatoren, dass Auto ABS, die seit 2015 von Non-Captives emittiert wurden,

in der Tendenz ein etwas höheres Ausfallrisiko aufweisen. Dabei spielt die Herkunft der Underlyings keine grundlegende Rolle.

8.

Im Hinblick auf die diesjährige Emissionstätigkeit am europäischen Auto ABS-Markt erwarten wir, dass dieser an seine bis hierhin robuste Entwicklung anknüpfen kann, wobei das Volumen neu emittierter Auto ABS in Europa am Jahresende etwas unter dem Niveau von 2016 liegen sollte. Unterdessen stellen sich die mittelfristigen Perspektiven unter dem Strich positiv dar, jedoch sind wir nur verhalten optimistisch, ob die kommenden Jahre einen signifikanten Anstieg bei den jährlichen Emissionsvolumina bringen werden. Wir gehen eher davon aus, dass sich der Auto ABS-Markt insofern festigen wird, als dass sich das Marktvolumen neu emittierter Autoverbriefungen auf dem vergleichsweise hohen Niveau der vergangenen Jahre stabilisiert. Dabei sollten die jüngsten Neuerungen im Kontext der EU-Regulierung keinen maßgeblichen Einfluss auf die Emissionstätigkeit haben und das Anleiheankaufprogramm der EZB sollte keine spürbaren Auswirkungen nach sich ziehen, während wir die makrofinanziellen Rahmenbedingungen in der mittleren Frist weiterhin positiv sehen.

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.

I. Auto-Verbriefungen als Stütze des europäischen ABS-Markts

In Deutschland setzen beim Autokauf immer mehr Menschen auf Kredite und Leasing und der Anteil der Neuwagenkäufer, die den Pkw aus Eigenmitteln bezahlen, schrumpft kontinuierlich – zuletzt betrug dieser nur noch 25%. Dies meldete im Frühjahr dieses Jahres der Verband der Banken der Automobilwirtschaft (BDA).¹ Hiervon konnten die herstellerebenen Banken (Captives) profitieren und verbuchten mit Finanzierung und Leasing im letzten Jahr ein Neugeschäft i.H.v. 41,5 Mrd. Euro, ein Anstieg um 9%. Gleichzeitig stieg der gesamte Bestand aller Leasing- und Finanzierungsverträge der beim BDA angebotenen Captives bis Ende 2016 auf 112,9 Mrd. und erreichte damit einen neuen historischen Höchststand.

Dass ein immer größerer Teil der Autokäufe durch Kredite und Leasing finanziert wird, dürfte nicht zuletzt durch die günstigen Finanzierungsbedingungen begründet sein, welche die herstellerebenen Banken ihren Kunden bieten. Diese wiederum können den privaten und gewerblichen Kunden attraktive Finanzierungsmöglichkeiten bieten, wenn sie ihrerseits über eine diversifizierte und günstige Refinanzierung verfügen. Ein wichtiges Element der Refinanzierungsstrategie vieler Captives sind Auto ABS.² In diesem Zusammenhang stellt sich die Frage, ob sich die zunehmende Kredit- und Leasingfinanzierung in einer erhöhten Emissionsaktivität am Autoverbriefungsmarkt widerspiegelt.

Zunächst ist festzustellen, dass der gesamte europäische Verbriefungsmarkt derzeit weit von einer spürbaren Revitalisierung entfernt ist. Zwar werden Verbriefungen weiterhin als elementarer Bestandteil effizienter und gut funktionierender Finanzmärkte gesehen. Sein Stigma, unter dem der Markt seit dem Ausbruch der US-amerikanischen

Subprime-Krise leidet, konnte er jedoch bislang nicht vollständig ablegen. Die Entscheidungsträger auf europäischer Ebene haben Schritte wie z.B. höhere Eigenkapitalforderungen, Sorgfaltspflichten, Verhaltensregelungen oder Standardisierung von Verbriefungen unternommen, durch die Verbriefungen einfacher und sicherer gemacht und die Märkte auf eine solidere Grundlage gestellt werden sollen.³ Nichtsdestotrotz ist die Marktaktivität nach wie vor als moderat zu bezeichnen, wobei unklar ist, ob dies auf mangelndes Investorenvertrauen aufgrund schwer nachvollziehbarer Originations- und Transaktionsstrukturen sowie fehlender Transparenz im Allgemeinen zurückzuführen ist, oder eben gerade durch die europäische Legislative und Exekutive erzeugt wird, die mit ihren Regulierungen für ein stetig wachsendes Regelwerk sorgt und im Markt eine erhebliche Unsicherheit im Hinblick auf die regulatorische Behandlung von Verbriefungen und die Umsetzung der verschiedenen Rahmenwerke bewirkt.⁴

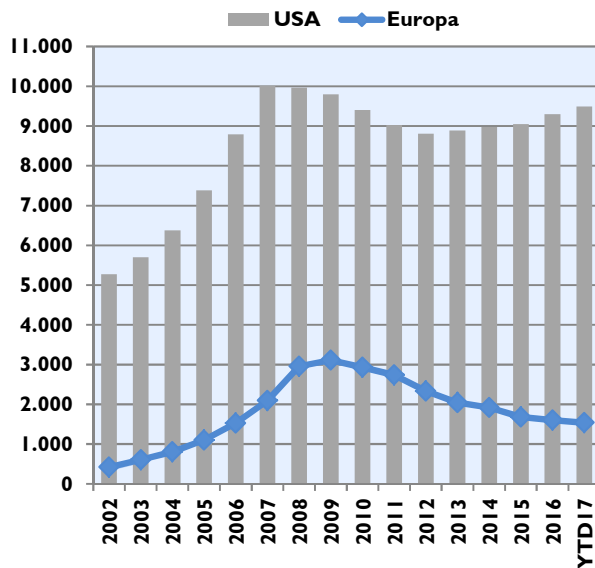
So blieb die Verbriefungsaktivität in Europa zuletzt weiterhin verhalten (siehe [Abb. 1](#)). Verglichen mit dem Höchststand aus dem Jahr 2009, als das ausstehende Volumen rd. 3,1 Bio. USD betragen hatte, hat sich das Marktvolumen europäischer Verbriefungen bis zum Ende des zweiten Quartals 2017 halbiert (1,5 Bio. USD). Gleichwohl ist am aktuellen Rand eine allmähliche Stabilisierung zu erkennen, da das Volumen neu emittierter Verbriefungen seit 2013 in der Tendenz leicht aufwärts gerichtet ist. Im vergangenen Jahr stieg das Neuemissionsvolumen auf immerhin 238,6 Mrd. Euro, wenngleich man damit lediglich auf dem Niveau der Jahre 2003/04 lag und das ausstehende Volumen weiterhin rückläufig bleibt.

Diese Situation kontrastiert gleich in zweierlei Hinsicht mit der Entwicklung in den Vereinigten Staaten. Zum einen haben sich die US-Verbriefungsmärkte wesentlich schneller erholt als

in Europa. So ist auch in den USA das ausstehende Volumen nach der Finanzkrise von 10,0 Bio. USD in 2007 auf 8,8 Bio. USD in 2012 zurückgegangen. Dennoch begann das Marktvolumen in 2013 wieder zu steigen und entwickelte sich seitdem vergleichsweise dynamisch. Zum Ende des ersten Halbjahres 2017 belief sich das ausstehende Volumen am US-Verbriefungsmarkt auf 9,5 Bio. USD und befand sich nur noch 5,1% unter dem Höchststand von 2007. Grundsätzlich bleibt zudem festzuhalten, dass der US-Markt damit mehr als sechs Mal so groß ist wie sein europäisches Pendant.

Abb. 1: Ausstehendes Volumen am europäischen und US-amerikanischen Verbriefungsmarkt

Angaben in Mrd. USD, Year-to-date: bis Q2-2017



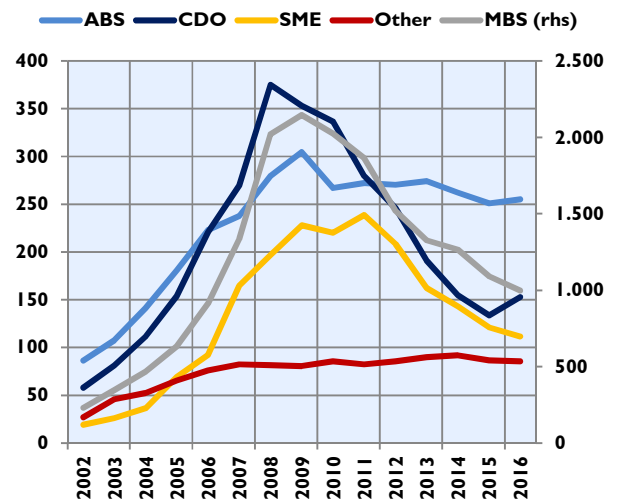
Quelle: SIFMA, Creditreform Rating

In diesem Zusammenhang muss allerdings betont werden, dass in Europa nicht alle Anlageformen in gleichem Maße von diesem Abwärtstrend des Verbriefungsmarktes erfasst wurden (siehe Abb. 2). Dies betraf in erster Linie Verbriefungen, die mit Hypotheken besichert waren, namentlich Residential Mortgage-Backed Securities (RMBS) und Commercial Mortgage-Backed Securities (CMBS). Während das Marktvolumen der RMBS zwischen

2009 und 2016 um 1,0 Bio. USD oder 53% gesunken ist, ging das ausstehende Volumen der CMBS um 122,0 Mrd. USD oder 59% zurück. Insgesamt steht das MBS-Segment somit für drei Viertel (76%) des Rückgangs des ausstehenden Volumens am europäischen Verbriefungsmarkt.

