

Trends auf den europäischen Verbriefungsmärkten seit Ausbruch der (Subprime-)Krise

Die Auswirkungen von mehr als einem Jahr Finanzkrise auf den europäischen Verbriefungsmarkt zeigen sich am Primär- und deutlicher noch am Sekundärmarkt. Neuemissionen sind stark rückläufig und zur Jahresmitte im Vergleich zum Vorjahr um rund 30 Prozent eingebrochen. Allerdings war 2007 ein Rekordjahr. Im Vergleich zum ersten Halbjahr 2006 ist sogar ein Zuwachs von 16 Prozent zu verzeichnen, und insgesamt wird noch die Marke von 200 Milliarden Euro überschritten (Abbildung 1). Das Volumen ausstehender ABS, MBS und CDO ist noch weitaus beeindruckender und liegt bei mehr als 1,2 Billionen Euro (Abbildung 2). Mehr als 50 Prozent hiervon entfallen – nach Assetklassen – auf RMBS-Transaktionen beziehungsweise – nach Ländern – auf UK (452 Milliarden Euro) und Spanien (160 Milliarden Euro).

Zwei ungleiche Geschwister

Der Verbriefungsmarkt besteht aus zwei ungleichen Geschwistern, von denen eines – der ABCP-Markt – stets etwas stiefmütterlich behandelt wird, womit man seiner Bedeutung für die Unternehmensfinanzierung keinesfalls Genüge tut. Zu Beginn der Krise, im Juli 2007, erreichte der europäische ABCP-Markt mit einem ausstehenden Volumen von 525 Milliarden US-Dollar sein „all time high“. Bis Ende März 2008 ergibt sich ein Rückgang um rund 40 Prozent auf 320 Milliarden US-Dollar. Dieser ist im Wesentlichen auf das Segment der Credit-Arbitrage-Conduits zurückzuführen, während Conduits mit Handelsforderungen, Immobiliendarlehen und anderen Krediten zum Teil sogar noch zulegen konnten.

Der Anteil von ABS & Co in den Conduits ist im Vergleich zum Vorjahr von 54 Prozent auf 37 Prozent deutlich zurück gegangen und wird in Zukunft, auch nach Normalisierung der Märkte, voraussichtlich

weiter abschmelzen. Multi-Seller-Conduits zur geldmarktbasierter Finanzierung von Kreditforderungen als Alternative zum klassischen Bankkredit bieten künftig, auch vor dem Hintergrund restriktiverer Kreditvergabe durch Banken, noch einiges Potenzial (Abbildungen 3 und 4).

Zentralbank-Refinanzierung

Seit Ausbruch der Krise stehen mehr als 400 Milliarden Euro „Neuemissionen“ zu Buche. Hiervon sind rund 250 Milliarden Euro EZB-fähig. Kriterium für die Möglichkeit ABS als Collateral für Repo-Transaktionen mit der EZB zu nutzen, ist unter anderem ein Tranchen-Rating von mindestens

A. Da gleichzeitig verlangt wird, dass es sich um die „most senior“-Tranche handelt, wird das Mindestrating implizit in den meisten Fällen bei AAA liegen. Weiterhin sind nur Anleihen aus True-Sale-Transaktionen zulässig.

Die EZB veröffentlicht keine Zahlen, und die einzelnen Originatoren geben ebenfalls keine erschöpfende Auskunft über die Platzierung ihrer Transaktionen. Es ist insgesamt davon auszugehen, dass 80 bis 90 Prozent der oben genannten 400 Milliarden Euro einbehalten beziehungsweise privat platziert wurden. Vom einbehaltenen Anleihevolumen wird vermutlich – soweit die Kriterien erfüllt sind – der größte Teil unmittelbar oder mit Zeitverzögerung für EZB-Repo-Zwecke verwendet, also ein Volumen im Bereich von 200 bis 250 Milliarden Euro (Abbildungen 5 und 6).

Die Bank of England hat erst im April diesen Jahres das Securities Lending Scheme (SLS) ins Leben gerufen, über das britische Banken und Building Societies illiquide Aktiva, unter anderem ABS, für einen Zeitraum von maximal drei Jahren gegen liquide Treasury Bills tauschen können. SLS-fähig sind RMBS sowie Credit Card ABS mit AAA-Rating. Grundsätzlich sind nur Anleihen SLS-fähig, deren Portfolios ein Origination-Datum bis spätestens zum 31. Dezember 2007 haben. Eine Ausnahme bilden aufgrund ihrer revolvingenden, „permanenten“ Struktur nur Master Trust RMBS. Von den insgesamt seit Juli 2007 emittierten 125 Milliarden Euro britischen Transaktionen sind demnach überschlägig 70 Milliarden Euro SLS-fähig.

