

Der Markt für True-Sale-Verbriefungen in Deutschland und Europa

Im Fokus dieses Beitrags stehen „True-Sale-Verbriefungen“ und als vereinfachende Arbeitsdefinition sollen hierunter solche Transaktionen verstanden werden, bei denen Assets an eine Zweckgesellschaft verkauft werden, und dieses den Kaufpreis durch Emission von (tranchierten) Schuldverschreibungen am Kapitalmarkt finanziert. Die Schuldverschreibungen sind durch die verkauften und übertragenen Assets besichert. Abzugrenzen ist True Sale damit im Wesentlichen gegenüber synthetischen Verbriefungen, aber auch gegenüber Cash-Flow-Verbriefungen, bei denen kein Verkauf von Assets erfolgt, wie zum Beispiel im Rahmen einer Whole Business Securitisation.

Ökonomisch sinnvoll?

Eine Analyse des europäischen True-Sale-Verbriefungsmarktes sollte systematisch aus unterschiedlichen Blickwinkeln heraus vorgenommen werden (Abbildung 1):

Die „Verbriefungskultur“ ist in einzelnen Ländern sehr unterschiedlich ausgeprägt – entsprechend sind teilweise sehr heterogene rechtliche Rahmenbedingungen vorhanden (Verbriefungsgesetze, fragmentarische Lösungen in Einzelgesetzen, keine expliziten Regelungen). Hier ist vor allem die grundsätzliche Frage zu stellen, ob vor dem Hintergrund des jeweiligen Rechtsrahmens die Durchführung einer True-Sale-Transaktion bei ausreichender Rechtssicherheit und ökonomisch sinnvoll durchführbar ist. Gleichzeitig gilt es auch ökonomische Unterschiede zu berücksichtigen, zum Beispiel das Vorhandensein von Konkurrenzprodukten wie Covered Bonds.

Verschiedene Verbriefungstechniken werden in den einzelnen Asset-Klassen mit unterschiedlicher Intensität eingesetzt. So

wird das ABS-Segment (Konsumentenkredite, Leasing) ganz eindeutig von True-Sale-Transaktionen dominiert, während im MBS-Segment (private und gewerbliche Immobiliendarlehen) häufig auch synthetische Strukturen zu finden sind und bei den CDOs sogar erhebliche Marktanteile auf synthetische Arbitrage-Produkte entfallen. Domäne der True-Sale-Transaktionen bei den CDOs sind vor allem Verbriefungen von Leveraged Loans, SME-Krediten, Mezzanine-Finanzierungen sowie ABS beziehungsweise MBS-Portfolios. Cash CBOs sind hingegen nahezu überhaupt nicht mehr anzutreffen – sie wurden durch entsprechende synthetische (Single Tranche) Produkte abgelöst, wodurch das Ramp-up-Problem gelöst und die Möglichkeit geschaffen wurde, Portfolio und Anleihe(n) zielgerichtet auf einzelne Investoren zuzuschneiden.

Eine ganz zentrale Marktdimension ist das Motiv zur Durchführung einer Transaktion. Hier sind im Wesentlichen das Funding, Bilanzstrukturmanagement, wirtschaftlicher/aufsichtsrechtlicher Risikotransfer beziehungsweise die Entlastung des ökonomi-

schen/regulatorischen Eigenkapitals sowie die Durchführung einer Arbitrage zwischen Aktiv- und Passivseite einer Transaktion zu unterscheiden. Diese unterschiedlichen Ziele können durch den Einsatz verschiedener Instrumente erreicht werden.

Motivforschung

Während für Funding und Bilanzstrukturmanagement (Paradebeispiel hier ist die Bereinigung von Non-performing Loans) grundsätzlich zwingend True-Sale-Transaktionen erforderlich sind, führen hinsichtlich Risikotransfer/Kapitalentlastung sowie Arbitrage viele Wege nach Rom, das heißt es sind sowohl True Sale als auch synthetische Strukturen zielführend. Beim Motiv Funding kommt wiederum das Vorhandensein von alternativen Produkten zum Tragen, vor allem Covered Bonds. Wird sowohl Funding als auch Risikotransfer angestrebt, sind in praxi auch Kombinationen aller Instrumente anzutreffen.