Abb. 2: Entwicklung der Verbriefungsmärkte in Europa nach Collateral

Ausstehendes Volumen in Mrd. USD



Quelle: SIFMA, Creditreform Rating

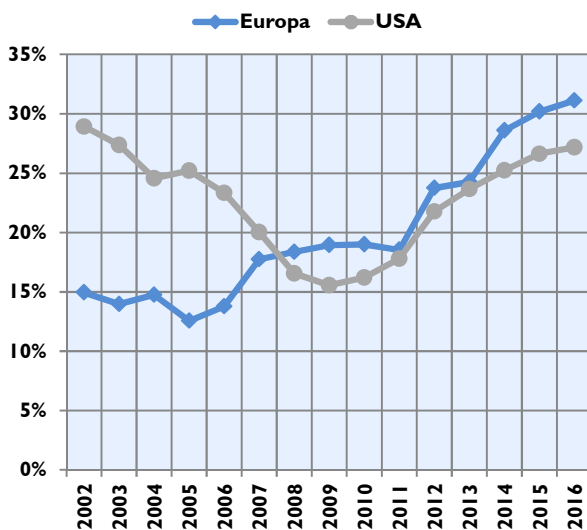
Demgegenüber blieb der Markt für Asset-Backed Securities (ABS) auch in 2016 weitgehend stabil. Nimmt man das Jahr 2010 als Basisjahr und klammert den Rückgang um 37,8 Mrd. USD zwischen 2009 und 2010 einmal aus, konnte der ABS-Verbriefungsmarkt sein Niveau im Wesentlichen halten. Das ausstehende Volumen an ABS-Papieren schwankte von 2010 bis 2016 in einer engen Bandbreite zwischen 250,9 und 274,2 Mrd. USD (2016: 255,3 Mrd. USD).

Auffallend ist dabei, dass die Assetklasse Auto ABS innerhalb des ABS-Verbriefungsmarktes nicht nur eine tragende Rolle spielt, sondern auch entgegen dem grundsätzlich rückläufigen Markttrend weiter wächst. So verzeichnete der Auto ABS-Markt in 2016 ein ausstehendes Volumen von 79,4 Mrd.

USD. Dies entspricht auf Jahressicht einem Anstieg von 3,7 Mrd. USD oder 4,9%. Zum Vergleich: Im Jahr 2010 waren es noch 50,7 Mrd. USD – ein Plus von 56,7%. Die Art der verbrieften Forderungen scheint also durchaus eine gewichtige Rolle zu spielen. Grundsätzlich dürfte diese Assetklasse von den gut prognostizierbaren Cash Flows und vergleichsweise kurzen Laufzeiten profitieren, welche grundsätzlich charakteristisch für Finanzierungs- und Leasingverträge von Fahrzeugen sind.

Abb. 3: Die Bedeutung von Auto ABS im globalen Vergleich

Anteil der Auto ABS am ausstehenden Volumen des gesamten ABS Markts in Europa bzw. den Vereinigten Staaten



Quelle: SIFMA, Creditreform Rating

Getragen von dieser positiven Marktentwicklung der europäischen Auto ABS haben diese in den letzten beiden Jahren weiter an Relevanz gewonnen (siehe Abb. 3). Nachdem der Anteil des Auto ABS-Volumens am ABS-Verbriefungsmarkt von 19,0% in 2010 auf 28,6% in 2014 deutlich angestiegen war, kletterte dieser in 2015 und 2016 um weitere zwei Prozentpunkte auf nunmehr 31,1% und konnte damit seine Marktposition weiter ausbauen. Im Gegensatz dazu steht die Entwicklung des US-amerikanischen Autoverbriefungssegments, das zwischen 2006 und 2009 eine Schwä-

chephase durchlief, im Zuge derer der Anteil am ABS-Verbriefungsmarkt in den USA von 23,3 auf 15,6% fiel. Ab 2010 nahm das Gewicht der US-Auto ABS wieder zu – bis 2016 konnten diese um mehr als zehn Prozentpunkte zulegen, so dass der Anteil der Auto ABS am ABS-Verbriefungsmarkt 27,2% betrug.

Vor diesem Hintergrund führen wir im Folgenden unsere Untersuchung der Entwicklung der Auto ABS-Märkte fort, die wir in 2015 erstmalig vorgenommen hatten („Bitte anschnallen – Auto ABS im Aufwärtstrend“, September 2015). Dabei fokussieren wir weiterhin auf den europäischen Auto ABS-Markt und erweitern zudem unsere Untersuchung um die Analyse des US-amerikanischen Auto ABS-Segments. In diesem Zusammenhang beschäftigen wir uns in Abschnitt 2 mit der Entwicklung der Emissionsvolumina der Auto ABS, wobei wir hier zunächst auf die Herkunft des Collaterals, d.h. der den Auto ABS zugrunde liegenden Autofinanzierungen abstellen. In Abschnitt 3 widmen wir uns der Frage, wer hinter der dynamischen Entwicklung der Auto ABS in Europa sowie den USA steht und analysieren den Auto ABS-Markt unter Berücksichtigung der Originatoren. In einem vierten Abschnitt nehmen wir eine Risikoperspektive ein und beleuchten neben den Ratingprofilen der Auto ABS die Basis Spreads in Europa und den USA. Abschließend wagen wir einen Ausblick und werfen Schlaglichter auf die wesentlichen makro-finanziellen und regulatorischen Rahmenbedingungen.

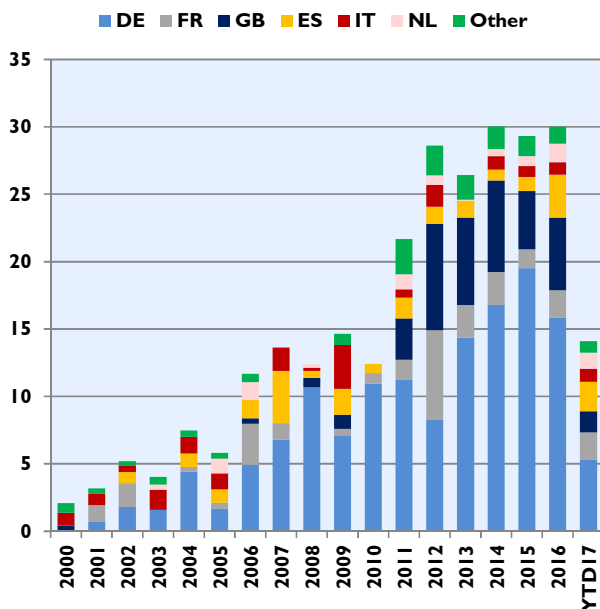
In der vorliegenden Untersuchung wurden alle Auto ABS-Notes berücksichtigt, die seit dem Jahr 2000 bis zum Stichtag 31.08.2017 in den EU-28-Staaten, der Schweiz, Norwegen und Island (⇔ Europa) sowie in den Vereinigten Staaten emittiert wurden.

2. Die Auto ABS-Märkte in Europa und den Vereinigten Staaten

Nachdem sich das jährliche Neuemissionsvolumen binnen eines Jahrzehnts von 5,8 (2005) auf 30,0 Mrd. Euro (2014) mehr als verfünffacht hatte, zeigte der europäische Markt für Autoverbriefungen in den vergangenen beiden Jahren Stabilisierungstendenzen (siehe Abb. 4). Während in 2015 europäische Auto ABS in Höhe von 29,3 Mrd. Euro neu begeben wurden, wurde in 2016 abermals die Marke von 30 Mrd. Euro erreicht. Das letztjährige Wachstum wurde jedoch nicht gleichermaßen von allen europäischen Märkten getragen.

Abb. 4: Entwicklung der Emissionstätigkeit von Auto ABS in Europa

Neuemissionsvolumen von Auto ABS, Angaben in Mrd. Euro, nach Herkunft des Collaterals, Year-to-date: bis Ende August 2017



Quelle: Thomson Reuters, Creditreform Rating

In Deutschland, dem größten europäischen Markt für Auto ABS, entwickelte sich das neu begebene Volumen im vergangenen Jahr rückläufig. Nachdem das Neuemissionsvolumen deutscher Auto-

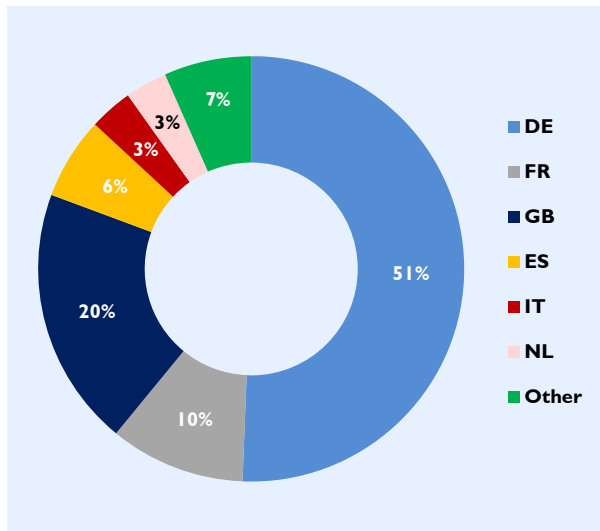
verbriefungen in 2015 mit 19,5 Mrd. Euro einen neuen Höchstwert erreicht hatte, wurden in 2016 neue Auto ABS mit einem Volumen von 15,8 Mrd. Euro emittiert. Dieser Rückgang wurde jedoch mehr als ausgeglichen durch das Wachstum in anderen wichtigen europäischen Märkten. So wuchsen die emittierten Volumina französischer Auto ABS in 2016 von 1,4 auf 2,0 Mrd. Euro. Deutliche Zuwächse waren auch bei verbrieften Autofinanzierungen mit britischem bzw. spanischem Collateral zu beobachten, die Emissionsvolumina in Höhe von 5,4 bzw. 3,2 Mrd. Euro erreichten. Zum Vergleich: In 2015 lag das jeweilige Neuemissionsvolumen bei 4,3 bzw. 1,0 Mrd. Euro und damit deutlich niedriger.

In Bezug auf das laufende Jahr 2017 dominieren am europäischen Markt Emissionen mit deutschem Collateral (5,3 Mrd. Euro), gefolgt von Spanien (2,2 Mrd. Euro) und Frankreich (2,0 Mrd. Euro). Insgesamt belief sich das Neuemissionsvolumen zwischen Januar und August auf 14,1 Mrd. Euro und lag damit unter dem entsprechenden Vorjahreswert (18,4 Mrd. Euro).

Nimmt man eine längerfristige Perspektive ein, und analysiert den europäischen Markt für Auto ABS nach der Herkunft der verbrieften Kredite seit dem Jahr 2000, so ist festzuhalten, dass der Großteil des Collateral auf wenige Länder entfällt (siehe Abb. 5). So waren über die Hälfte (50,7%) der neu emittierten Auto ABS im Beobachtungszeitraum mit deutschem Collateral besichert. Damit ist Deutschland der bedeutendste Markt für Auto ABS in Europa, deutlich vor Großbritannien und Frankreich, die für ein Fünftel (19,7%) bzw. ein Zehntel (10,3%) des Emissionsvolumens stehen. Gemessen am Herkunftsland der Underlyings entfallen somit 80% des im analysierten Zeitraum emittierten Volumens in Europa auf nur drei Länder.

