



# ABS Handbuch

Einführung in Asset-Backed Securities



# ABS Handbuch

## Einführung in Asset-Backed Securities

### 1 Einleitung

► **ABS = Asset Backed Securities**

„ABS“ steht als Kürzel für **A**sset-**B**acked **S**ecurities und bezeichnet durch Aktiva gedeckte Wertpapiere. Unter ABS versteht man demnach Wertpapiere, deren Risiko von der Performance einer genau bestimmten Menge („Asset-Pool“) an Aktiva abhängig ist.

In den letzten Jahren haben sich ABS als eine weitere europaweite Anlage-Klasse neben Pfandbriefen und Unternehmensanleihen fest etabliert. Die Einzelanlage- und Gesamtemissionsvolumina sind mit denen von Pfandbriefen vergleichbar. Zudem werden ABS mittlerweile in allen großen EU-Staaten emittiert und die Art der zugrunde liegenden Vermögensgegenstände und Forderungen sind breit gestreut.

ABS bieten dem Anleger viele Vorteile. Neben einem Spread-Vorteil gegenüber anderen Anleiheformen bei gleichem und historisch stabilerem Rating, kann der Investor das Ausfallrisiko, ausgedrückt durch das Rating von AAA bis B, und die zugrunde liegende Forderungsart frei auswählen. Dafür muss im Umkehrschluss aber auch jede Emission individuell analysiert und bewertet werden.

ABS ist ein Mittel der Fremdfinanzierung und eignet sich für Kreditinstitute und Unternehmen gleichermaßen. Durch die Übertragung des Risikos ausgewählter Forderungen und die Emission von Anleihen fließt dem Forderungsverkäufer zumeist unmittelbar Liquidität zu, ohne die vollständige Beitreibung der Forderungen abwarten zu müssen.

Das vorliegende Handbuch soll einen Überblick über den Bereich ABS vermitteln. Hierbei benennt es die wichtigsten Strukturen, die Motivation für Originator und Investor, die beteiligten Parteien sowie die wesentlichsten Strukturelemente. Neben dieser Beschreibung der strukturellen Ausgestaltung geht das Handbuch auf die relevantesten Asset-Klassen und ihre Besonderheiten und Dokumentation sowie die Ausgestaltung und den Umfang der einzelnen regionalen Märkte in Europa ein.

Die Publikation wird vervollständigt durch Checklisten für die drei Haupt-Asset-Klassen

- Residential Mortgage Backed Securities („RMBS“)
- Commercial Mortgage Backed Securities („CMBS“)
- Small and Medium sized Enterprises („SME CLO“)

Aufgrund seiner Entstehung im angelsächsischen Sprachraum ist das ABS-Vokabular stark von Anglizismen durchsetzt. Zur besseren Verständlichkeit verfügt dieses Handbuch deshalb am Ende über ein Glossar zur Erklärung der geläufigsten Begriffe.

Bitte beachten Sie den Hinweis auf den letzten Seiten.

<b>1</b>	<b>EINLEITUNG.....</b>	<b>3</b>
<b>2</b>	<b>GRUNDZÜGE EINER ABS-STRUKTUR.....</b>	<b>6</b>
2.1	SYNTHETISCHE ABS-STRUKTUR	8
2.2	TRUE SALE STRUKTUR	10
2.3	MASTERTRUST	11
2.4	ABCP	12
<b>3</b>	<b>STRUKTURELEMENTE ZUR RISIKOMINIMIERUNG.....</b>	<b>13</b>
3.1	SUBORDINATION	13
3.2	LIQUIDITY FACILITY	14
3.3	EXCESS SPREAD	14
3.4	RESERVE FUND	14
3.5	GARANTIEN	15
3.6	INTERMEDIÄR	15
3.7	COLLATERAL	16
3.8	OVERCOLLATERALISATION	16
3.9	DISCOUNT AUF DIE VERBRIEFTE FORDERUNGEN	16
3.10	TRIGGER	17
<b>4</b>	<b>FÄLLIGKEITEN .....</b>	<b>18</b>
<b>5</b>	<b>DER RATING - PROZESS.....</b>	<b>19</b>
5.1.1	<i>Due Diligence</i>	21
5.1.2	<i>Monitoring durch Rating-Agenturen</i>	23
<b>6</b>	<b>BETEILIGTE PARTEIEN.....</b>	<b>24</b>
6.1	ORIGINATOR	24
6.2	SERVICER	24
6.3	TREUHÄNDER	24
6.4	RATING-AGENTUR	25
6.5	RECHTSANWÄLTE	25
6.6	SPECIAL PURPOSE VEHICLE	26
	SPONSOREN EINER ABS-TRANSAKTION	26
<b>7</b>	<b>ASSET-KLASSEN .....</b>	<b>27</b>
7.1	MBS	27
7.1.1	<i>RMBS</i>	28
7.1.2	<i>CMBS</i>	29
7.2	CLO	31
7.2.1	<i>SME-CLO</i>	31
7.2.2	<i>Mezzanine-Strukturen</i>	32
7.2.3	<i>Allgemeine Kriterien</i>	32
7.3	LEASING	33

