

Verbriefung: Europäische Auto-ABS erhöhen die Drehzahl

Captives dominieren Emissionstätigkeit

DR. BENJAMIN MOHR

Creditreform Rating hat den europäischen Auto-ABS-Markt untersucht. Unter Berücksichtigung der Herkunft des Collaterals wird in diesem Beitrag die Entwicklung der Emissionsvolumina sowie die Rating- und Collateral-Performance beleuchtet und zudem der Auto-ABS-Markt unter Berücksichtigung der Originatoren analysiert.

Die Bedeutung des Marktes für Verbriefungen ist in Europa seit der Finanzkrise deutlich zurückgegangen. Seit dem Höchststand im Jahr 2009 ist das ausstehende Volumen um 927,9 Milliarden Euro gesunken – von 2294,1 Milliarden Euro auf 1 366,2 Milliarden Euro im ersten Quartal 2015. Jedoch haben sich die verschiedenen Structured Finance-Instrumente sehr unterschiedlich entwickelt. So fiel der Rückgang des ausstehenden Volumens im Bereich der Asset Backed Securities (ABS) im Vergleich zu anderen Instrumenten moderat aus, sodass diese Anfang 2015 das zweitgrößte Segment am Verbriefungsmarkt darstellen. Bemerkenswert ist dabei vor allem: Das ABS-Segment wird maßgeblich durch

die Anlageklasse Auto-ABS gestützt. Während sich das ausstehende Volumen der ABS seit 2011 in einer verhältnismäßig engen Spanne zwischen 186,7 und 206,5 Milliarden Euro bewegte, ist der Trend bei der Entwicklung der Auto-ABS aufwärts gerichtet. Dementsprechend stieg der Anteil der Auto-ABS am gesamten ABS-Segment in diesem Zeitraum von 18,9 auf 28,4 Prozent.

Auto-ABS in Europa

In der Analyse wurden alle Auto-ABS berücksichtigt, die seit dem Jahr 2000 bis zum Stichtag 20. Juli 2015 in Europa emittiert wurden. Das europäische Auto-ABS-Segment umfasst für den Analysezeitraum insgesamt 370 Transaktionen, sogenannte Deals, beziehungsweise 844 Notes.

Die Analyse des gesamten Neuemissionsvolumens zeigt: Der Trend der Emissionstätigkeit von Auto-ABS ist in Europa deutlich aufwärts gerichtet (siehe Abbildung 1, Seite 277). Nachdem sich das Volumen neu aufgelegter Auto-ABS in den Jahren 2006 bis 2010 noch in einem Band zwischen 11,7 und 14,6 Milliarden Euro bewegt hatte, hat die Emissionstätigkeit seitdem spürbar an Dynamik gewonnen. So stieg das Emissionsvolu-

men von 12,4 Milliarden Euro 2010 auf 21,7 Milliarden Euro im Jahr 2011. Der Stand von 2011 wurde ein Jahr darauf um weitere 25,1 Prozent übertroffen, als Auto-ABS mit einem Volumen von 27,1 Milliarden Euro emittiert wurden. Nach einem leichten Rückgang im Jahr 2013 (25,1 Milliarden Euro) konnte 2014 mit 28,5 Milliarden Euro der bisherige Höchstwert erzielt werden. Unterdessen deutet die Entwicklung des laufenden Jahres auf eine weiterhin robuste Marktverfassung hin – bis Juli dieses Jahres wurde ein Emissionsvolumen von 13 Milliarden Euro registriert, womit das Niveau der Vorjahre durchaus in Reichweite erscheint.

Insgesamt kann festgestellt werden, dass sich die Emissionstätigkeit in drei Wellen vollzogen hat. Dabei ist das durchschnittliche jährliche Emissionsvolumen mit jeder Welle auf ein höheres Niveau gestiegen: Nachdem sich das mittlere Volumen zwischen 2000 und 2005 noch auf 4,6 Milliarden Euro pro Jahr belief, erhöhte es sich im Zeitraum von 2006 bis 2010 auf 13 Milliarden Euro, ehe ab 2011 (bis Juli 2015) ein weiterer Anstieg auf 23,1 Milliarden Euro erfolgte.