Kurzfristig sind die Zentralbank-Aktivitäten sicher begrüßenswert und haben vermutlich den Verbriefungsmarkt sowie einige Banken vor dem endgültigen Kollaps bewahrt. Eine theoretisch denkbare Modifi-

Alfred Anner, CEFA Senior Analyst ABS, Fixed Income Research, Bayerische Landesbank, München, und Frank Cerveny, Research und Volkswirtschaft, DZ BANK AG, Frankfurt am Main

Säulenübergreifende Zusammenarbeit: True Sale macht's möglich! Nach einem aktuellen Überblick über die Entwicklung von Volumen, Assetklassen, Spreads und weiteren Einflussfaktoren der europäischen Verbriefungsmärkte arbeiten die Autoren die Besonderheiten des hiesigen Marktes heraus. Nicht zuletzt angesichts der Pfandbrief-Alternative und der soliden Einlagenbasis sehen sie die deutschen Banken deutlich weniger von der ABS-Refinanzierung abhängig als etwa die britischen. Insgesamt seien deutsche ABS noch am ehesten von Investoren gesucht und vergleichsweise gut öffentlich am Primärmarkt platzierbar. In Zukunft, so ihre These, werden lediglich solche Transaktionen erfolgreich platziert werden können, die sowohl bei den angebotenen Informationen zu den verbrieften Forderungen als auch bei Struktur und Reporting mit hoher Transparenz und Übersichtlichkeit punkten. (Red.)

kation des gescheiterten Geschäftsmodells „Originate to Distribute“ hin zu einem „Originate to Repo“ ist jedoch allenfalls temporär akzeptabel. Zum Teil werden Transaktionen bereits heute offensichtlich so ausgestaltet, dass sie zwar die EZB-Kriterien erfüllen, öffentlich jedoch nur relativ schwer zu platzieren wären, zum Beispiel weil nur ein Rating vorliegt und/oder das Portfolio relativ aggressiv zusammengestellt ist. Dies trifft vor allem auf spanische Transaktionen zu. Gleichzeitig drifft der Primärmarkt durch die Inanspruchnahme der Zentralbanken zunehmend in ein Parallel-Universum ab und verliert im Hinblick auf „Marktpreise“ und die von ihnen ausgehende Signalwirkung an Bedeutung.

Liquidität und Spreads

Mitte August belaufen sich laut Bloomberg-Statistik die (Subprime-)Krisenindu-

zierten Verluste auf weltweit 338 Milliarden Euro beziehungsweise 153 Milliarden Euro in Europa. Der größte Teil hiervon entfällt nicht auf tatsächlich realisierte Verluste, etwa weil eine Subprime-RMBS nicht zu pari zurückgezahlt werden kann, sondern auf Bewertungsverluste. Hält man die Investments bis zur Fälligkeit durch, werden sich in den meisten Fällen Wertaufholungen und entsprechende Zuschreibungen ergeben. Neuinvestments werden vielen Investoren jedoch trotz verlockender Kursgewinne und Carry-Erträge durch das weiterhin drohende Mark-to-Market-Risiko verleidet. Vielleicht kann eine Durchtrennung des gordischen Knotens nur durch ein Überdenken der geltenden Bewertungsvorschriften erfolgen. Auch in einem normalisierten Markt gelangt man sicher zu „falschen“ Ergebnissen, wenn man aus Umsätzen relativ weniger Transaktionen assetklassenspezifische Bewertungskurven

ableitet, mit denen letztlich ein ganzes Marktsegment über einen Kamm geschoren wird. In besseren Zeiten sind die Auswirkungen dieser „Falschbewertung“ nur nicht so dramatisch wie heute.

Statt von Kurven oder Punkten sollte genauer von Bandbreiten gesprochen werden, wie Abbildung 7 zeigt. Die Ungenauigkeit ist aktuell größer als vor der Krise, weil diese Bandbreiten weiter geworden und die Beobachtungspunkte dünner gesät sind. Allgemein wird für die Zukunft als Lehre der Krise eine differenziertere Betrachtung des Credit-Marktes erwartet, die in der Folge auch zu einer differenzierteren Bewertung führen wird. Die Problematik der Bandbreiten wird sich allenfalls geringfügig vermindern.