Immer wichtiger wird auch die Frage des Asset Sourcings, also des zielgerichteten Zugangs beziehungsweise der Beschaffung verbriefungsfähiger Assets, die zumindest in Teilbereichen ein knappes Gut darstellen. Hier ist zu unterscheiden, ob die Assets bereits vorhanden sind oder ob sie erst noch beschafft werden müssen und danach, ob dies „On Balance“ oder „Off Balance“, zum Beispiel in einem Conduit, geschieht. In diesem Zusammenhang kann auch danach differenziert werden, ob eine (angestrebte) Transaktion Einmal-Charakter hat oder ob ihr ein Geschäftsmodell zu Grunde liegt, das seinen Niederschlag in einer Verbriefungsserie findet.

Versicherungsverbriefungen

Einen ganz wichtigen Aspekt stellt auch die Frage dar, welche Institutionen über-

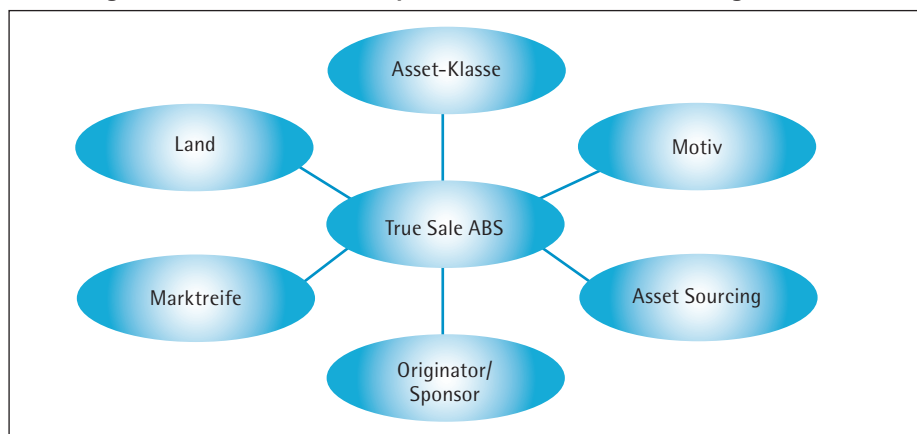
Frank Cerveny, Leiter ABS und Structured Credit Research, DZ BANK AG, Frankfurt am Main

Sowohl vom Volumen als auch von der Vielfalt ihrer Segmente her ordnet der Autor die europäischen Verbriefungsmärkte sehr unterschiedlichen Entwicklungsstadien zu. Neben Großbritannien rechnet er insbesondere Italien, Spanien und die Niederlande zu den etablierten Märkten, während er Deutschland ebenso wie den mittel- und osteuropäischen Ländern ein gutes Potenzial bescheinigt. Impulse erwartet er in Deutschland wie in Europa insgesamt durch Verbriefungsaktivitäten der öffentlichen Hand. (Red.)



haupt als Originator beziehungsweise Sponsor einer True-Sale-Verbriefung in Frage kommen. In Europa sind das nach wie vor dominierend die Banken, während Corporates, Versicherungen und die öffentliche Hand – mit Ausnahme von Italien und Großbritannien – eine noch relativ untergeordnete Rolle spielen. Der Markt für Versicherungsverbriefungen steckt derzeit noch in den Kinderschuhen. Als Alternative zur klassischen Rückversicherung wurde in der Vergangenheit vereinzelt auch „alternativer Risikotransfer“ in Form von Cat Bonds durchgeführt. Vermehrt wird in letzter Zeit jedoch auch das Instrument Verbriefung eingesetzt – sowohl mit dem Ziel des Fundings als auch zum Zwecke des Risikotransfers.

Abbildung 1: Dimensionen des europäischen True-Sale-Verbriefungsmarktes



Quelle: DZ Bank

Überwiegend sind die Transaktionen – derzeit noch – synthetisch beziehungsweise werden im Falle der „Value in Force (VIF)“ beziehungsweise „Embedded Value“ Verbriefungen für Lebensversicherungen technisch über besicherte Darlehen und

nicht als True Sale abgewickelt. Eine ganz neue Asset-Klasse in Europa stellen Verbriefungen von nachrangigen (Bank- und) Versicherungsverbindlichkeiten wie bei den beiden Dekania Europe CDO I und II Transaktionen aus September 2005 beziehungsweise August 2006 dar. Die Teilnahme an diesem Asset-Pooling erschließt gerade kleineren Unternehmen die indirekte Möglichkeit der Refinanzierung durch „Emission“ hybrider Finanzinstrumente über den Kapitalmarkt.