Abb. 5: Herkunftsländer der Underlyings europäischer Auto ABS

Auto-ABS-Deals 2000 bis Aug-17, Anteil an Auto ABS-Deals nach Herkunft des Collaterals in %, gemessen am Emissionsvolumen



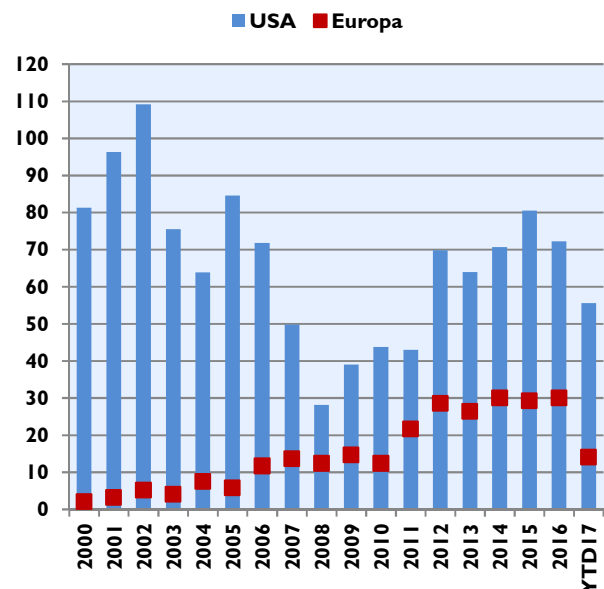
Quelle: Thomson Reuters, Creditreform Rating

Vergleicht man den Markt für Auto ABS in Europa mit seinem US-amerikanischen Pendant, so sind zwei zentrale Unterschiede erkennbar. Erstens: Der US-Markt befindet sich bereits in einem wesentlich reiferen Stadium, wie ein Blick auf die Emissionsvolumina verdeutlicht (siehe Abb. 6). Seit 2000 wurden Auto ABS im Umfang von 1.199,6 Mrd. Euro in den Vereinigten Staaten begeben und damit ein deutlich höheres Volumen als in Europa (272,8 Mrd. Euro) im selben Zeitraum. Zweitens: Im Gegensatz zum europäischen Markt, der seit 2000 von einer tendenziell zunehmenden Emissionstätigkeit geprägt war, entwickelte sich der US-Markt volatiler. Ausgehend vom bisherigen Hoch in 2002, als Auto ABS im Umfang von 109,2 Mrd. Euro am US-Markt begeben wurden (Europa: 5,2 Mrd. EUR) folgte die Emissionstätigkeit zunächst einem mehrjährigen Abwärtstrend. Zunächst halbierte sich das Volumen bis 2007 auf 49,9 Mrd. Euro, ehe im Zuge der Finanzkrise 2008 mit 28,1 Mrd. Euro das im Untersuchungszeitraum geringste Neuemissionsvolumen registriert wurde. In den Folgejahren bis 2011

(43,0 Mrd. Euro) setzte zunächst eine moderate Erholung ein, ehe sich die Emissionsaktivität in 2012 deutlich belebte und ein Volumen in Höhe von 69,9 Mrd. Euro verzeichnet wurde. Zuletzt lag das Volumen neu begebener Auto ABS in 2016 bei 72,2 Mrd. Euro – und damit leicht unter dem Niveau des Vorjahres (80,6 Mrd. Euro). Auch wenn der US-Markt damit noch immer deutlich größer als sein europäisches Gegenstück ist, so kann Europa doch ein gewisser Aufholprozess bescheinigt werden. Zur Orientierung: Hatte der europäische Auto ABS Markt in 2005 erst 7% der Größe des US-Marktes erreicht, so waren es in 2016 bereits 42%.

Abb. 6: Entwicklung der Emissionstätigkeit von Auto ABS in den Vereinigten Staaten

Neuemissionsvolumen von Auto ABS, Angaben in Mrd. Euro, nach Herkunft des Collaterals, Year-to-date: bis Ende August 2017



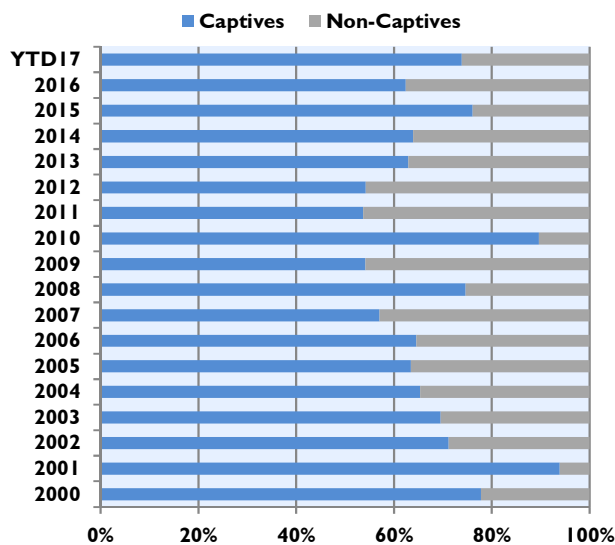
Quelle: Thomson Reuters, Creditreform Rating

3. Die Originatoren von Auto ABS

Nachdem wir den Auto ABS Markt anhand des Neuemissionsvolumens in Europa und den USA vermessen haben und einige aktuelle Entwicklungen aufzeigen konnten, werfen wir im Folgenden Abschnitt einen Blick auf die Struktur des Marktes auf Ebene der Originatoren. Wer sind also die entscheidenden Akteure? Gemessen am verbrieften Volumen lässt sich diese Frage für den europäischen Markt recht eindeutig beantworten.

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

Anteil am Neuemissionsvolumen nach Originator, Angaben in %, Year-to-date: bis Ende August 2017



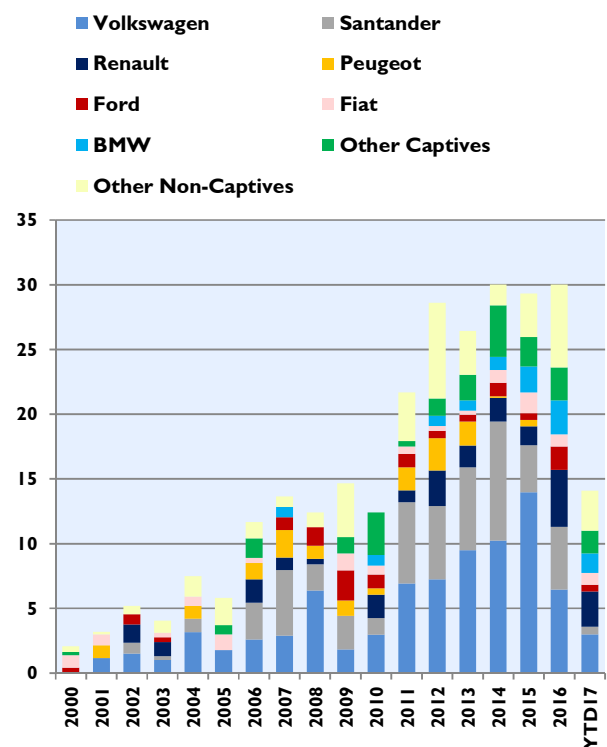
Quelle: Thomson Reuters, Creditreform Rating

Wie aus Abb. 7 hervorgeht, wird der Großteil der Autofinanzierungen in Europa von herstellereigenen Autobanken (sog. Captives) verbrieft. Auch wenn der Anteil der Captives am gesamten Neuemissionsvolumen schwankt, so stehen diese dennoch seit 2000 durchgehend für mehr als die Hälfte des emittierten Volumens. In 2016 wurden zuletzt 62,4% der neu begebenen Auto ABS von Autobanken emittiert und damit etwas weniger als über den gesamten Betrachtungszeitraum hinweg

(65,2%). Das Marktgeschehen im aktuellen Jahr wird noch deutlicher von Captives dominiert. Von den Neuemissionen zwischen Januar und August entfielen 10,4 Mrd. Euro (73,9%) auf herstellereigene Finanzierungsgesellschaften.

Abb. 8: Entwicklung der europäischen Auto ABS-Emissionen nach Originatoren

Neuemissionsvolumen von Auto ABS, Angaben in Mrd. Euro, Year-to-date: bis Ende August 2017



Quelle: Thomson Reuters, Creditreform Rating

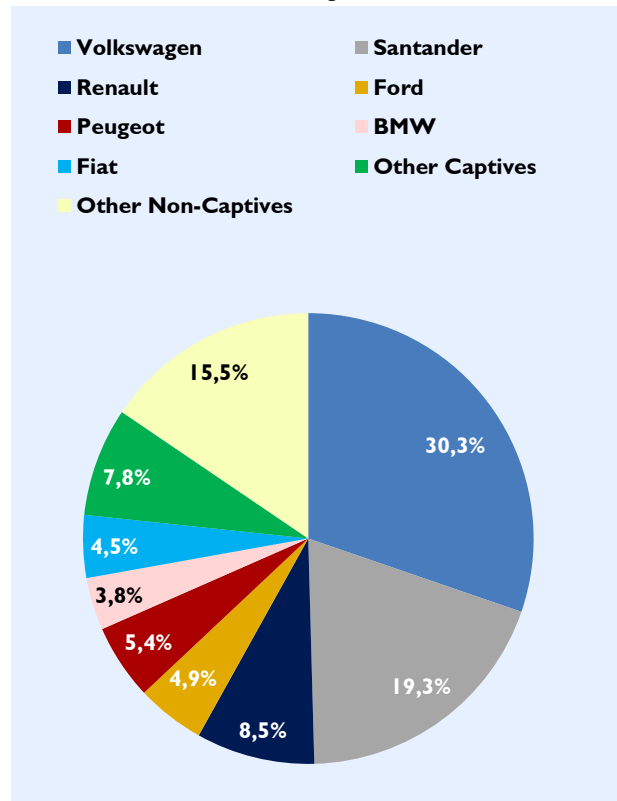
Die Finanzierungsgesellschaft von Volkswagen, die die bedeutendste Emittentin europäischer Auto ABS ist, verbriefte im vergangenen Jahr erstmals seit 2009 ein geringeres Volumen an Autofinanzierungen (siehe Abb. 8). Nachdem das Emissionsvolumen sechs Jahre in Folge beständig von 1,8 (2009) auf 14,0 Mrd. Euro (2015) gewachsen war, emittierte Volkswagen im vergangenen Jahr Auto ABS im Umfang von 6,4 Mrd. Euro und erreichte damit das Niveau des Jahres 2008. Dagegen konnten bei BMW in 2016 das dritte Jahr in Folge wachsende Volumina beobachtet werden. Emit-