Bemerkenswert ist: Die den ABS zugrunde liegenden Vermögenswerte beschränken sich auf wenige Länder. Gemessen am Herkunftsland der Underlyings entfallen über den gesamten Betrachtungszeitraum allein auf Deutschland 52,7 Prozent der europäischen Auto-ABS-Deals. Ein weiteres Viertel der Transaktionen stammt aus Frankreich und dem Vereinigten Königreich (jeweils 11,9 Prozent). In dessen wird die Emissionstätigkeit am Auto-ABS-Markt in erster Linie von herstellerebenen Autobanken, sogenannten Captives dominiert. Von

DER AUTOR:

Dr. Benjamin Mohr,
Neuss



ist Chefvolkswirt bei der Creditreform Rating AG. Er befasst sich insbesondere mit der Analyse der Finanzierungsmärkte und der konjunkturellen Entwicklung in Deutschland und Europa.

E-Mail: b.mohr@creditreform-rating.de

den seit 2000 emittierten Auto-ABS entfallen zwei Drittel des Neuemissionsvolumens (64,6 Prozent) auf von Captives verbriefte Autokredite. Gleichwohl konnten die Non-Captives in den vergangenen Jahren tendenziell an Gewicht gewinnen. Nachdem der Anteil der von Autoherstellern unabhängigen Finanzinstitute zu Beginn des vergangenen Jahrzehnts noch unterhalb der 25-Prozent-Schwelle gelegen hatte, beläuft er sich im laufenden Jahr auf 37,9 Prozent.

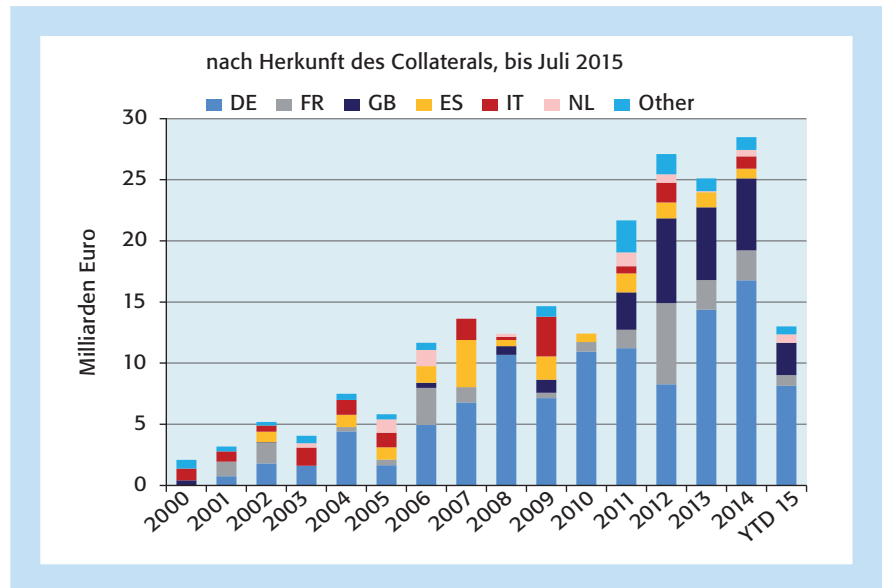
Rating-Performance und Rating-Profil

Europäische Auto-ABS sind durch ein hohes Maß an Solidität gekennzeichnet, die sich in der guten Rating-Performance widerspiegelt. Gemessen am Emissionsvolumen, beträgt die Downgrade-Rate der zum Juli 2015 ausstehenden Auto-ABS-Tranchen lediglich 2,9 Prozent. Insgesamt wurden nur vier ausgefallene Tranchen registriert – allesamt nachrangige, die mit spanischem Collateral besichert waren und von Non-Captives begeben wurden.

Gemessen am jährlichen Emissionsvolumen lag der Anteil der Auto-ABS-Notes mit einem Initial Rating von AAA im Jahr 2014 bei 74,9 Prozent. Folglich wiesen drei Viertel aller Tranchen die beste Bonität auf – und diese Auswertung beinhaltet nicht nur diejenigen der Klasse A, sondern auch die nachrangigen.