Es bleibt der Rekurs auf modellbasierte Werte, wenn möglichst von einer „neu-

Abbildung 1: Neuemissionen europäischer Verbriefungen (Milliarden Euro)

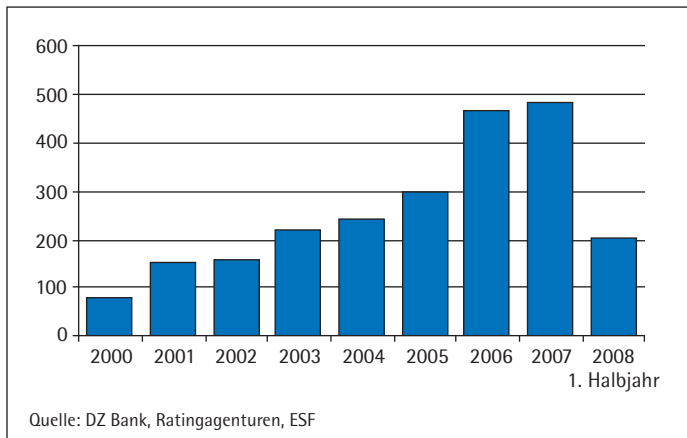


Abbildung 2: Ausstehende Verbriefungen 1. Quartal 2008 (Milliarden Euro)

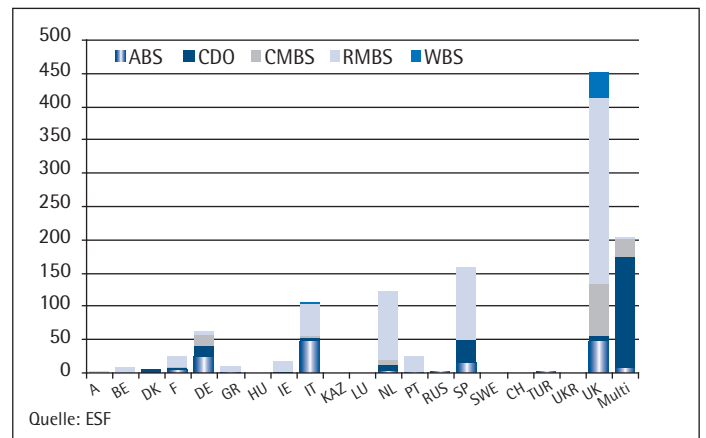


Abbildung 3: EMEA ABCP – ausstehendes Volumen (Milliarden US-Dollar)

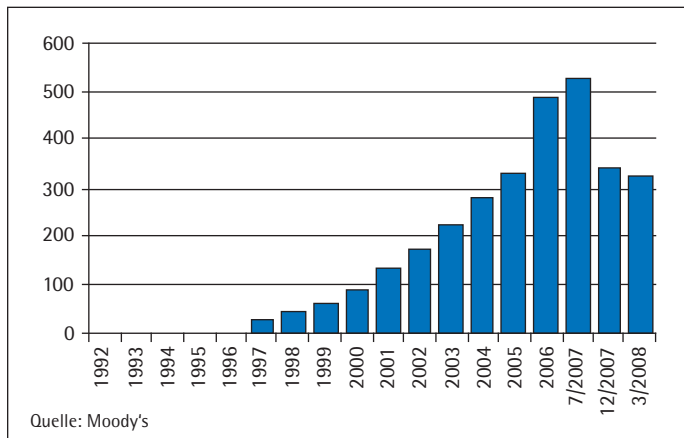


Abbildung 4: EMEA ABCP – Assetstruktur per 1. Quartal 2008 (in Prozent)

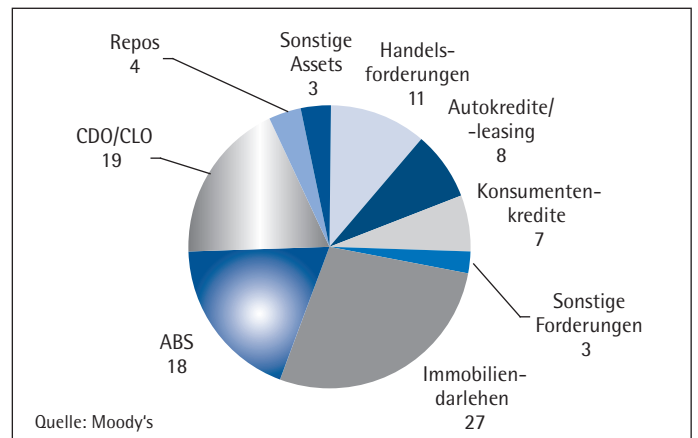


Abbildung 5: Neuemissionen Europa H2 2007 bis Juli 2008 (Milliarden Euro)