Abbildung 2: Bisherige Verbriefungstransaktionen aus Osteuropa (Stand August 2006)

Transaktion	Assetklasse	Originator	Emissionsjahr	Volumen in Mill. Euro
Tschechien				
HCF Funding No. 1 B.V.	Credit Card ABS	Home Credit Finance a.s.	2003	259,12
HCF Funding No. 1 B.V. Series 2006	Consumer ABS	Home Credit a.s.	2006	259,12
Tschechien gesamt				259,12
Lettland				
Baltic-American Mortgage Trust LLC 2004-1	RMBS	The Baltic-American Enterprise Fund	2004	52,25
Lettland gesamt				52,25
Polen				
Polish Retail Properties Finance PLC	CMBS	R20 Limited Ltd.	2003	74,00
Roof CEE 2006-1	ABS (synth.)	Raiffeisenbank a.s./Raiffeisen Bank Polska	2006	450,00
Polen gesamt				524,00
Kasachstan				
Halyk Remittances Finance Co. Ltd.	Future Flow	Halyk Savings Bank of Kazakhstan	2003	88,47
Kazkommerts DPR Co.	Future Flow	JSC Kazkommerstbank	2005	241,38
Kazkommerts DPR Co.	Future Flow	JSC Kazkommerstbank	2006	161,32
Kasachstan gesamt				491,17
Russland				
Gazprom International S.A.	Future Flow	OJSC Gazprom	2004	1 005,88
Russia International Card Finance S.A.	Future Flow	OJSC United Card Services	2004	181,06
Russia International Card Finance S.A. – Tap	Future Flow	OJSC United Card Services	2005	60,35
Russian Auto Loans Finance B.V.	Auto ABS	Bank Soyuz	2005	40,07
Eurasia Structured Finance No. 1 Compartment 1	Verbraucherdarlehen	Home Credit & Finance Bank	2005	126,50
Alfa Diversified Payment Rights Finance Company	Future Flow	Alfa Bank	2006	282,31
Russian Consumer Finance No. 1	Verbraucherdarlehen	Russian Standard Bank	2006	300,00
Russian Mortgage Backed Securities 2006-1 S.A.	RMBS	JSC Vneshtorgbank	2006	71,22
City Mortgage MBS Finance	RMBS	City Mortgage Bank and Russian Interregional Bank for Development	2006	59,61
Russland gesamt				2 126,99

Quelle: DZ Bank

Der Markt für True-Sale-Verbriefungen in Deutschland und Europa

Hinsichtlich der Marktreife kann grob zwischen „etablierten“ Märkten und „Emerging Markets“ unterschieden werden. Bei letzterer Kategorie ist vor allem an die Türkei, Osteuropa sowie die aus der ehemali-

gen Sowjetunion hervorgegangenen Staaten zu denken, welche aktuell sehr aktiv dabei sind, Verbriefungsmärkte ins Leben zu rufen. Bei den aufstrebenden Volkswirtschaften gilt es zahlreiche verbiefungs-

technische Sonderprobleme zu lösen beziehungsweise zu beachten, zum Beispiel im Zusammenhang mit dem nationalen Rechtssystem und der Art und Weise, wie es gelebt wird. Nicht zuletzt ist auch das angestrebte Zielrating einer Verbriefungstransaktion relevant, das grundsätzlich durch das Länderrating (Country Ceiling) nach oben begrenzt wird.

Abbildung 3: Reife und junge Verbriefungsmärkte

Land	Verbriefungsgesetz	Nutzung SPVs im Inland (I) / Ausland (A)	True Sale (ja/nein)	Synthetisch (ja/nein)	Covered Bond Gesetz
Etablierte Märkte					
Österreich		I + A	☑	☑	☑
UK		I + A	☑	☑	(3)
Finnland		A	☑		☑
Frankreich	☑	I + A	☑	☑	☑
Deutschland		I + A	☑	☑	☑
Irland		I	☑		☑
Italien	☑	I + A	☑	☑	☑
Niederlande		I + A	☑	☑	(3)
Schweiz		A	☑	☑	☑
Spanien	☑	I	☑		☑
Portugal	☑	I + A	☑	☑	☑
Emerging Markets(*)					
Bulgarien (4)	☑				☑
Türkei	☑ (1)	A	Ja		☑ (1)
Kroatien	☑ (1)				
Ungarn					☑
Kasachstan	☑ (5)	A	☑		
Lettland		A	☑		☑
Litauen					☑
Polen	☑	A	☑	☑	☑
Rumänien	☑	Nein			☑
Russland	☑ (2)	☑			☑
Slovakei					☑
Tschechien		A	☑		☑
Ukraine					☑