Dabei ist allerdings der Trend beim Anteil der AAA-Ratings abwärts gerichtet. Dieser lag bis zum Jahr 2007 beständig oberhalb oder nahe 90 Prozent. Ab 2009 war der Anteil der AAA-Notes in der Tendenz rückläufig und fiel 2012 erstmals unter die Schwelle von 80 Prozent. Demgegenüber ist die Zahl der mit AA oder A beurteilten Tranchen in den vergangenen vier Jahren spürbar gestiegen. Dies dürfte vor allem darauf zurückzuführen sein, dass Subordinate-Tranchen einen wachsenden Anteil am Gesamtemissionsvolumen einnehmen.

Abbildung 1: Entwicklung der Emissionstätigkeit von Auto-ABS in Europa



Quelle: Bloomberg, Creditreform Rating

Betrachtet man die Verteilung der Ratings nach Herkunft des Collaterals, scheinen deutsche und französische Auto-ABS das beste Rating-Profil aufzuweisen (siehe Abbildung 2, Seite 278). Neun von zehn Auto-ABS-Tranchen aus Deutschland (89 Prozent) beziehungsweise Frankreich (89,3 Prozent) weisen ein AAA-Rating auf. Gleichzeitig haben mit spanischen, portugiesischen oder italienischen Autokrediten besicherte Deals ein merklich schlechteres Rating-Profil. Bei Transaktionen aus Spanien und Italien erhielten nur 76,7 beziehungsweise 70,7 Prozent der Tranchen ein AAA, bei portugiesischen Notes sogar nur 48,3 Prozent.

Collateral-Performance

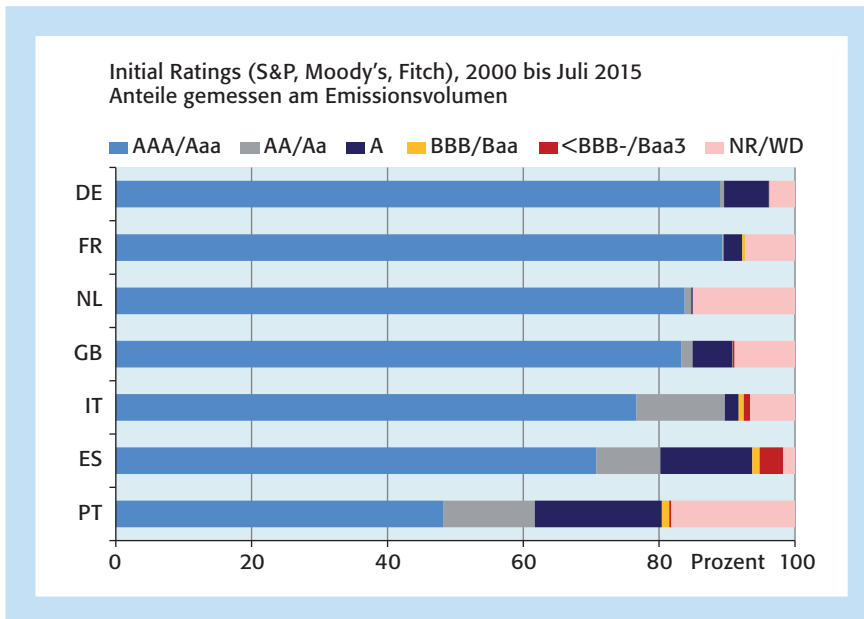
Die guten Einschätzungen werden von verschiedenen Parametern untermauert, die Rückschlüsse auf die Collateral-Performance ermöglichen. Die Cumulative Net Loss Rate sank bis 2011 auf durchschnittlich 0,237 Prozent, bevor sie im Emissionsjahr 2012 auf 0,310 Prozent anstieg. In den beiden Folgejahrgängen waren die Transaktionsportfolios wieder durch eine deutlich höhere Stabilität geprägt. Das

durchschnittliche Credit Enhancement zeichnete diese Entwicklung weitgehend nach.