tierte der deutsche Autokonzern 2013 noch verbriefte Autofinanzierungen mit einem Volumen von 0,8 Mrd. Euro, so waren es zuletzt 2,6 Mrd. Euro (2016) – eine Steigerung um 30% gegenüber dem Vorjahr (2015: 2,0 Mrd. EUR). Eine größere Rolle am europäischen Markt für Auto ABS spielte in der jüngeren Vergangenheit auch Renault. Mit 4,4 Mrd. Euro verdreifachte sich das Emissionsvolumen des französischen Herstellers in 2016 nahezu binnen Jahresfrist (2015: 1,5 Mrd. Euro). Indessen konnte Santander auch in 2016 den Spitzenplatz unter den Non Captives behaupten. Nach einem starken Rückgang von 9,2 auf 3,6 Mrd. Euro in 2015, emittierte die spanische Bank im letzten Jahr wieder ein etwas höheres Volumen von Auto ABS (2016: 4,9 Mrd. Euro). Allerdings deutet die Emissionsaktivität von Santander derzeit nicht darauf hin, dass dieses Niveau in 2017 übertroffen wird. Stand Ende August hat Santander erst neue Auto ABS mit einem Volumen von 0,6 Mrd. Euro ausgegeben. Deutlich aktiver am Markt waren in diesem Zeitraum Volkswagen und Renault, deren Emissionsvolumina sich auf 3,0 bzw. 2,7 Mrd. Euro beliefen.

Dass es sich bei der dominanten Stellung von Volkswagen im europäischen Markt für Auto ABS um keine Momentaufnahme des Jahres 2016 handelt, geht aus [Abb. 9](#) hervor. Gemessen am Volumen der seit dem Jahr 2000 emittierten Auto ABS kommt Volkswagen auf einen Marktanteil von 30,3% und ist damit der größte Akteur, gefolgt von Santander, deren Anteil sich auf ein Fünftel (19,3%) beläuft. Knapp die Hälfte (49,6%) des emittierten Gesamtvolumens entfällt damit auf diese beiden Originatoren. Auf den Plätzen folgen die beiden französischen Captives Renault (8,5%) sowie Peugeot (5,4%). Kennzeichnend für den europäischen Auto ABS Markt ist somit eine relativ starke Konzentration auf wenige Akteure.

Abb. 9: Verteilung der Originatoren am europäischen Auto ABS-Markt

Anteil am Neuemissionsvolumen nach Originator, Emissionen zwischen 2000 bis Ende August 2017



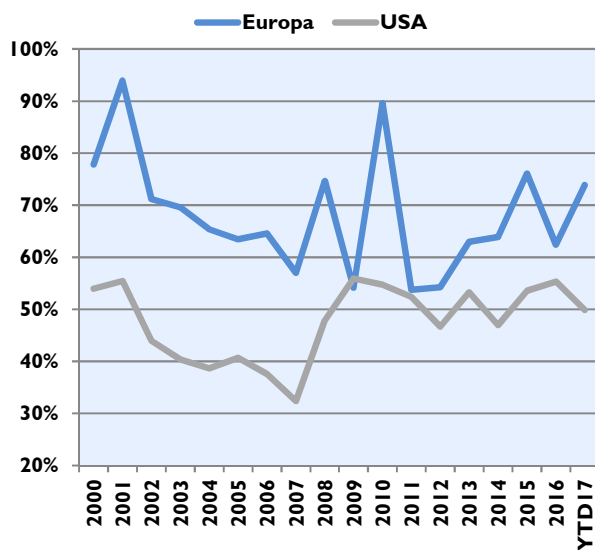
Quelle: Thomson Reuters, Creditreform Rating

Die dominante Rolle der herstellergebundenen Banken im europäischen Auto ABS Markt wurde bereits eingehend beschrieben. Wie gestaltet sich also die Situation am US-Markt? Captives in den USA verfügen nicht über die marktbeherrschende Stellung ihrer europäischen Pendanten (siehe [Abb. 10](#)). Mit Blick auf das Emissionsvolumen liegt der Anteil der Captives im US-Markt strukturell unter dem europäischen Niveau. Machten US-Captives im Jahr 2000 noch etwas mehr als die Hälfte (54,0%) des neu emittierten Gesamtvolumens aus, so ging deren Anteil auf nur noch ein Drittel (32,4%) in 2007 zurück, ehe mit dem Aufkommen der Finanzkrise ein Trendwende bei den Marktanteilen einsetzte. Im Gegensatz zu den Non-Captives, deren Neuemissionsvolumen sich zwischen 2007 und 2009 nahezu halbierte, zogen sich

die US-Captives nicht aus dem Markt zurück – im Gegenteil. Begaben Finanzierungsgesellschaften von US-Autoherstellern in 2007 neue Auto ABS im Umfang von 16,1 Mrd. Euro, so stieg das Emissionsvolumen auf 21,9 Mrd. Euro in 2009. Entsprechend kletterte deren Marktanteil auf 55,9%. Seitdem schwankt der Anteil der US-Captives am Markt um die 50%-Marke. Bei Auto ABS, die zwischen Januar und August 2017 in den USA emittiert wurden entfiel 49,8% des Volumens auf Captives.

Abb. 10: Relevanz von Captives am europäischen und US-amerikanischen Auto ABS-Markt

Anteil der von Captives emittierten Auto ABS, Year-to-date: bis Ende August 2017



Quelle: Thomson Reuters, Creditreform Rating

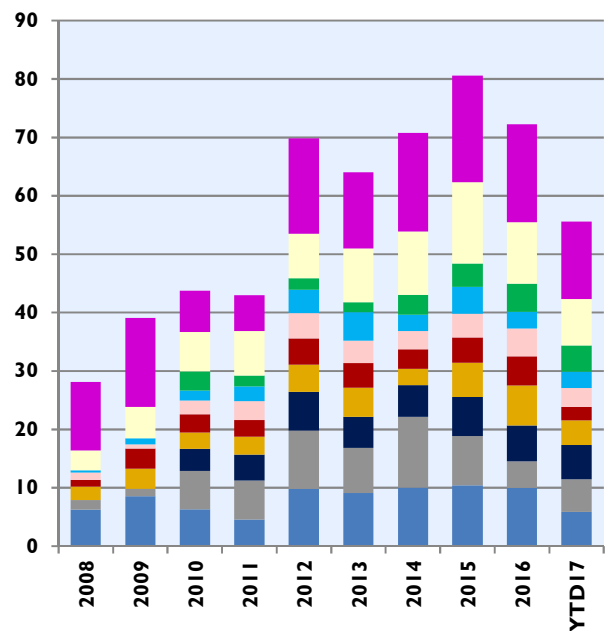
Trotz eines leichten Rückgangs beim Emissionsvolumen von 10,4 auf 10,0 Mrd. Euro blieb Ford in 2016 wie schon im Vorjahr der größte Originator am Markt für US Auto ABS (siehe Abb. 11). Auffällig ist, dass sich neben Ford kein weiterer US-Autobauer unter den Captives mit den höchsten Emissionsvolumina befindet. Bemerkenswert ist zudem die Entwicklung der von asiatischen Captives emittierten Volumina in den letzten Jahren. Nissan und Honda haben in 2016 Auto ABS-

Papiere in Höhe von 6,9 bzw. 5,0 Mrd. Euro ausgegeben und konnten damit gegenüber 2015, als die entsprechenden Volumina bei 5,9 bzw. 4,3 Mrd. Euro gelegen hatten, einen spürbaren Zuwachs verzeichnen.

Abb. 11: Entwicklung der US-amerikanischen Auto ABS-Emissionen nach Originatoren

Neuemissionsvolumen von Auto ABS, Angaben in Mrd. Euro, Year-to-date: bis Ende August 2017

- Ford
- Ally
- Santander
- Nissan
- Honda
- AmeriCredit
- Hyundai
- Toyota
- Other Captives
- Other Non-Captives



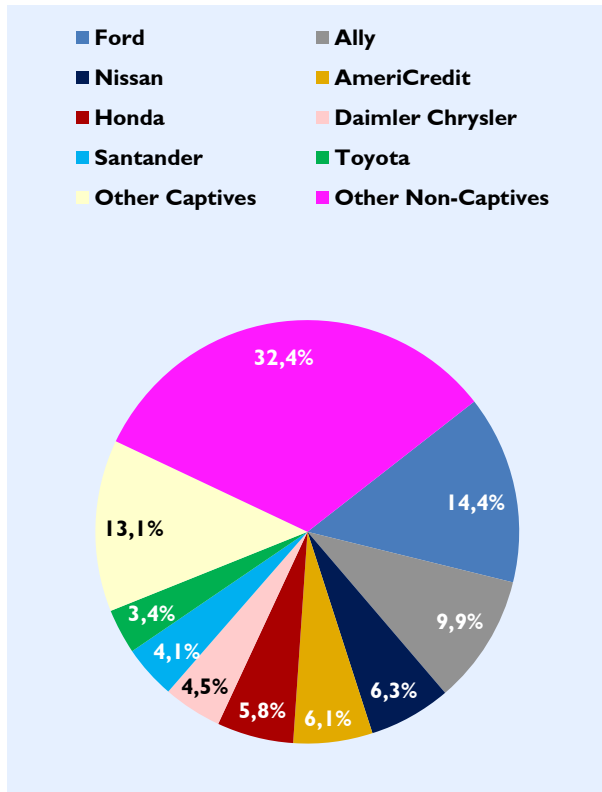
Quelle: Thomson Reuters, Creditreform Rating

Mit Toyota verstärkte im vergangenen Jahr zudem ein weiterer asiatischer Captive sein Engagement am US-Markt. Hatte der japanische Konzern in 2015 noch Auto ABS in Höhe von 4,0 Mrd. Euro emittiert, so belief sich das Neuemissionsvolumen in 2016 auf 4,8 Mrd. Euro. Im laufenden Jahr 2017 sind Ford und Santander mit jeweils 5,9 Mrd. Euro nach den ersten acht Monaten die volumenstärksten Emittenten. Die Santander Bank hat somit

zwischen Januar und August bereits fast so viel emittiert wie im gesamten Jahr 2016.