Quelle: DZ Bank, (*) EM beschränkt auf „Osteuropa“ i.w.S., (1) Entwurf. (2) Vorhandenes „MBS Gesetz“ bisher noch nicht angewendet – neues umfassendes Verbriefungsgesetz wird vorbereitet. (3) In Planung. (4) Keine Term-ABS, sondern Conduit-Transaktion „Pro Credit Company“ über ein Portfolio aus Mikro-Finanz-Krediten. (5) RMBS, die über ein Conduit refinanziert wird.

Reife und junge Märkte

Nachfolgend ist der bis dato noch relativ „übersichtliche“ Track Record osteuropäischer Verbriefungen dargestellt. Trotz der üblichen Kinderkrankheiten mit denen ein neues Produkt zu kämpfen hat, insbesondere vor dem Hintergrund der erst in den letzten Jahren vollzogenen Öffnung gegenüber westlichen Geschäftspartnern, ergibt sich im Hinblick auf die dynamische Geschäftsentwicklung der Banken sowie insbesondere der Kreditmärkte für die Zukunft ein erhebliches Marktpotenzial.

Das aktuelle Momentum in Ost-Europa schlägt sich auch in den Feasibility-Anfragen nieder, die an die Ratingagenturen gestellt werden. S&P berichtet in einer aktuellen Analyse über eine diesbezüglich lange Pipeline vor allem aus Russland, aber auch aus Kasachstan, Ukraine, Lettland, Ungarn, Bulgarien und Tschechien.

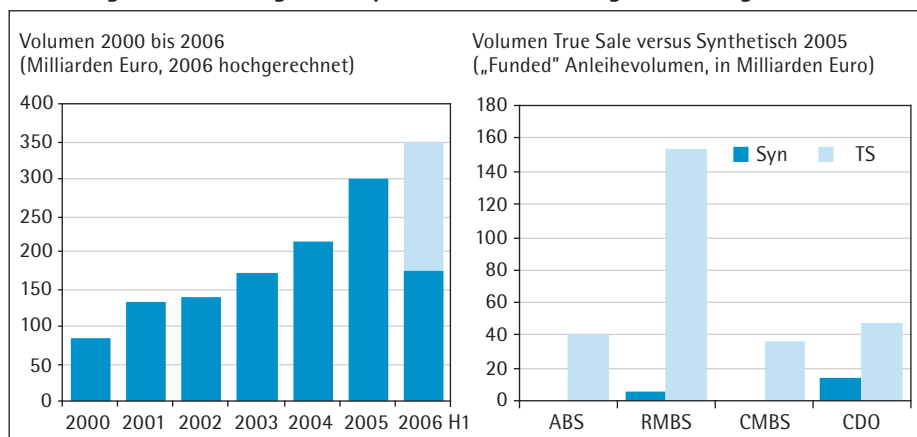
Mit den geplanten Transaktionen sollen unter anderem Autokredite, private Immobiliendarlehen, Kreditkartenforderungen, Handelsforderungen und Leasingforderungen verbrieft werden (Abbildung 2).

Die folgende Synopse folgt ebenfalls dieser geographischen Zweiteilung in reife und junge Märkte. Sie zeigt, in welchen Ländern es spezifische Verbriefungsgesetze gibt, ob bisher True Sale beziehungsweise synthetische Verbriefungen durchgeführt worden sind, ob die hierzu eingesetzten Zweckgesellschaften jeweils im In- oder Ausland domizilieren sowie ob Covered Bonds als alternatives Funding-Produkt vorhanden beziehungsweise möglich sind (Abbildung 3).