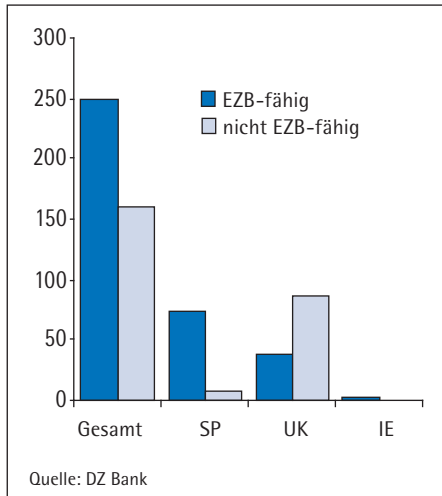
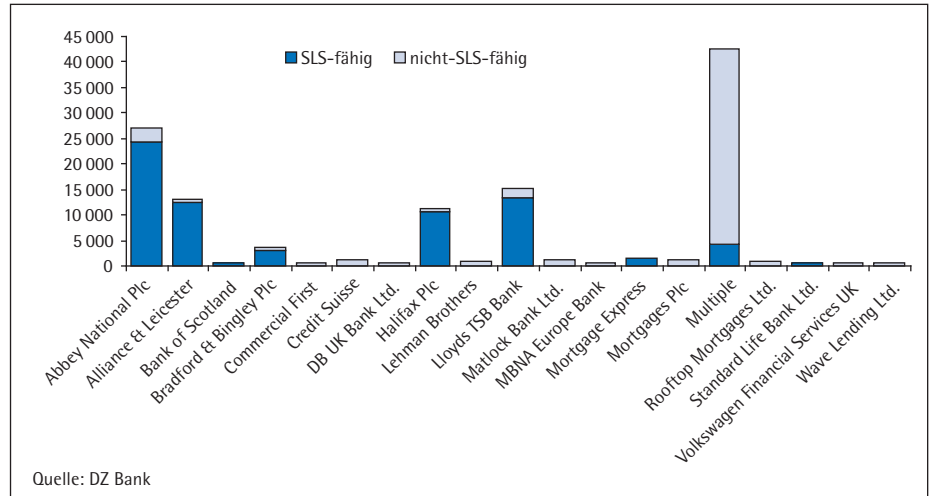


Abbildung 6: Neuemissionen UK H2 2007 bis Juli 2008 (Milliarden Euro)



tralen Stelle" ermittelt, für Bilanzierungs- und Bewertungszwecke. EZB und Bank of England berechnen für Repos beziehungsweise das SLS in Ermangelung von Marktpreisen modellbasierte Preise, auf die sie nochmals Sicherheitsabschläge vornehmen. Denkbar wäre, bis auf Weiteres diese Preise zu veröffentlichen, um die skizzierte Markt-to-Market-induzierte Abwertungs-spirale zu stoppen.

Verbriefung und Kreditmärkte

Seit dem dritten Quartal letzten Jahres verschärfen europäische Banken ihre Kreditvergabestandards, wie die Ergebnisse des Bank Lending Surveys der EZB zeigen. Ein ähnliches Bild ergibt im Übrigen der Credit Conditions Survey der Bank of England. In Verbindung mit der allgemeinen Eintrübung des konjunkturellen Umfeldes geht die Nachfrage nach Krediten, insbesondere für den Wohnungsbau zurück. Die Reduktion bei der Brutto-Kreditvergabe für Wohnbaudarlehen im ersten Quartal 2008 ist in Deutschland mit 12,9 Prozent (YoY) noch relativ moderat, während er für UK und Irland bei 20 Prozent und Spanien sogar bei 35 Prozent liegt.

Besonders betroffen sind somit die drei Länder, in denen die Immobilienmärkte zuletzt besonders geboomt haben. Ähnliche Korrekturen einer vorhergehenden Strategie des „billigen Geldes“ durch die finanzierenden Banken sind auch in anderen Segmenten wie der Konsumer, der gewerblichen Immobilienfinanzierung sowie dem Leveraged Finance Segment zu beobach-

ten. Statt „Credit Crunch“ liegt vielmehr eine Korrektur vorhergehender Übertreibungen vor (Abbildungen 8 und 9).