Abb. 12: Verteilung der Originatoren am US-amerikanischen Auto ABS-Markt

Anteil am Neuemissionsvolumen nach Originator, Emissionen zwischen 2000 bis Ende August 2017



Quelle: Thomson Reuters, Creditreform Rating

Im Unterschied zum europäischen Auto ABS Markt gestaltet sich die Zusammensetzung des US Markt deutlich heterogener. Zum Vergleich: Seit dem Jahr 2000 wurden in den USA 93 Originatoren gezählt und damit mehr als doppelt so viele wie in Europa. Die größere Vielfalt unter den US-Originatoren ist in erster Linie darauf zurückzuführen, dass in den USA anders als in Europa deutlich mehr Finanzunternehmen ohne Herstellerbindung im Auto ABS-Markt aktiv sind. Dies spiegelt sich auch in der Verteilung der Emissionsvolumina wider (siehe Abb. 12). Auf das Segment "Other Non-Captives" entfällt in den USA ein Drittel (32,4%) und damit ein deutlich höherer Anteil des

gesamten Emissionsvolumens als in Europa (15,5%).

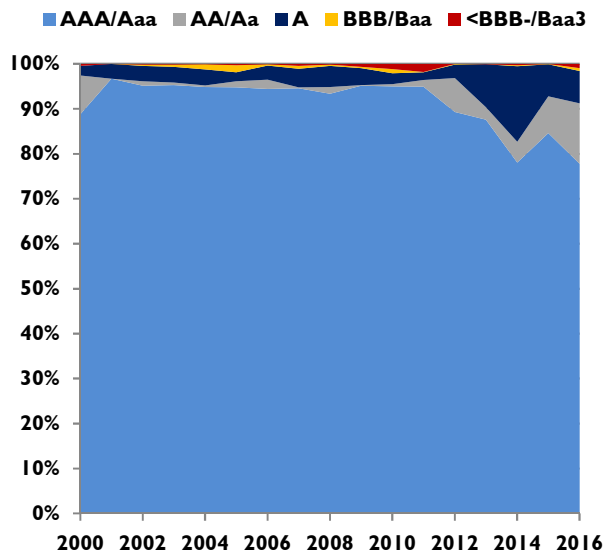
Indessen ist der Finanzierungsarm des Autoherstellers Ford der größte Einzelakteur am US-Markt. Insgesamt hat das Unternehmen Auto ABS in Höhe von 172,7 Mrd. EUR im Untersuchungszeitraum ausgegeben, was 14,4% des gesamten Marktvolumens entspricht, dahinter folgen Ally Financial und Nissan mit Marktanteilen von 9,9 bzw. 6,3%. Zusammen stehen die drei größten US-Originatoren somit für ein Drittel (30,6%) des Gesamtmarktes, während sich der entsprechende Wert in Europa auf 58,1% beläuft.

4. Ratingprofil und Spreadentwicklung zeugen von hoher Solidität

Sowohl das Ratingprofil als auch marktbasierende Risikoindikatoren wie Emissionsspreads deuten darauf hin, dass die Assetklasse Auto ABS durchaus als Safe Haven gesehen werden kann. So erhielt im vergangenen Jahr nach wie vor die große Mehrheit der beurteilten Auto ABS-Notes im Initial Rating ein AAA (siehe Abb. 13). Gemessen am Emissionsvolumen des Jahres 2016 wurden vier von fünf Auto ABS-Tranchen (77,8%) mit einem AAA geratet. Bemerkenswert ist dabei, dass diese Auswertung nicht nur die Senior-Tranchen sondern auch die Subordinate-Tranchen berücksichtigt. Bezieht man nur die Senior-Tranchen in die Analyse ein, lag der AAA-Anteil in 2016 sogar noch etwas höher, bei 80,6%. Allerdings fiel der Prozentsatz der AAA-gerateten Auto ABS-Papiere etwas niedriger aus als im Vorjahr. In 2015 war der Anteil der initial mit AAA gerateten Auto ABS noch von 78,1 auf 84,6% gestiegen. Über den gesamten Betrachtungszeitraum wiesen 88,2% aller Tranchen die beste Bonität auf – auf die Senior-Tranchen bezogen sogar 92,6%.

Abb. 13: Entwicklung der europäischen Auto ABS-Ratings

Initial Ratings (S&P, Moodys, Fitch) umfassen die Senior-Tranche sowie die nachrangigen Tranchen, Anteil je Emissionsjahr in %, gemessen am Emissionsvolumen aller Notes mit einem Rating



Quelle: Thomson Reuters, Creditreform Rating

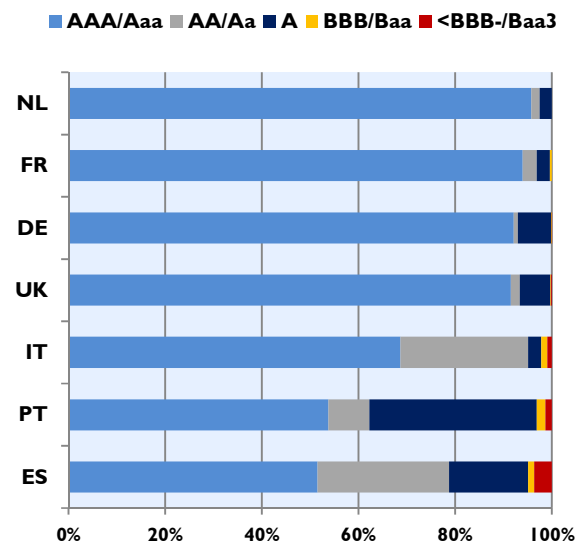
Auffallend ist, dass der AAA-Anteil seit 2012 rückläufig ist. Hielt sich dieser bis 2011 beständig oberhalb der 90%-Marke, waren es 2012 „nur noch“ 89,3%. An dieser Stelle ist zu betonen, dass diese Entwicklung angesichts des insgesamt hervorragenden Ratingprofils der Auto ABS nicht besorgniserregend erscheint. Gleichwohl haben wir in den vergangenen Jahren ein höheres Volumen an AA- sowie A-gerateten Senior-Tranchen registriert. In 2016 machten die AA- bzw. A-Notes 13,4 bzw. 7,2% aus (2011: 1,5 bzw. 1,8%). Dabei handelte es sich in den meisten Fällen um mit spanischen, portugiesischen oder italienischen Autofinanzierungen besicherte Deals.

In [Abb. 14](#) wird deutlich, dass das Ratingprofil in Abhängigkeit der Herkunft des Collaterals variiert. Den größten Anteil an Auto ABS-Notes mit der höchsten Bonität weisen mit 95,8% Transaktionen mit niederländischen Underlyings auf. Dicht gefolgt werden Auto ABS-Deals aus den Niederlanden

von Auto ABS-Tranchen aus Frankreich und Deutschland – über den Zeitraum von 2000 bis August 2017 erhielten insgesamt 93,9 bzw. 92,1% aller Notes ein AAA. Ein ähnlich gutes Profil weisen Autoverbriefungen auf, die mit Autofinanzierungen aus UK unterlegt sind (AAA: 91,5%). Demgegenüber ist das Ratingprofil von Deals aus Italien, Portugal oder Spanien deutlich schlechter. Bei Transaktionen aus Italien oder Portugal beläuft sich der Anteil der Tranchen mit einem AAA auf vergleichsweise niedrige 68,7 bzw. 53,8% und nur 51,5% der mit spanischen Autofinanzierungen besicherten Auto ABS-Notes wurde mit AAA geratet.

Abb. 14: Auto ABS-Ratings nach Herkunft des Collaterals

Initial Ratings (S&P, Moodys, Fitch) umfassen die Senior-Tranche sowie die nachrangigen Tranchen, gemessen am Emissionsvolumen aller Notes mit einem Rating, 2000 bis August 2017



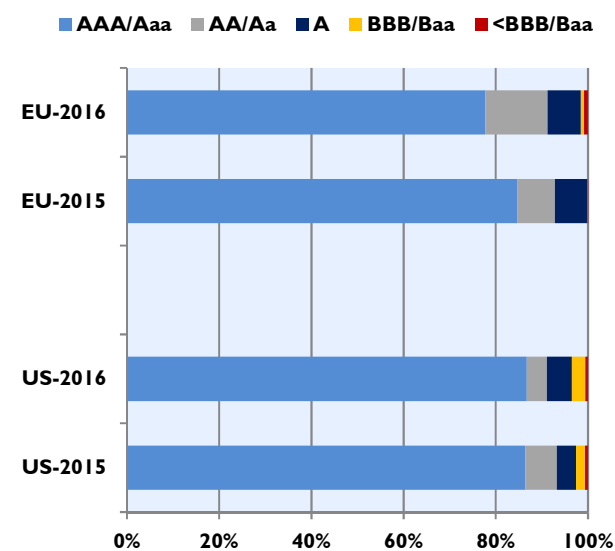
Quelle: Thomson Reuters, Creditreform Rating

Auch im Vergleich der in den vergangenen beiden Jahren emittierten europäischen und US-amerikanischen Auto ABS zeigen sich Unterschiede im Hinblick auf die Herkunft der Assets (siehe [Abb. 15](#)). Im Jahr 2015 betrug der Anteil der europäischen Auto ABS, die mit AAA beurteilt wurden,

84,6%, wobei die Notes berücksichtigt wurden, die mit Autofinanzierungen aus den EU-28-Staaten sowie der Schweiz, Norwegen und Island unterlegt wurden. Verglichen mit US-Auto ABS, von denen 86,4% ein AAA erhielten, befand sich Europa damit vergleichbarem Niveau. Im Jahr darauf fiel der AAA-Anteil bei den Auto ABS-Notes mit europäischen Underlyings merklich ab und sank auf 77,8%, während die mit AA gerateten Papiere 13,4% ausmachten (2015: 8,2%). Dagegen blieb der entsprechende Prozentsatz der US-amerikanischen Auto ABS-Tranchen mit bester Bonität bei 86,7% und damit auf dem Niveau des Vorjahres. Gleichzeitig fiel der Anteil der mit BBB beurteilten Tranchen in den Vereinigten Staaten im letzten Jahr mit 2,9% in etwa vier Mal so hoch aus wie in Europa (0,7%).