True Sale in Europa – Makrostruktur

Das gesamte Neuemissionsvolumen des europäischen Verbriefungsmarktes hat sich seit dem Jahr 2000 durch dynamisches Wachstum mit jährlichen Zuwachsraten von teilweise mehr als 30 Prozent ausge-

Abbildung 4: Verbriefung in Europa und ihre Aufteilung auf die Segmente



Quelle: DZ Bank

zeichnet. Nach Asset-Klassen dominieren regelmäßig immobilienbesicherte RMBS und CMBS mit einem Volumenanteil von etwa zwei Dritteln. Bei geographischer Segmentierung stellt Großbritannien als Spitzenreiter ebenfalls eine Konstante dar. Mit weitem Abstand folgen die „üblichen“ Verfolger Spanien, Italien und die Niederlande sowie im Jahr 2005 erstmals mit nennenswertem Marktanteil Deutschland (Abbildung 4).

Wie verteilt sich nun das Neuemissionsvolumen auf synthetische sowie True-Sale-Transaktionen? Betrachtet man exemplarisch das Jahr 2005, so dominiert ganz eindeutig das True-Sale-Segment, auf das von 300 Milliarden Euro rund 93 Prozent entfallen. Einen nennenswerten Marktanteil haben synthetische Transaktionen mit etwa 24 Prozent lediglich bei den CDOs und RMBS (4 Prozent), während er bei den CMBS unter der Ein-Prozent-Marke liegt und ABS überhaupt nicht vertreten sind.

True Sale in Europa – Mikrostruktur

Betrachtet man die Mikro-Struktur des europäischen True-Sale-Marktes, so wird diese ganz klar durch Serien dominiert. In Großbritannien erfolgt diese „Serienbil-

dung“ sogar in institutionalisierter Form, das heißt aus den so genannten Master-Trust-Strukturen (RMBS und Credit Card ABS) heraus, auf die im Jahr 2005 allein 46 Milliarden beziehungsweise 40 Prozent des gesamten britischen True-Sale-Emissionsvolumens entfallen. Abbildung 5 illustriert die gewaltigen Portfoliovolumina, die über britische RMBS-Mastertrusts finanziert werden, und zum Teil jenseits der 60 Milliarden Euro Grenze liegen. Bemerkenswert ist die Tatsache, dass die Originatoren für drei der dargestellten Vehikel gleichzeitig etablierte Covered-Bond-Emittenten sind, was zeigt, dass beide Instrumente durchaus komplementär eingesetzt werden können.

True Sale „Made in Germany“

In einer weiteren Entwicklungsstufe liegen den Verbriefungsaktivitäten einzelner Originatoren regelrechte Geschäftsmodelle zugrunde. Aktuell sind hier zum Beispiel Conduit-Transaktionen im CMBS Bereich sowie immer aggressivere Principal-Finance-Aktivitäten einzelner Investment-Banken zu nennen. Unter Principal Finance sind hier Aktivitäten zu fassen, die vom aktiven Einkauf von Kreditportfolios zwecks anschließender Verbriefung bis hin

zum Kauf ganzer Banken geht, um permanent über geeignetes, verbriefungsfähiges Material zu verfügen (Abbildung 6).

Das True-Sale-Volumen in Deutschland hat in den letzten fünf Jahren deutlich zugelegt und in diesem Jahr könnte erstmals die 25-Milliarden-Euro-Marke touchiert werden, wobei allerdings in diesem und im letzten Jahr ein sehr großer Anteil allein auf die beiden Transaktionen der German-Postal-Pensions-Reihe entfällt. Da die Anleihen von der Bundesrepublik Deutschland garantiert sind, handelt es sich nicht um eine klassische ABS.

Daneben sind im laufenden Jahr mit rund einem Drittel Marktanteil sehr stark CMBS vertreten, ebenso wie SME CLOs. Erwähnenswert sind auch die True Sale RMBS der E-MAC DE Serie über die bereits zum zweiten Mal ausschließlich durch Briefgrundschulden besicherte Portfolios der GMAC RFC verbrieft wurden – als Alternative zur Nutzung des Refinanzierungsregisters, welches seit dem September 2005 zur Verfügung steht (Abbildung 7).

Über die TSI-Plattform wurden seit November 2004 bisher vier Transaktionen im Gesamtvolumen von 5,6 Milliarden Euro an den Markt gebracht, darunter zwei Auto ABS (Driver One und Two für die VW Bank), eine SME CLO (RCL Securitisation für die Dresdner Bank) und eine Consumer ABS (TS Co. mit One für die Commerzbank). Aktuell wird mit der „Opera Germany (No.1)“ die erste CMBS unter dem Label TSI vermarktet.