Welche Implikationen ergeben sich für den Verbriefungsmarkt? Das Verbriefungspotenzial reduziert sich bei einer Bruttobetrachtung. Die durchschnittliche Kreditqualität verbessert sich hingegen, und im Zuge der allgemeinen Neubepreisung von Kreditrisiken wird sich ceteris paribus eine Arbitragemöglichkeit beziehungsweise allgemein die Ökonomie von Transaktionen leichter einstellen, wodurch sich das Verbriefungspotenzial wiederum erhöht. In diesem Zusammenhang muss auch die Frage der Substitution von RMBS durch Covered Bonds angesprochen werden. Wie die Abbildung 10 zeigt, ist die Marktdurchdringung beider Produkte in Europa höchst unterschiedlich. Auch Covered Bonds sind

im Zuge der Krise stark in Mitleidenschaft gezogen worden. Das Market Making kam in weiten Teilen zum Erliegen und Papiere vor allem aus Spanien und UK verzeichnen drastische Spreadausweitungen. Dennoch werden Covered Bonds vielfach, zum Beispiel aktuell auch für die USA, als Rettungsanker propagiert. Einiges spricht jedoch dafür, dass sich an der komplementären Beziehung der Produkte auch in Zukunft wenig ändern wird.

Performance

Die zu erwartende Performanceverschlechterung zeichnet sich bereits heute ab, was unter anderem in der Entwicklung von Downgrades und Upgrades reflektiert wird. Allerdings verzerrt die Durchschnittsbetrachtung das Bild (Abbildung 11). Wie Abbildung 12 zeigt, ist der Anstieg der Down-

Abbildung 7: Spread-Bandbreiten europäischer Verbriefungstransaktionen – Juli 2007 versus Juli 2008

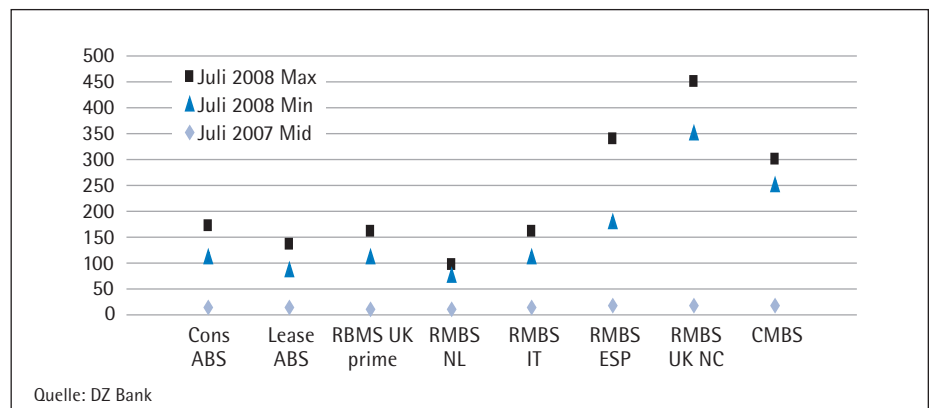


Abbildung 8: EZB Bank Lending Survey (1)

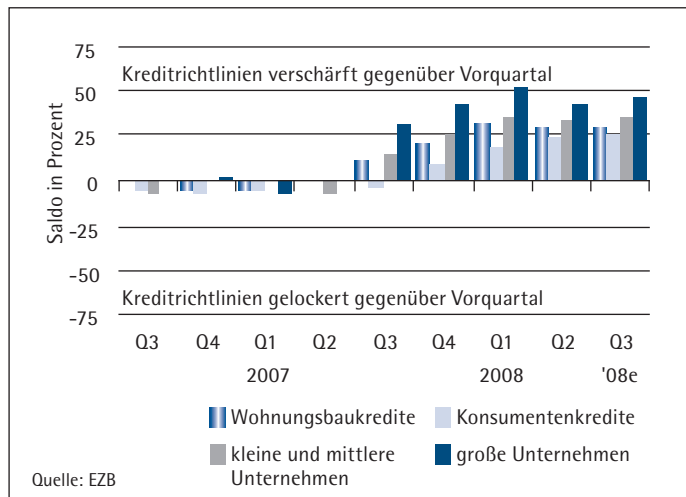
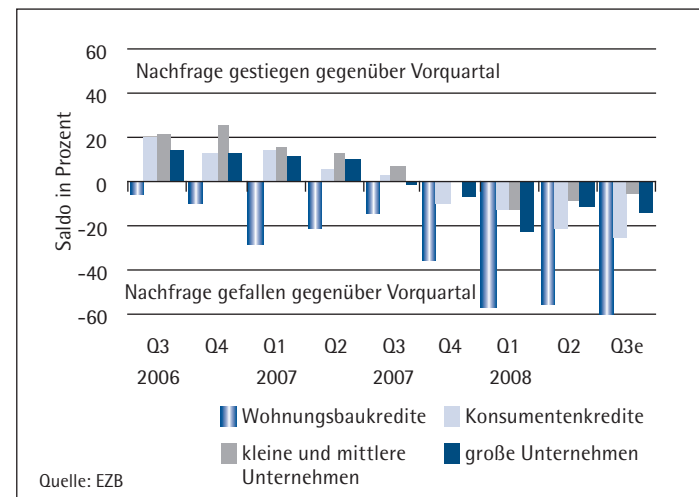