Indessen sind die Zahlungsverzugsraten der den Auto-ABS zugrunde liegenden Kredite in Europa tendenziell rückläufig. Im Januar 2012 lag die 90+Tage-Zahlungsverzugsquote noch bei durchschnittlich 0,37 Prozent. In den darauffolgenden Jahren ließen sich wesentlich geringere Rückstandsquoten beobachten – bis Mai 2014 sank die Verzugsrate 90+ bis auf 0,19 Prozent. Seitdem stieg diese wieder etwas an und betrug im Juli 2015 immerhin 0,28 Prozent – befindet sich damit aber auf einem spürbar niedrigeren Niveau als Anfang 2012. Demgegenüber fiel die Zahlungsrückstandsquote 60 bis 90 Tage zwischen Januar 2012 und August 2013 um 0,14 Prozentpunkte auf 0,21 Prozent. Seit September 2013 schwankt die Verzugsrate in einem Band zwischen 0,17 und 0,20 Prozent.

Gleichzeitig sind erhebliche Unterschiede in Bezug auf die Qualität des Collaterals erkennbar, wenn man auf die Ebene der Originatoren abstellt (siehe Abbildung 3, Seite 278). Grundsätzlich verzeichnen die von

Abbildung 2: Auto-ABS-Ratings nach Herkunft des Collaterals

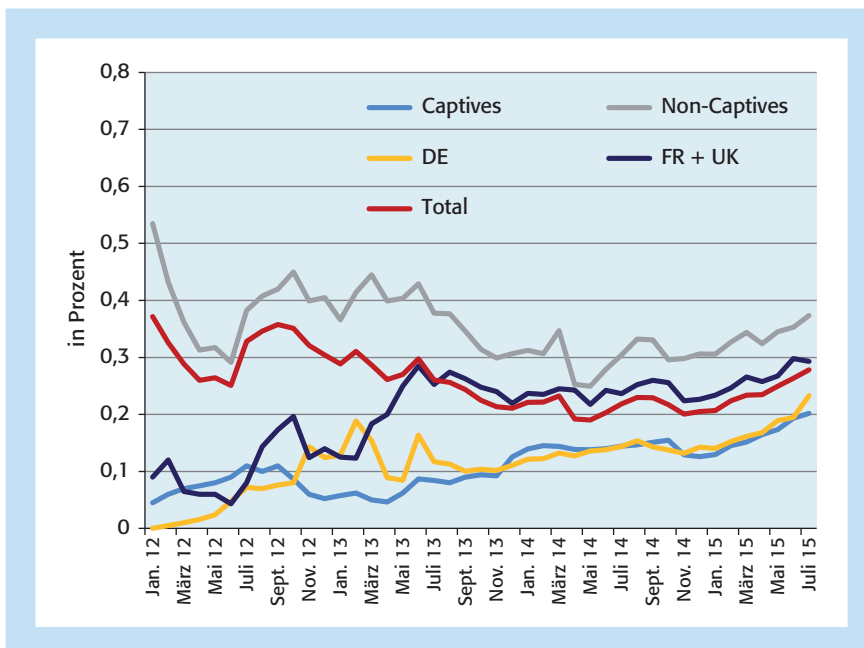


Quelle: Bloomberg, Creditreform Rating

Non-Captives verbrieften Autokredite mit 0,37 Prozent höhere Zahlungsverzugsraten im Bereich 90+Tage, verglichen mit 0,20 Prozent bei den Captive-Autokrediten. Auffallend ist allerdings, dass sich der Abstand in den vergangenen Jahren verringert

hat. So belief sich der Abstand zwischen den Verzugsraten im März 2013 noch auf 0,4 Prozentpunkte (Captives: 0,05 Prozent, Non-Captives: 0,45 Prozent). Die Rückstandsquoten bei den Captives sind seitdem in der Tendenz aufwärts gerichtet.