Non-performing-Loan-Verbriefungen in Deutschland

Seit der Gründung der True-Sale-Initiative im April 2004 hat die öffentliche Diskussion zum Thema Verbriefungsmarkt Deutschland ganz erheblich an Dynamik gewonnen. Sehr interessante und für den Markt wichtige Themen wie zum Beispiel aufsichtsrechtliche Aspekte (zum Beispiel Anlagebestimmungen für institutionelle Investoren, Basel II) oder „neue“ Asset-Klassen (zum Beispiel Mezzanine-Verbriefungen, Emerging Markets) werden aufgegriffen und unter anderem im Rahmen von TSI-Veranstaltungen von der deutschen Verbriefungs-Gemeinde einschließlich Vertretern von Ministerien und Aufsichtsbehörden diskutiert. Insoweit ist zu konstatieren, dass sich die TSI hinsichtlich der von ihr

Abbildung 5: UK RMBS Mastertrusts & Originatoren

Originator	Mastertrust	Portfoliovolumen in Mrd. Euro	Volumen Covered Bonds in Mrd. Euro
Abbey National	Holmes	66,4	3,5
Halifax (HBOS)	Permanent	62,7	16,8
Northern Rock	Granite	64,8	7,5
Bank of Scotland	Mound	14,7	n/a
Standard Life Bank Limited	Lothian	9,5	n/a

Quelle: DZ Bank

Abbildung 6: CMBS Conduit-Transaktionen – ein Geschäftsmodell etabliert sich

No.	Conduit	Originator	Anzahl Deals	Volumen in Mrd. Euro
1	European Loan Conduit (ELoC)	Morgan Stanley	22	12
2	Deco	Deutsche Bank	9	11,5
3	Opera	Eurohypo	10	6,7
4	Windermere	Lehman Brothers	8	6,2
5	Titan Europe	Credit Suisse	9	5,7
6	Europa Ltd.	Commerzbank	3	3,2
7	Eclipse plc	Barclays Capital	5	2,9
8	Epic plc	Royal Bank of Scotland	5	2,7
9	Talisman Finance plc	ABN Amro Bank N.V.	4	2,5
10	White Tower plc	Société Générale	4	2,2
Total:				55,6

Quelle: DZ Bank



formulierten Ziele sehr gut auf Kurs bewegt.

Unvermeidbar ist an dieser Stelle die Frage nach möglichen Non-performing-Loan-Verbriefungen in Deutschland. Zum Volumen der NPLs in Deutschland sind sehr unterschiedliche Zahlen im Umlauf, die sich meist in einem Bereich zwischen 125 Milliarden Euro und 300 Milliarden Euro bewegen. Zahlreiche Portfolioverkäufe von NPLs sind durchgeführt worden – Verbriefungen bis dato noch nicht.

Die Portfolioverkäufe können als Indiz dafür gewertet werden, dass die zum Teil hohen Abschreibungen, die bei einem Verkauf zu einem Preis zum Teil deutlich unterhalb des Buchwertes erforderlich sind, zumindest nicht gänzlich prohibitiv für einen True Sale wirken. Doch weder deutsche Banken als ursprüngliche Originatoren noch Investmentbanken beziehungsweise Private-Equity-Fonds als Erwerber haben bisher eine entsprechende Transaktion durchgeführt. Soweit ersichtlich stehen dem insbesondere eine unzureichende

Datenhistorie sowie geringe Opportunitätskosten in Gestalt niedriger Zinsen entgegen. Beide Hindernisse sollten zunehmend an Relevanz verlieren.

Komplementäre Produkte

Die zurzeit wohl am häufigsten diskutierten Fragen hinsichtlich der künftigen Entwicklung des europäischen True-Sale-Verbriefungsmarktes zielen auf mögliche Auswirkungen von Basel II sowie die Konkurrenzsituation zwischen RMBS und Covered Bonds ab. Eine systematische Analyse muss sowohl die Angebotsseite (Originatoren) als auch die Nachfrageseite (Investoren) umfassen. Grundsätzlich sind die zentralen Ziele einer Bank wie Funding, Risiko- sowie Eigenkapital-Management mit verschiedenen Instrumenten zu erreichen. Welches Instrument gewählt wird, hängt jetzt und in Zukunft zunächst von der individuellen Zielhierarchie des jeweiligen Originators ab.