Abbildung 9: EZB Bank Lending Survey (2)



grades fast vollständig auf CDOs (negative Ratingmigration im Corporate-Sektor sowie Modellanpassungen für CDOs auf ABS) sowie ABS im Zuge mit Monoliner-Downgrades zurückzuführen. Für die Zukunft ist aber auch mit einem Anstieg der Downgrades von RMBS in einzelnen Segmenten, vor allem bei UK Nonconforming- sowie spanischen Transaktionen auszugehen.

Nachdem zunächst die Trends für den gesamten europäischen Wirtschaftsraum seit Beginn der Finanzmarktkrise beschrieben wurden, soll im Anschluss auf die deutschen Besonderheiten eingegangen werden. Wie stellt sich also die Situation speziell für die deutsche Verbriefungslandschaft dar und welche Schlüsse sollten die deutschen Marktteilnehmer daraus ziehen?

Dabei ist zunächst festzustellen, dass der Anteil Deutschlands an dem insgesamt in

Europa verbrieften Volumen in den letzten Jahren maximal in der Größenordnung um fünf Prozent lag, also deutlich geringer ausfällt als man für die größte europäische Volkswirtschaft erwarten dürfte. Die wichtigste Ursache hierfür liegt darin, dass in Deutschland mit dem Pfandbrief eine etablierte und sehr günstige Alternative für die Immobiliendarlehen-Refinanzierung vorhanden ist und somit nur begrenzt die Notwendigkeit für die Schaffung eines adäquaten rechtlichen und steuerlichen Umfeldes für ABS gegeben war.

Darüber hinaus ist hierzulande ein deutlicher kultureller Unterschied zu Großbritannien, dem größten Verbriefungsland in Europa auszumachen. Während auf der Insel eine Tradition des Kreditverkaufes, weg vom ursprünglichen Darlehensgeber etabliert werden konnte, gelang dies in Deutschland bis heute nicht.

Die Pfandbrief-Alternative spiegelt sich auch in der Aufteilung der in Deutschland verbrieften Forderungsarten wider. RMBS spielen nämlich im Vergleich zu anderen Ländern eine deutlich unterrepräsentierte Rolle. 2007 wurden – ohne synthetische Transaktionen, die in den letzten Jahren zunehmend an Bedeutung verloren haben – rund 20 Milliarden Euro verbrieft, wovon 45 Prozent auf Auto ABS, fast 30 Prozent auf CMBS, 25 Prozent auf SME CLOs und nur ein Prozent auf RMBS entfielen.

Am Primärmarkt platzieren

Somit kann festgestellt werden, dass die deutschen Banken in deutlich geringerem Ausmaß von der ABS-Refinanzierung abhängig sind als dies beispielsweise bei britischen Banken der Fall ist, die häufig weder über eine solide Einlagenbasis noch über andere günstige Alternativen verfügen. Des Weiteren sprechen auch einige weitere deutsche Besonderheiten dafür, dass die Verbriefungsindustrie hierzulande relativ gut durch die gegenwärtige Krise kommen beziehungsweise extreme Entwicklungen wie sie vorrangig in den USA zu beobachten waren, tendenziell – wenn auch mit einzelnen Ausnahmen – vermieden werden konnten.