Abb. 15: Auto ABS-Ratings in Europa und den Vereinigten Staaten

Initial Ratings (S&P, Moodys, Fitch) umfassen die Senior-Tranche sowie die nachrangigen Tranchen, Anteil je Emissionsjahr in %, gemessen am Emissionsvolumen aller Notes mit einem Rating



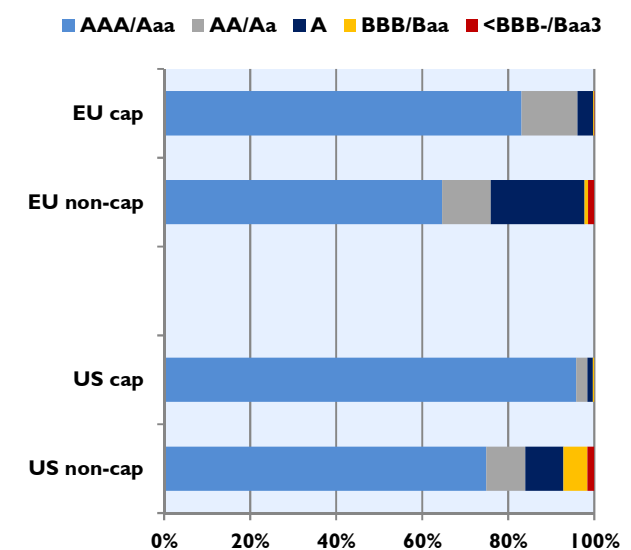
Quelle: Thomson Reuters, Creditreform Rating

Indessen verdeutlicht die Differenzierung der Auto ABS nach Originatoren, dass Auto ABS, die von den Non-Captives seit 2015 emittiert wurden, in

der Tendenz ein etwas höheres Ausfallrisiko aufweisen als die Notes der von Captives verbrieften Autofinanzierungen. Dabei spielt die Herkunft der Underlyings keine grundlegende Rolle auch wenn der AAA-Anteil jenseits des Atlantiks etwas höher ist (siehe Abb. 16). So beträgt der Anteil der mit einem AAA eingestuften Senior-Notes europäischer Captives 83,0%, während dieser bei von Non-Captives emittierten Verbriefungen bei lediglich 64,6% liegt. Noch weiter fallen die Beurteilungen in den Vereinigten Staaten auseinander, wo der Anteil der AAA-Ratings bei den Captives mit 95,8% deutlich über dem der Non-Captives liegt (74,9%). Zudem machen die mit BBB+ oder schlechter gerateten Autoverbriefungen der Non-Captives in den USA 7,2% des Emissionsvolumens aller mit einem Rating versehenen Tranchen aus, verglichen mit gerade einmal 0,3% bei den Autobanken.

Abb. 16: Auto ABS-Ratings von Captives und Non-Captives

Initial Ratings (S&P, Moodys, Fitch), gemessen am Emissionsvolumen aller Notes mit einem Rating, 2015 bis August 2017, Cap ↔ Captives, Non-Cap ↔ Non-Captives



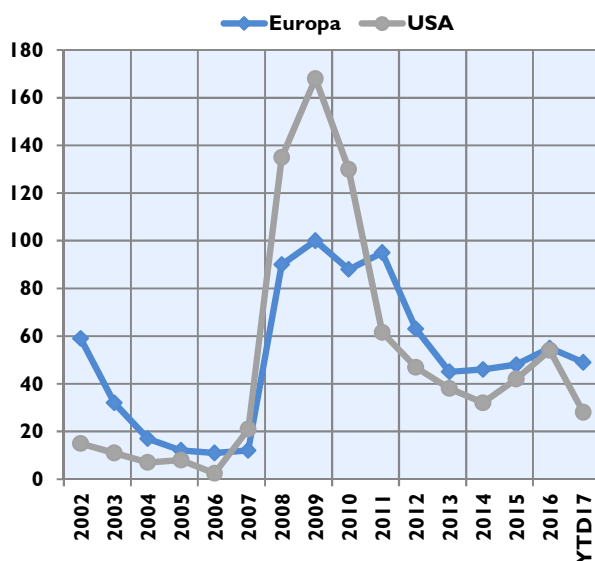
Quelle: Thomson Reuters, Creditreform Rating

Die hohe Qualität der Assets und das große Interesse von Investorenseite finden in sehr geringen

Risikoaufschlägen ihren Niederschlag. So verharrten die durchschnittlichen Emissionsspreads europäischer Auto ABS (Median) auf ihrem niedrigen Niveau (siehe Abb. 17). Seit dem Jahr 2013 pendelt der durchschnittliche Spread, der Investoren bei der Emission geboten wird, um die 50 Basispunkte und stieg auf Jahressicht marginal von 48 Basispunkten in 2015 auf 55 Punkte in 2016. Auch im laufenden Jahr wurden Auto-Transaktionen mit sehr geringen Aufschlägen platziert – der Spread der bis August emittierten Auto ABS lag im Durchschnitt bei 49 Basispunkten. Noch etwas niedriger rentierten die Autoverbriefungen in den USA, deren durchschnittlicher Emissionsspread seit 2011 stets unterhalb der europäischen Auto ABS-Spreads lag. Während sich die Risikoaufschläge der US-Auto ABS zwischen 2012 und 2015 in einer verhältnismäßig engen Spanne zwischen 32 und 47 Punkten bewegten, waren die Spreads in 2016 auf 54 Basispunkte gestiegen, bevor sie im laufenden Jahr auf 28 Punkte fielen.

Abb. 17: Entwicklung des Basis Spreads europäischer und US-amerikanischer Auto ABS

Durchschnittlicher Emissionsspread (Median) der Senior-Notes nach Emissionsjahr, Angaben in Basispunkten, Year-to-date: bis Ende August 2017

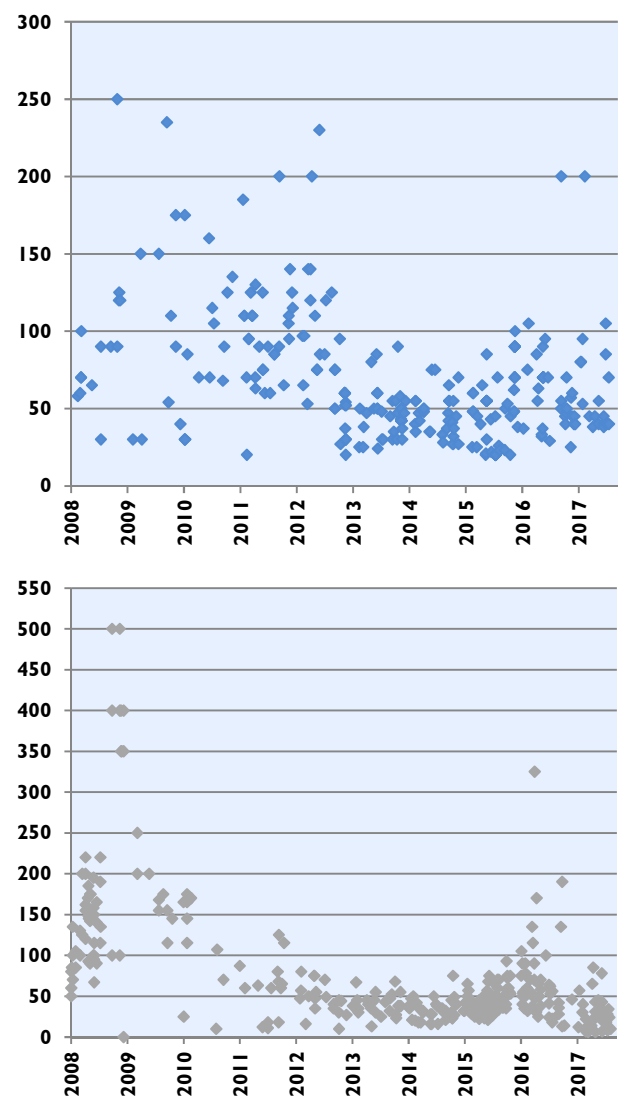


Quelle: Thomson Reuters, Creditreform Rating

Auch wenn das Referendum über den Verbleib Großbritanniens in der Europäischen Union sowie die Wahlen in den USA, Frankreich und den Niederlanden für politische Unsicherheit gesorgt hatten und Bedenken hinsichtlich der konjunkturellen Entwicklung in China und im Euroraum herrschten, ist die Streuung der Spreads europäischer Auto ABS, die sich seit 2012 deutlich eingeeengt hatten, weiterhin sehr gering (siehe Abb. 18).

Abb. 18: Streuung der Basis Spreads seit 2008

Emissionsspread der Senior-Notes, Angaben in Basispunkten



Quelle: Thomson Reuters, Creditreform Rating

In den USA wurden am aktuellen Rand wieder niedrigere Risikoaufschläge geboten, nachdem sich die Emissionsspreads US-amerikanischer Auto ABS seit Ende 2015 leicht erhöht hatten. Während die EZB an ihrem geldpolitischen Kurs festhielt und mit ihrem Ankaufprogramm weiterhin Druck auf die ABS-Renditen ausübte, kam in den Vereinigten Staaten hinzu, dass Anzeichen für eine allmähliche geldpolitische Normalisierung zu erkennen waren. Die Federal Reserve hat das Zielband der Fed Funds Rate nun insgesamt vier Mal um jeweils 25 Basispunkte auf nunmehr 1 bis 1,25% angehoben. Zuletzt haben sich die Erwartungen auf eine spürbar restriktivere Geldpolitik jedoch zurückgebildet und der Inflationsanstieg hat sich nicht fortgesetzt – überdies ließen die Entwicklungen in den USA Zweifel an der Umsetzung einer expansiven Fiskalpolitik aufkommen.

5. Perspektiven für die Emissionstätigkeit europäischer Auto ABS

Im Hinblick auf die diesjährige Emissionstätigkeit am europäischen Auto ABS-Markt erwarten wir, dass dieser an seine bis hierhin robuste Entwicklung anknüpfen kann. Grundsätzlich erscheint das Erreichen des Vorjahresniveaus weiterhin möglich, schließlich haben wir in den vergangenen Jahren gesehen, dass sich die Aktivität am Auto ABS-Markt in der zweiten Jahreshälfte immer etwas dynamischer darstellte als im ersten Halbjahr. Insgesamt rechnen wir damit, dass das Volumen neu emittierter Auto ABS in Europa am Jahresende etwas unter dem Niveau von 2016 liegt.