Sehr oft stellt sich nicht die Frage „entweder – oder“. Vielmehr setzen Banken

Instrumente aus dem RMBS- sowie Covered-Bond-Bereich komplementär ein. So werden bereits heute von einzelnen Instituten sowohl Covered Bonds als auch True Sale RMBS als Funding-Instrument oder aber Covered Bonds und Synthetische RMBS im Rahmen einer kombinierten Strategie von Funding und Risiko-Management beziehungsweise regulatorischer Eigenkapitalentlastung eingesetzt (vergleiche zum Beispiel die Provide-Graphite-Transaktionen von Northern Rock).

Grundsätzlich wird sich an dieser komplementären Beziehung auch unter den zukünftigen Eigenkapitalvorschriften nichts ändern. Es ist jedoch eine strukturelle Verschiebung derart zu erwarten, dass Verbriefungen, die regulatorisch getrieben sind, weniger auf Basis von Portfolios guter und sehr guter Qualität vorgenommen werden, da insoweit die Risikogewichte der zugrunde liegenden Immobiliendarlehen vermutlich so niedrig liegen, dass die Aktiva problemlos auch auf der Bilanz gehalten werden können.

Der Markt für True-Sale-Verbriefungen in Deutschland und Europa

Anders hingegen wird bei Portfolios schlechter Qualität aus den Segmenten „Non Conforming“ beziehungsweise sogar „Non Performing“ durch die neuen Vorschriften ein relativ stärkerer Anreiz zur Verbriefung gesetzt. Für Bankinvestoren gewinnen RMBS guter Bonität im Vergleich zu

Covered Bonds aufgrund drastisch niedriger Risikogewichte an Attraktivität, während höher belastete Junior-Tranchen vermutlich verstärkt bei Nicht-Bank-Investoren platziert werden. Es zeichnet sich somit weder eine „Verdrängung“ ab noch droht etwa das „Aus“ für bestimmte RMBS-Segmente. Im

Gegenteil sollten sich vor dem Hintergrund des oben Gesagten neue Segmente herausbilden, zum Beispiel im NPL- und Non-Conforming-Bereich, welche bis dato nur in Italien beziehungsweise in Großbritannien vertreten waren (Abbildung 8).

Impulse durch öffentliche Hand

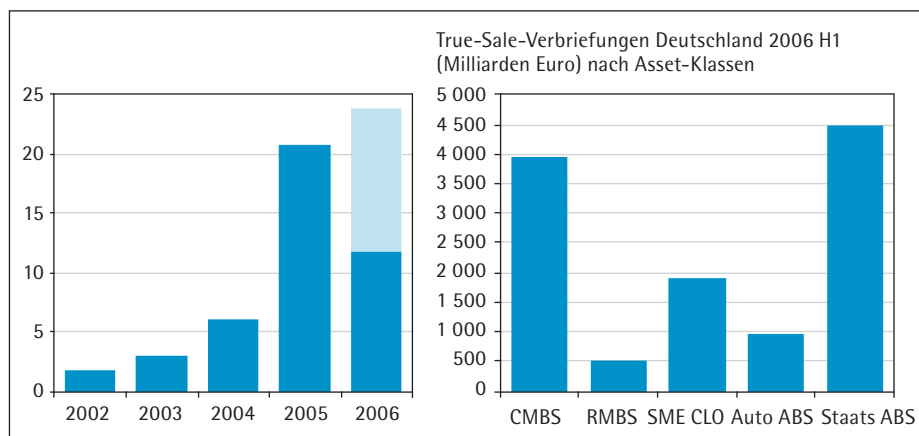
Der europäische CMBS-Markt wird sich auch künftig positiv entwickeln, insbesondere auch angetrieben durch die etablierten Conduits, die ihre Aktivitäten vermutlich geographisch weiter diversifizieren. Neben Großbritannien wird insbesondere mit zahlreichen deutschen Transaktionen zu rechnen sein, unter anderem im Segment „Multi Family Housing“.

Für das laufende Jahr wird auch mit der ersten europäischen „Commercial Real Estate CDO“ (CRE CDO) gerechnet, über die nach US-Vorbild nicht nur geratete CMBS-Tranchen, sondern auch nicht geratete gewerbliche Immobiliendarlehen und ähnliche Instrumente eingehen. Daneben wird der True-Sale-CDO-Markt weiterhin geprägt durch Leveraged Loan Transaktionen. Auch im Hinblick auf Basel II wird in Ländern mit entsprechender Wirtschaftsstruktur wie vor allem Deutschland und Spanien das Thema Mittelstandsfinanzierung durch Verbriefung eher an Bedeutung gewinnen.