Für diese These spricht zunächst einmal, dass deutsche ABS an dem seit rund einem Jahr nicht mehr funktionierendem Primär- und Sekundärmarkt zu den Assetklassen gehören, die noch am ehesten von Investoren gesucht werden. So weisen derzeit deutsche Auto ABS und Balance Sheet CLOs, mit holländischen RMBS zusammen,

Abbildung 10: Immobiliendarlehen ausstehend und Refi per 31. Dezember 2007

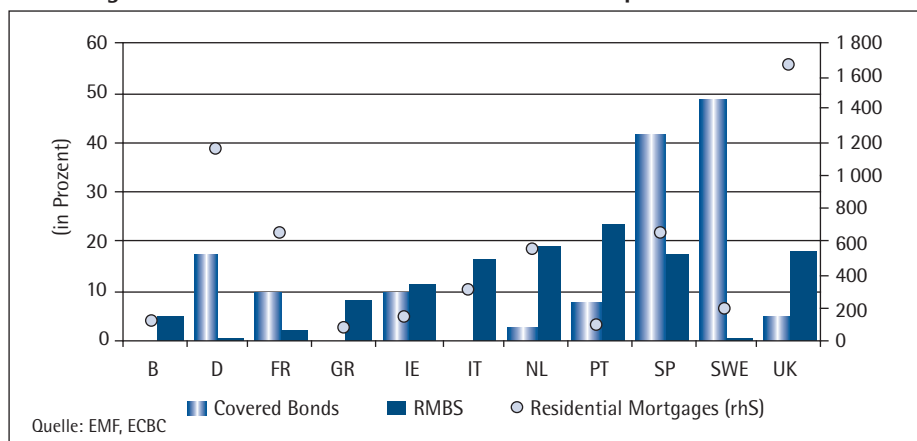


Abbildung 11: Ratingaktionen & Downgrade to Upgrade Ratio europäischer Verbriefungen

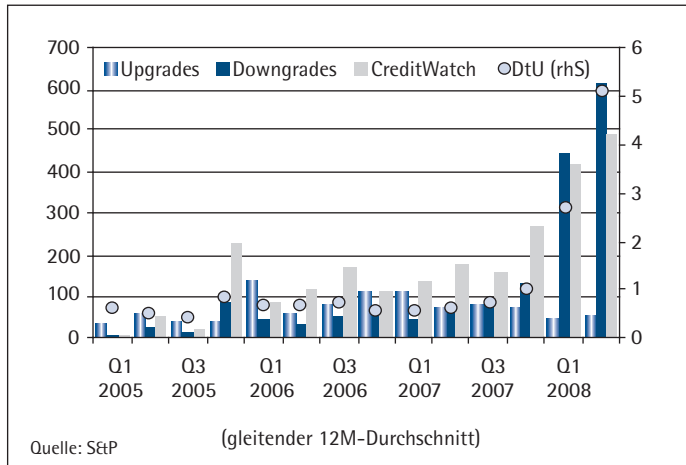
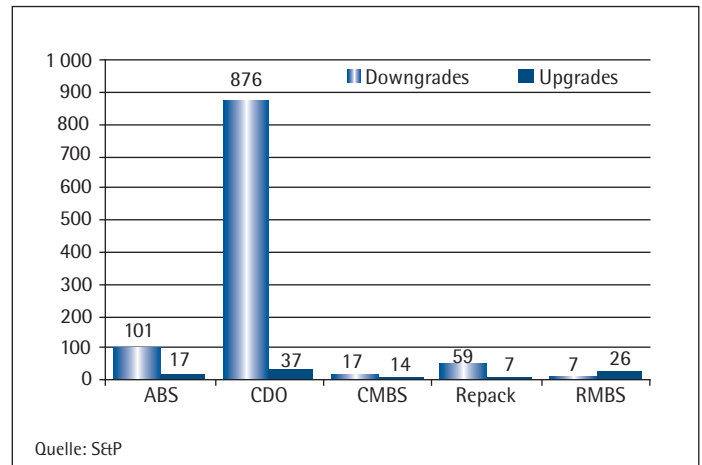


Abbildung 12: Ratingaktionen 1. Halbjahr 2008 nach Assetklassen



nicht nur die engsten Spread-Levels auf. Darüber hinaus sind sie auch am ehesten öffentlich bei Investoren am Primärmarkt platzierbar und werden nicht – wie das Gros der seit einem Jahr in Europa emittierten RMBS – von den Originatoren einbehalten, um via Repo bei der EZB Liquidität zu beschaffen.