Abbildung 3: Durchschnittliche 90+Tage-Verzugsrate nach Herkunft des Collaterals und Originatoren



Quelle: Bloomberg, Creditreform Rating

Betrachtet man die Verzugsquoten nach der Herkunft des Collaterals, ist festzustellen, dass deutsche Autokredite seit 2012 eine 90+Tage-Zahlungsverzugsquote aufweisen, die sich unterhalb des europäischen Durchschnitts befindet, wenngleich die Verzugsrate zuletzt leicht gestiegen war. Dagegen entwickelte sich die Verzugsquote britischer und französischer Autokredite unterschiedlich. Seit 2013 hat sich deren 90+Verzugsrate von 0,13 auf aktuell 0,29 Prozent erhöht.

Allerdings hat jede Medaille bekanntlich zwei Seiten. So geht die hohe Qualität der Auto-ABS grundsätzlich mit risikoadäquateren und damit geringen Renditemöglichkeiten einher. Die Basis-Spreads europäischer Auto-ABS sind seit 2009 rückläufig. Die zunehmende Stabilität in Bezug auf die Entwicklung der Basis-Spreads spiegelt sich auch in der abnehmenden Streuung der Spreads emittierter Senior-Notes wider.

Originatoren europäischer Auto-ABS

Unterdessen wird die Entwicklung des Auto-ABS-Marktes von wenigen Originatoren getragen. Insbesondere Volkswagen (VW) baute seine Marktpräsenz deutlich aus. Seit 2010 wächst das von VW begebene Emissionsvolumen beständig. Von den Non-Captives trug vor allem die spanische Bank Santander beträchtlich zum Marktwachstum bei. Die herausgehobene Stellung von Volkswagen und Santander im europäischen Auto-ABS-Markt geht eindrücklich aus Abbildung 4, Seite 280, hervor.

Am Emissionsvolumen gemessen entfiel im Analysezeitraum mehr als jeder zweite Euro auf einen der beiden Originatoren, wobei es VW auf einen Anteil von einem Drittel bringt (30,6 Prozent), gefolgt von Santander, deren Anteil ein Fünftel beträgt (20,1 Prozent). Mit deutlichem Abstand folgen Renault (7,6 Prozent) und Peugeot (6,9 Prozent).

Betrachtet man das Rating-Profil der Auto-ABS-Notes nach Originatoren, so ist zunächst festzuhalten, dass den gerateten Tranchen aller Emittenten mehrheitlich ein geringes oder sehr geringes Ausfallrisiko bescheinigt wird, wie der hohe Anteil an AAA-Ratings signalisiert. Gleichwohl offenbaren sich Unterschiede in den Rating-Profilen von Captives und Non-Captives. So weisen mehr als neun von zehn (94 Prozent) Auto-ABS-Notes, die von Renault originiert werden, ein AAA-Rating auf. Bei VW liegt der Anteil mit 93 Prozent nur unwesentlich niedriger.

Zum Vergleich: Nur etwas mehr als zwei Drittel (70,5 Prozent) der Auto-ABS-Tranchen der Banco Santander werden mit einem AAA bewertet, andere herstellerungebundene Finanzinstitute kommen auf einen Anteil von 80,2 Prozent in dieser Rating-Klasse. Gleichzeitig liegt der Anteil der ABS Tranchen ohne Rating im Segment der Non-Captives deutlich

über dem der Captives. So fallen bei der Santander-Bank 8,3 Prozent, bei anderen Non-Captives sogar 13,4 Prozent aller Auto-ABS-Tranchen in diese Kategorie. Im Bereich der Captives bewegt sich der entsprechende Anteil zwischen 1,5 Prozent (VW) und 8,9 Prozent (GM).

Perspektiven des Auto-ABS-Marktes

Zwar sind die Perspektiven für den gesamten europäischen Verbriefungsmarkt nur von verhaltenem Optimismus geprägt, dennoch sollte sich der robuste Aufwärtstrend bei der Neuemission von Auto-ABS in Europa fortsetzen.