Unterdessen stellen sich die mittelfristigen Perspektiven positiv dar, jedoch sind wir nur verhalten optimistisch, ob die kommenden Jahre einen signifikanten Anstieg bei den jährlichen Emissionsvolumina bringen werden. Wir gehen eher davon aus, dass sich der Auto ABS-Markt insofern festigen

wird, als dass sich das Marktvolumen neu emittierter Autoverbriefungen auf dem vergleichsweise hohen Niveau der vergangenen Jahre stabilisiert. Dabei sollten die jüngsten Neuerungen im Kontext der EU-Regulierung keinen maßgeblichen Einfluss auf die Emissionstätigkeit haben und das Anleiheankaufprogramm der EZB sollte keine spürbaren Auswirkungen nach sich ziehen, während wir die makro-finanzielle Rahmenbedingungen in der mittleren Frist weiterhin positiv sehen.

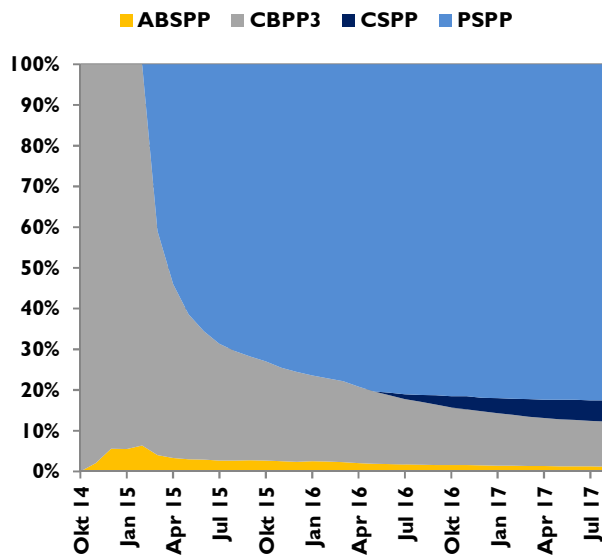
Das Asset Backed Securities Purchase Program (ABSPP) der EZB hat unseres Erachtens durchaus dazu beigetragen, dass der Verbriefungsmarkt als Anlageklasse an Reputation gewonnen hat und das Stigma, das ihm seit der Finanzkrise anhaftete, ein Stück weit genommen wurde. Zudem sollte das ABSPP eine wesentliche Rolle bei der Einengung der ABS-Spreads gespielt haben, die in den vergangenen Jahren zu beobachten war (siehe oben). Auf die Emissionsaktivität am europäischen Primärmarkt für Auto ABS wird das Ankaufprogramm allerdings bestenfalls geringe Auswirkungen haben, was mitunter an dem relativ geringen Ankaufvolumen liegt. Ende August 2017 belief sich das seit November 2014 angekaufte ABS-Volumen abzüglich Amortisation auf rd. 24,4 Mrd. Euro, wovon knapp 40% auf den Primärmarkt entfielen. Verglichen mit dem gesamten Expanded Asset Purchase Programm, im Rahmen dessen die EZB in ihren Büchern Assets mit einem Volumen von 2.063 Mrd. Euro hält, entspricht dies einem Anteil von lediglich 1,2%. Auto ABS sollten einen relativ geringen Anteil der erworbenen ABS ausgemacht haben. Der größte Anteil entfällt auf Staatsanleihen, die 1.704 Mrd. Euro oder 82,6% ausmachen (siehe [Abb. 19](#)).

Das ABSPP könnte ohnehin in absehbarer Zeit beendet werden. Nach ihrer geldpolitischen Sitzung am 7. September 2017 hat die EZB an ihrer Sprachregelung festgehalten, dass der Nettoer-

werb von Vermögenswerten, im derzeitigen Umfang von monatlich 60 Mrd. Euro, bis Ende Dezember 2017 oder erforderlichenfalls darüber hinaus erfolgen soll. Derzeit gehen wir davon aus, dass sich die EZB im Nachgang zu ihrer Sitzung im Oktober dazu äußert, ob es im kommenden Jahr zu einer Änderung des Ankaufsprogramms kommen wird. In jedem Fall hat sich das Volumen der im Rahmen des ABSPP angekauften ABS-Papiere in 2017 weiter verringert. Während das Volumen in 2016 mit 7,5 Mrd. Euro schon nur ungefähr die Hälfte des Volumens von 2015 ausmachte, belief sich das angekaufte Volumen von Januar bis August dieses Jahres auf lediglich 1,6 Mrd. Euro, nach 4,8 Mrd. im Vergleichszeitraum des Vorjahres (-33,5%).

Abb. 19: Asset Breakdown des Expanded Asset Purchase Program (AAP) der EZB

Anteil der verschiedenen Assetklassen am im Rahmen des AAP angekauften Volumen



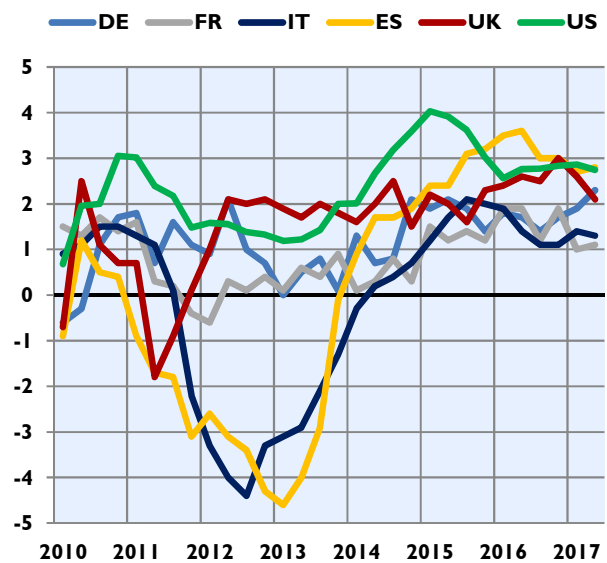
Quelle: EZB, Creditreform Rating

Die makro-finanziellen Rahmenbedingungen sollten in Bezug auf die Entwicklung der Emissionstätigkeit von Auto ABS nach wie vor konstruktiv bleiben. Wir prognostizieren für den Euroraum, dass sich das Wachstum des realen BIP beschleunigen wird, so dass die jährliche Wachstumsrate in 2017 bei 2,1% und im kommenden Jahr bei 1,9% liegen könnte.

Konjunkturelle Impulse sollten im Euroraum weiterhin von den privaten Konsumausgaben ausgehen, die im ersten Halbjahr dieses Jahres um 2,6 (Q1) bzw. 1,7% gg. Vj. ausgeweitet wurden. Damit setzte der private Verbrauch seine robuste Entwicklung fort, nachdem dieses in 2016 auf Jahressicht um 1,8% (2015: 2,0%) ausgeweitet worden war. In diesem Zusammenhang ist festzustellen, dass sich die privaten Haushalte in den BIG-5-Volkswirtschaften, die gleichzeitig die in Europa wichtigsten Einzelmärkte für den Pkw-Absatz darstellen, nach wie vor sehr konsumfreudig zeigten (siehe Abb. 20).

Abb. 20: Entwicklung des privaten Verbrauchs in ausgewählten Volkswirtschaften

Änderung gg. Vj. in %, Quartalsdaten



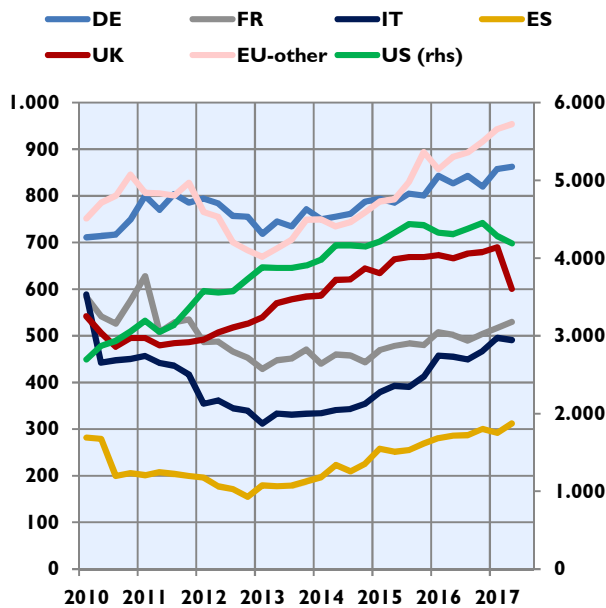
Quelle: Bureau of Economic Analysis, Eurostat, Creditreform Rating

Von dieser ausgeprägten Konsumneigung sollten die europäischen Automärkte in der kurzen bis mittleren Frist weiterhin profitieren können. Die europäischen Pkw-Märkte befinden sich auf Wachstumskurs. Insbesondere in Deutschland, dem wichtigsten Markt für Autoverbriefungen, befindet sich der Automarkt im Aufwind. So wur-

den im ersten Halbjahr 2017 rd. 1,7 Mio. neu zugelassene Pkws verzeichnet, was gegenüber dem ersten Halbjahr 2016 einen Zuwachs von 3,0% darstellt (siehe Abb. 21).

Abb. 21: Pkw-Märkte in Europa und den USA

Pkw-Neuzulassungen pro Quartal, Angaben in Tsd., USA: Light Vehicles (Pkw und Light Trucks), EU other ↔ EU-28 ohne DE, FR, IT, ES und UK



Quelle: EZB, Bureau of Economic Analysis, Creditreform Rating

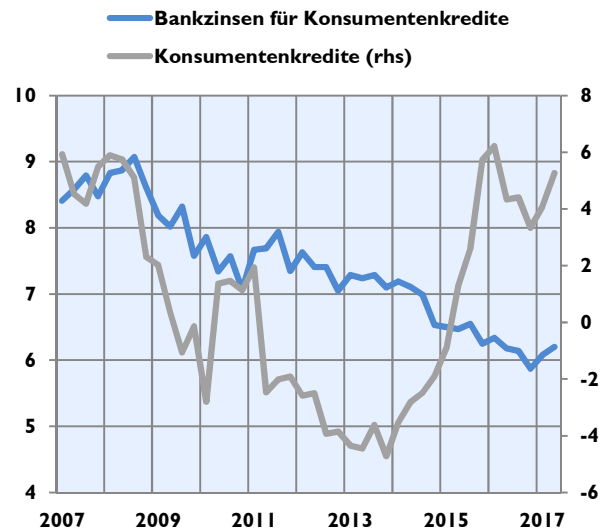
Auch in Italien und Spanien stieg die Zahl der Neuzulassungen deutlich um 8,0 bzw. 6,6% auf 987.000 bzw. 604.000 Neuwagen. Zwar musste in Großbritannien in der ersten Jahreshälfte ein Rückgang um 3,7% gg. Vj. hingenommen werden, hier stand die Zahl der Neuzulassungen in Q2-17 (601.000) auf dem niedrigsten Niveau seit 2014. Dennoch ist die Situation in Europa insgesamt als äußerst günstig zu bezeichnen. Die Pkw-Neuzulassungen in der EU-28 erreichten im ersten Quartal dieses Jahres mit 3,8 Mio. Neuwagen den höchsten Stand seit Q1-2008.