Neben der kurzen Laufzeit und der hohen Granularität dieser Transaktionen, die gegenwärtig von Vorteil ist, liegt die Ursache für dieses positive Erscheinungsbild – und dies spricht ebenfalls für ein glimpfliches Überstehen der Krise – in der ausgesprochen positiven Performance dieser Assetklassen beziehungsweise der zugrunde liegenden Vermögenswerte. Bei beiden Dealarten wurden bei den meist von Daueremittenten begebenen Transaktionen so gut wie keine Verluste in den verbrieften Pools produziert beziehungsweise durch üppige Risikopuffer mehr als ausreichend ausgeglichen.

Vermeidung von Moral Hazard

Insgesamt ist festzuhalten, dass diese Assetklassen durch folgende Merkmale gekennzeichnet sind, die eindeutig positiv zu bewerten sind. Zum einen sind – im Gegensatz zu der Praxis, die bei US-Subprime-RMBS üblich war – zentrale Prozesse wie Forderungsverwaltung, Erstellung von Investorreports oder die Abwicklung gestörter Darlehen weiter beim Verbriefter angesiedelt. Zudem ist es üblich, dass dieser Originator zumindest einen Teil der sogenannten First Loss Tranche selber auf den Büchern behält, ihn die ersten anfal-

lenden Verluste also selber treffen. So ist mit einer guten Wahrscheinlichkeit gesichert, dass bei Vergabe und Servicing der verbrieften Kredite die gleiche Sorgfalt wie bei eigenen, auf der Bilanz verbleibenden Krediten angewendet wird und die sogenannte Moral-Hazard-Problematik vermieden werden kann. Zum anderen weisen sie eine transparente, einfach zu verstehende Struktur, eine ausreichend lange Historie (in vergleichbaren Forderungen!), hohe Granularität und Diversifizierung, amortisierende Rückzahlung und gute Schuldnerbonität auf. Wurden diese Bedingungen eingehalten, so zeigt auch die Erfahrung aus anderen Ländern und Assetklassen, dass mit einer positiven Performance der Transaktion gerechnet werden kann.

Allerdings konnte sich die deutsche Verbriefungslandschaft nicht völlig von negativen Entwicklungen abgrenzen. Vor allem bei sogenannten Mezzanine CLOs, bei denen nachrangige Darlehen an den deutschen Mittelstand verbrieft wurden, hat die gewählte Konstruktion von vornherein für „Stirnrunzeln“ gesorgt. Neben hohen Einzelrisiken und Konzentrationen in konjunkturzyklischen Branchen und der angesprochenen Nachrangigkeit, die niedrige Verwertungserlöse implizieren, hat vor allem die bereits vor Kreditvergabe feststehende Weitergabe an ein ABS SPV für negative Performance dieser Transaktionen gesprochen. Diese Vorgehensweise („originate to distribute“), die übrigens auch bei einigen deutschen CMBS praktiziert wurde, impliziert eine Anreizproblematik, da bereits bei Kreditvergabe feststeht, dass der Originator nicht das Risiko daraus zu tragen hat.

Somit kann zusammenfassend festgestellt werden, dass – abgesehen von der ein oder anderen Fehlentwicklung – die deutschen Verbriefungen eine gute Qualität aufweisen. Zudem unterscheiden sie sich in zentralen Punkten von Subprime-ABS beziehungsweise von den bei diesen Verbriefungen verwendeten Praktiken. Neben dem Verbleiben zentraler Prozesse wie der Forderungsverwaltung beim Originator, sprechen hierfür die in der Regel funktionierenden Anreizsysteme.

Indes ist nicht zu leugnen, dass der europäische ABS-Markt stark angeschlagen ist und somit weitere Anstrengungen unternommen werden müssen, damit die Investoren wieder für eine adäquate Nachfrage sorgen. Zwar wird in „Basel-II-Zeiten“ die Verbriefungsrefinanzierung über den Kapitalmarkt für Unternehmen an Bedeutung gewinnen, weil die Banken zu einer höheren Eigenkapitalunterlegung für Kredite an Unternehmen gezwungen werden. Allerdings werden in Zukunft lediglich solche Transaktionen erfolgreich platziert werden können, die sowohl bei den angebotenen Informationen zu den verbrieften Forderungen, als auch bei Struktur und Reporting mit hoher Transparenz und Übersichtlichkeit punkten.

Hier kann nicht zuletzt die 2004 von 13 deutschen Banken gegründete True Sale International (TSI) weiter eine wichtige Vorreiterrolle übernehmen, indem sie ihren Weg, die Transparenz deutscher ABS zu verbessern, konsequent weiterverfolgt und weiter versucht einen Standard für solide Verbriefungen zu etablieren.