Vom Programm zum Ankauf von ABS der Europäischen Zentralbank (EZB), dem Asset Backed Securities Purchase Programme (ABSPP), dürfte kein nennenswerter Einfluss auf die Emissionsaktivität am europäischen

Primärmarkt für Auto-ABS ausgehen. Dies kann mitunter auf das relativ geringe angekaufte Volumen an ABS zurückgeführt werden. So beläuft sich das von der EZB seit letzten November angekaufte ABS-Volumen auf 9,74 Milliarden Euro (Stand 31. Juli 2015), ein Viertel des Volumens (23,9 Prozent) entfiel auf den Primärmarkt. Gemessen am gesamten Volumen des Expanded Asset Purchase Programm (APP) in Höhe von 362,63 Milliarden Euro, das neben ABS auch Covered Bonds und Staatsanleihen umfasst, sind dies gerade einmal 2,7 Prozent.

Darüber hinaus ist die EZB zwar relativ intransparent, was die Aufteilung der angekauften ABS auf die Assetklassen und Länder betrifft; es ist aber davon auszugehen, dass sich die Ankäufe in etwa proportional zum ausstehenden Volumen darstellen. Folglich sollte auf das Segment der Auto-ABS ein verhältnismäßig geringerer Anteil der erworbenen ABS entfallen.



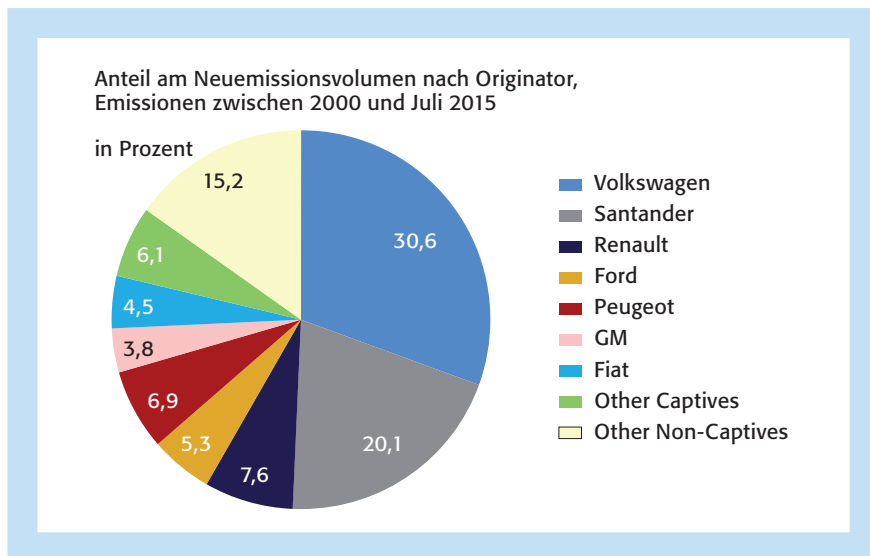
Forderungen zeitgemäß managen

Partner
schreibt man
mit F.

Erfolg ist, wenn die Zahlen stimmen. Das gelingt umso besser mit einem Partner, der Ihnen Potenziale, Chancen, aber auch Risiken aufzeigt. Als Finanzdienstleister mit über 40-jähriger Erfahrung im Forderungsmanagement und als starker Partner innerhalb der Sparkassen-Finanzgruppe begleiten wir Sie tatkräftig in die Zukunft. Lernen Sie uns kennen.
www.deutsche-factoring.de



Abbildung 4: Verteilung der Originatoren am europäischen Auto-ABS-Markt



Quelle: Bloomberg, Creditreform Rating

Dagegen stimmt die konstruktive Entwicklung der makroökonomischen Rahmenbedingungen im Hinblick auf die weitere Entwicklung des Auto-ABS-Markts optimistischer. Das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) der EU-28 ist im Frühjahr um 0,4 Prozent (gegenüber dem Vorquartal) expandiert, womit nach eineinhalb Jahren Rezession und Stagnation nunmehr im achten Quartal in Folge ein Zuwachs zu verzeichnen war.