Im Markt für ABS könnte in den nächsten Jahren die größte Triebfeder durch Verbriefungen der öffentlichen Hand erfolgen, zum Beispiel zur Finanzierung von Infrastrukturprojekten oder im Rahmen von Public Private Partnerships.

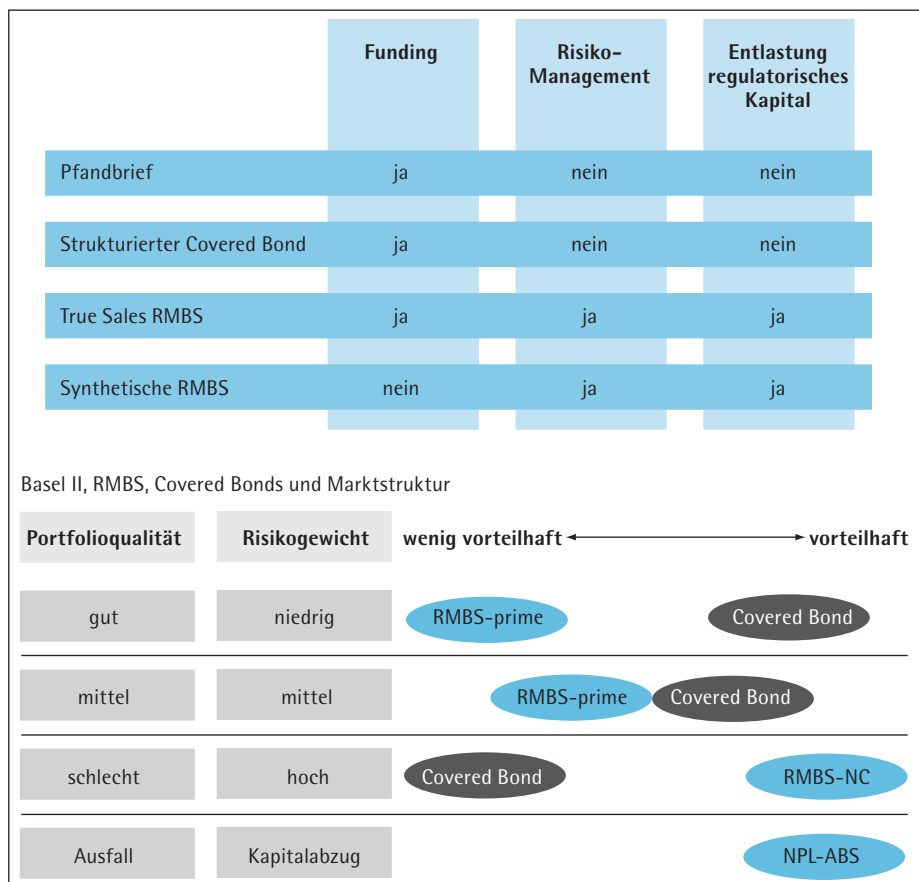
Hinsichtlich der zukünftigen geographischen Ausrichtung des europäischen True-Sale-Verbriefungsmarktes dürfte die interessanteste Frage sein, wie sich die aufstrebenden Märkte in Osteuropa entwickeln werden. Um nennenswerte Volumenanteile zu gewinnen, ist insbesondere die Etablierung von RMBS und CMBS-Transaktionen von Bedeutung. Im Moment fehlt hierzu – abgesehen von Einzeltransaktionen – schlicht noch die kritische Darlehensmasse. Allerdings entwickeln sich die Bankportfolios insoweit geradezu stürmisch, wodurch sich Verbriefungen als Instrument für Funding und Risikotransfer anbieten. Aktuell stellen allerdings nach oben limitierte Ratings sowie nicht ausreichend getestete rechtliche Rahmenbedingungen noch einen Hemmschuh dar.

Abbildung 7: True-Sale-Verbriefungen Deutschland (Milliarden Euro) 2002 bis 2006 (e)



Quelle: DZ Bank

Abbildung 8: RMBS versus Covered Bonds – führen viele Wege nach Rom?



Quelle: DZ Bank