Schließlich folgt auch die Kreditvergabe an private Haushalte einem aufwärtsgerichteten Trend und setzte ihre Erholung am aktuellen Rand fort (siehe

Abb. 22). Während das ausstehende Kreditvolumen an private Haushalte im ersten Quartal um 4,1% (gg. Vj.) zulegen konnte, stieg dieses im Q2 auf 5,3%. Zur Orientierung: Noch vor zwei Jahren lag die Wachstumsrate der Konsumentenkredite in der ersten Jahreshälfte bei -0,9 bzw. 1,3%. Getragen wurde diese positive Entwicklung des Kreditwachstums durch die Entwicklung der Bankkreditzinsen, die infolge der äußerst akkommodierenden Geldpolitik der EZB deutlich zurückgegangen sind. Zur Jahresmitte standen die Bankzinsen für Konsumentenkredite bei 6,2% und damit etwas höher als zum Ende des letzten Jahres (5,9%). Dennoch folgen die Zinsen für Konsumentenkredite weiterhin einem rückläufigen Trend.

Abb. 22: Finanzielle Rahmenbedingungen in Europa

Veränderung des ausstehenden Volumens an Konsumentenkrediten gg. Vj. in %, effektiver Jahreszins (APRC) in %, Quartalsdaten



Quelle: EZB, Creditreform Rating

Was den Bereich der Regulierung betrifft, so wurden im Sommer dieses Jahres nach einem langjährigen Prozess die finalen Verordnungen für einfache, transparente und standardisierte Verbriefungen, (sog. STS-Verbriefungen) veröffentlicht, anhand derer die EU die Verbriefungsmärkte auf eine solidere Grundlage stellen und die Verbie-

fung als wirksamen Finanzierungsmechanismus für Anleger und Banken revitalisieren will. So wurden am 26. Juni 2017 eine neue Verbriefungs-Verordnung⁵ sowie eine Verordnung zur Änderung der Verordnung 575/2013 über Eigenkapitalanforderungen für Banken⁶ veröffentlicht.

Die Verbriefungs-Verordnung gilt für alle Verbriefungen. In dieser Verordnung wird neben Sorgfaltsvorschriften (Due Diligence) für Anleger und Transparenzanforderungen an für Verbriefungen ein Verbot von Wieder-Verbriefungen (re-securitization) sowie Bestimmungen, nach denen der Verkauf von Verbriefungen an Retail-Investoren zulässig ist, eingeführt. Ein wichtiger Aspekt, bezüglich dessen sich der Markt mehr Klarheit gewünscht hatte, betrifft den Risikoselbstbehalt. Hier hat man es bei den in den bestehenden Vorschriften enthaltenen 5% belassen. Um den Sorgfaltspflichten nachkommen zu können und die Markttransparenz zu erhöhen, sollen zentrale Datende pots (securitization repositories) etabliert werden, in denen alle relevanten Daten und Reports zu Verbriefungen vorgehalten werden sollen, insbesondere Informationen zu den zugrundeliegenden Exposures einer Verbriefung.

Die Verbriefungs-Verordnung enthält zudem ein Rahmenwerk für STS-Verbriefungen, in dem die Anforderungen aufgeführt werden, die eine Verbriefung zu erfüllen hat, um als einfach, transparent und standardisiert bezeichnet werden zu können. Grundsätzlich können gemäß der Regulierung nur True Sale-Verbriefungen zu einer STS-Verbriefung werden. Das STS-Rahmenwerk schließt ferner Verbriefungen aus, deren Originator/Sponsor/SPV nicht in der EU ansässig sind – ein Aspekt, dem im Kontext der Ausgestaltung des UK-Austritts aus der Europäischen Union noch eine gewisse Bedeutung zukommen sollte. Um die Konformität mit den STS-Anforderungen zu überprüfen, sind Drittparteien als Kontrollstellen zugelassen. Dies

wird die Originatoren/Sponsoren/SPVs jedoch nicht davon entbinden, dass diese ihre eigenen Bewertungen durchführen sollten, da sie allein für die Compliance mit den Anforderungen verantwortlich bleiben.

Eine wichtige Neuerung der Änderungsverordnung über die Eigenkapitalanforderungen betrifft die Hierarchie, die in Bezug auf die Ansätze für die Berechnung der Eigenkapitalunterlegung eingeführt wurde. So sollte eine Bank bei der Berechnung der Eigenkapitalanforderung für Verbriefungspositionen zuerst auf den IRBA-Ansatz zurückgreifen. Ansonsten soll die Bank den Standard-Ansatz verwenden, wenn der IRBA-Ansatz nicht gewählt werden kann oder darf. Erst wenn der Rückgriff auf diese Ansätze nicht möglich ist, dürfen für die Berechnung der Risikogewichte der jeweiligen ABS-Tranchen externe Ratings (ERBA) herangezogen werden. Auto ABS erfahren in der Änderungsverordnung eine gesonderte Behandlung und sind von dieser Hierarchie ausgenommen. Gemäß Artikel 254 (2)(c) ist bei Verbriefungstransaktionen, denen Auto Loans oder Auto Leases zugrunde liegen, der Rückgriff auf den ERBA-Ansatz anstatt des Standard-Ansatzes zulässig.

Abgesehen davon, dass in der Änderungsverordnung die Zahl der Credit Quality Steps (CQS) auf 17 erweitert worden ist, werden die Eigenkapitalanforderungen für STS- und Nicht-STS-Verbriefungen geregelt. Hier ist festzustellen, dass die Risikogewichte für Nicht-STS-Verbriefungen höher ausfallen als für STS-Verbriefungen. Zudem fällt auf, dass die für die Eigenkapitalunterlegung heranzuziehenden Risikogewichte der Senior-Tranchen in den CQS, die eine höhere Bonität anzeigen, höher ausfallen als unter der derzeit noch gültigen CRR-Regulierung. Es bleibt festzuhalten, dass mit den neuen Verordnungen längst nicht alle Unklarheiten ausgeräumt

wurden. So verweisen die EU-Institutionen darauf, dass von den drei europäischen Aufsichtsbehörden EBA, EIOPA und ESMA eine Reihe von technischen Regulierungsstandards (RTS) zu erstellen sind, die den Verordnungstext ergänzen sollen.

Das Verordnungspaket soll am 1. Januar 2019 in Kraft treten. Bislang existiert wohl kein ABS-Papier, das alle STS-Kriterien erfüllt.⁷ Perspektivisch sollte sich die Emission einer STS-Verbriefung verhältnismäßig schwierig darstellen, bis die finalen Modalitäten vollumfänglich bekannt sind. Dementsprechend sehen wir die Auswirkungen der neuen Verordnungen auf die Emissionstätigkeit am Auto ABS-Markt eher neutral. Aufgrund der hohen Qualität der Auto ABS vertreten wir die Ansicht, dass Autoverbriefungen grundsätzlich auch dann erfolgreich am Markt platziert werden dürften, wenn sie nicht als STS-Verbriefung gekennzeichnet sind.

ENDNOTEN

¹ Vgl. BDA (2017): Banken der Automobilhersteller weiter auf der Überholspur: Bestwerte im Geschäftsjahr 2016, Pressemitteilung, Frankfurt a.M., 26.04.17.

² Vgl. Fiedler, F. (2016): Auto-ABS: Rückgrat der Refinanzierung der deutschen Autoindustrie, Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 69. Jg., 18-2016.

³ Siehe Europäische Kommission (2015): Vorschlag für eine VERORDNUNG DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES zur Festlegung gemeinsamer Vorschriften über die Verbriefung, zur Schaffung eines europäischen Rahmens für eine einfache, transparente und standardisierte Verbriefung und zur Änderung der Richtlinien 2009/65/EC, 2009/138/EC, 2011/61/EU und der Verordnungen (EU) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 648/2012, Brüssel, COM(2015) 472 final.

⁴ Vgl. Rützel, M. (2016): STS-Verbriefung – quo vadis?, Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 69. Jg., 18-2016.

⁵ Siehe General Secretariat of the Council (2017): Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council laying down common rules on securitisation and creating a European framework for simple, transparent and standardised securitisation and amending Directives 2009/65/EC, 2009/138/EC, 2011/61/EU and Regulations (EC) No 1060/2009 and (EU) No 648/2012, 2015/0225 (COD), Brüssel, 26. Juni 2017.

⁶ Siehe General Secretariat of the Council (2017): Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation No 575/2013 on prudential requirements for credit institutions and investment firms, 2015/0225 (COD), Brüssel, 26. Juni 2017.

⁷ Vgl. Baker McKenzie (2017): The EU framework for Simple, Transparent and Standardised (STS) Securitisation - Part I: An Overview, Client Alert, Structured Capital Markets, July 2017.

Die Creditreform Rating AG ist als europäische Ratingagentur von der ESMA registriert. Creditreform Rating erstellt Ratings weltweit, die von Investoren in Europa im Rahmen ihrer Investitionsentscheidungen und zu regulatorischen Zwecken genutzt werden. Wir führen Unternehmen- und Emissionsratings, Sovereign Ratings sowie Bankenratings durch und beurteilen strukturierte Finanzierungen. Zudem sind insbesondere Kreditfonds in den Assetklassen Corporates, Immobilien und Infrastruktur Gegenstand unserer Ratings für institutionelle Investoren. Creditreform Rating ist Gesellschafter der European DataWarehouse GmbH.

Mit dem Research der Creditreform Rating AG behalten Sie den Überblick über die konjunkturelle Lage und die Situation an den Finanzmärkten. Wir veröffentlichen regelmäßig Analysen zu Entwicklungen der Finanzmärkte und zur Wirtschaftslage in Deutschland, dem Euroraum sowie ausgewählten Volkswirtschaften. Auch branchenbezogene Untersuchungen oder Stellungnahmen zu wirtschaftspolitischen Aspekten oder regulatorischen Neuerungen können Sie in unserem Downloadbereich finden.

Lesen Sie mehr auf www.creditreform-rating.de