Maßgeblich sind dabei die privaten Konsumausgaben, die vor dem Hintergrund verbesserter Beschäftigungsaussichten und steigender real verfügbarer Einkommen kräftig ausgeweitet wurden. Entsprechend konnte der erhebliche Ersatzbedarf an Pkw bedient werden. Die Zahl der neu zugelassenen Pkw konnte im zweiten Quartal 2015 mit 3,34 Millionen Ein-

heiten ihr Niveau vom Vorjahr erneut übertreffen (plus 7,2 Prozent). Zudem lag sie erstmals seit dem ersten Quartal 2011 oberhalb des langfristigen Durchschnitts (seit 2007: 3,33 Millionen). Mit einem zunehmenden Autoabsatz dürfte auch die Zahl der vergebenen Autokredite tendenziell steigen.

Vor allem sollte das Auto-ABS-Segment jedoch von politischer Seite Rückenwind erhalten. Nachdem das regulatorische Pendel sehr stark in Richtung einer eher restriktiven Behandlung von Verbriefungen geschlagen war, zeichnet sich in der jüngeren Vergangenheit ein Umdenken ab. So sollten Auto-ABS von den Bestrebungen der EU profitieren, den Verbriefungsmarkt in Europa auf nachhaltiger Basis zu fördern.¹⁾

Eine differenzierte Betrachtungsweise zwischen Wirtschaftsräumen und insbesondere zwischen einzelnen Assetklassen strukturierter Finanzierungsinstrumente erscheint durchaus angebracht, wie die Betrachtung der historischen Ausfallraten von Verbriefungsprodukten untermauert. Zum einen zeichnen sich europäische Verbriefungen durch eine günstigere Entwicklung aus als Verbriefungen in den

USA. Die von Januar 2007 bis Dezember 2013 kumulierte Ausfallrate europäischer AAA-Verbriefungen liegt bei lediglich 1,9 Prozent. Zum Vergleich: Die entsprechende Ausfallrate für US-Verbriefungsprodukte beträgt insgesamt 16,8 Prozent. Auffallend ist zudem, dass das Segment der ABS bei einer kumulierten Ausfallrate von Null praktisch unbeschadet aus den Verwerfungen an den internationalen Finanzmärkten hervorgegangen ist. Gleiches kann insbesondere von Collateralized Debt Obligations oder Residential Mortgage Backed Securities nicht behauptet werden.

Dass auf der Ebene der Europäischen Union ein Prozess des Umdenkens einzusetzen scheint, belegen mitunter die jüngsten Grünbücher der EU-Kommission, in denen sie das Ziel formuliert, das Spektrum der Finanzierungsquellen auszuweiten und explizit auf Verbriefungen Bezug nimmt. So spricht sich die Kommission im Grünbuch zur Schaffung einer Kapitalmarktunion für die Entwicklung einfacher, transparenter und standardisierter Verbriefungen aus.²⁾

Entsprechend befürwortet die European Banking Authority (EBA) ebenso eine stärkere Differenzierung zwischen qualitativ hoch- und minderwertigen strukturierten Finanzierungsinstrumenten.³⁾ Sie legt in ihrer Empfehlung an die EU-Kommission dar, dass ein regulatorischer Ansatz für Verbriefungen qualifizierte, sogenannte Qualifying Securitisations, und andere Verbriefungen unterscheiden sollte. Die EBA hat demgemäß den mit Basel III neu geschaffenen Standard für die regulatorische Behandlung von Verbriefungen⁴⁾ überarbeitet, indem sie die von ihr definierten Kriterien zur Identifizierung von Qualifying Securitisations in die Rahmenbedingungen einarbeitet. Eine der wesentlichen regulatorischen Implikationen besteht darin, dass die Untergrenze für die Risikogewichte für Senior Qualifying Securitisations rekaliibriert und von 15 auf zehn Prozent abgesenkt wurde. ◀

1) Siehe auch Meister, M. (2014): High Quality ABS – die Bedeutung hochwertiger Verbriefungen für Banken und Realwirtschaft, Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 67. Jg., 19-2014, S. 935.

2) Vgl. Europäische Kommission (2015): Schaffung einer Kapitalmarktunion, Grünbuch, COM(2015) 63 final, 18.2.2015.

3) Vgl. European Banking Authority (2015): EBA report on qualifying securitisation, 7 July 2015.

4) Siehe Basel Committee on Banking Supervision (2014): Revisions to the Basel Securitisation Framework, December 2014.