7.4	KREDITKARTEN	34
7.5	CDO	35
7.6	WHOLE BUSINESS SECURITISATION	37
7.7	STAATLICHE TRANSAKTIONEN	38
7.8	NON-PERFORMING LOANS	38
<b>8</b>	<b>INVESTITION IN ABS</b> .....	<b>40</b>
<b>9</b>	<b>ABGRENZUNG ABS ZUM FACTORING</b> .....	<b>40</b>
<b>10</b>	<b>ABGRENZUNG RMBS ZUM PFANDBRIEF</b> .....	<b>41</b>
<b>11</b>	<b>DIE EUROPÄISCHEN LÄNDER</b> .....	<b>42</b>
11.1	GROßBRITANNIEN	43
11.1.1	<i>Markt-Überblick</i>	43
11.1.2	<i>Asset-Klassen</i>	43
11.2	SPANIEN	45
11.2.1	<i>Markt-Überblick</i>	45
11.2.2	<i>Asset-Klassen</i>	45
11.3	NIEDERLANDE	46
11.3.1	<i>Markt-Überblick</i>	46
11.3.2	<i>Asset-Klassen</i>	46
11.4	ITALIEN	46
11.4.1	<i>Markt-Überblick</i>	46
11.4.2	<i>Asset-Klassen</i>	46
11.5	DEUTSCHLAND	47
11.5.1	<i>Markt-Überblick</i>	47
11.5.2	<i>Asset-Klassen</i>	48
11.6	FRANKREICH	48
11.6.1	<i>Markt-Überblick</i>	48
11.6.2	<i>Asset-Klassen</i>	48
<b>12</b>	<b>RATINGSTABILITÄT</b> .....	<b>49</b>
<b>13</b>	<b>RECHTLICHE RAHMENBEDINGUNGEN</b> .....	<b>51</b>
13.1	GESETZESGRUNDLAGEN IN EUROPA	51
13.2	DOKUMENTATION	51
<b>14</b>	<b>ZUSAMMENFASSUNG</b> .....	<b>52</b>
<b>15</b>	<b>CHECKLISTEN</b> .....	<b>55</b>
<b>16</b>	<b>GLOSSAR</b> .....	<b>58</b>
<b>17</b>	<b>INDEX</b> .....	<b>72</b>
<b>18</b>	<b>DISCLAIMER</b> .....	<b>76</b>

## 2 Grundzüge einer ABS-Struktur

### ► SPV = Special Purpose Vehicle

Im Rahmen einer ABS-Transaktion wird das Risiko eines vorher definierten Asset-Pools oder „Portfolios“ zunächst an eine Einzweckgesellschaft übertragen. Diese Einzweckgesellschaft wird als SPV („Special Purpose Vehicle“), manchmal auch SPE („Special Purpose Entity“) bezeichnet. Das SPV beschafft sich die zur Übernahme der Forderungen nötige Liquidität durch die Emission von Anleihen am Kapitalmarkt. Dies bezeichnet man als „Funding“.

Die Bilanz der Einzweckgesellschaft besteht deshalb meist nur aus 2 Positionen; den übertragenen Forderungen auf der Aktivseite und den Einnahmen aus dem Verkauf der Anleihen auf der Passivseite. SPVs sind insolvenzfern (Zur Erläuterung SPV s. S.26). Einzweckgesellschaften sind völlig unabhängig vom Originator der Forderungen und werden nicht mit diesem konsolidiert.

### ► ABS-Papiere verfügen über öffentliches Rating

Um die Anleihen am Kapitalmarkt platzieren zu können, müssen diese über mindestens ein, in der Regel zwei Ratings der drei großen Rating-Agenturen; Standard & Poor's, Moody's und Fitch; verfügen (zur Ermittlung des Ratings s. S.19). Die Anleihen werden in verschiedenen Rating- und damit Risikoklassen emittiert. Jede einzelne Ratingklasse kann zusätzlich noch über unterschiedliche Laufzeiten verfügen. Man bezeichnet diese unterschiedlichen Klassen an Anleihen als Tranchen. Im allgemeinen Sprachgebrauch nennt man die AAA-Tranche die „oberste Tranche“, das First Loss oder Equity Piece die „unterste Tranche“. Üblicherweise trägt die unterste und risikoreichste Tranche kein Rating.

### ► Synthetisch versus True Sale

Entsprechend der Übertragsvariante unterscheidet man zwischen synthetischen und True Sale Strukturen. Bei synthetischen Strukturen wird nur jeweilige Risiko - in der Regel das Forderungsausfallrisiko – mittels eines Derivats auf das SPV übertragen. In diesem Fall werden die Anleiheerlöse vom SPV bis zur Fälligkeit in sicheren Anlagen geparkt. In der True Sale Struktur werden die Forderungen ganz ans das SPV verkauft und rechtlich übertragen. Das SPV leitet in diesem Fall die Erlöse aus der Anleihe-Emission an den Forderungsverkäufer weiter.

### ► Wasserfall

Kapitalrückzahlungen der verbrieften Forderungen werden nach einem vorher festgelegten Verteilungsmechanismus an die Investoren weitergeleitet. Dabei wird die oberste Tranche in der Regel vor allen nachrangigen Tranchen bedient. Grundsätzlich ist es ausgeschlossen, dass eine nachrangige Tranche vor der vollständigen Befriedigung der vorhergehenden Tranche zurückgeführt wird. Aufgrund des Verteilungsmechanismus von „oben nach unten“ bezeichnet man diese Vorgehensweise als Wasserfall.

### ► Servicer

Die Verwaltung des verbrieften Portfolios liegt in der Verantwortung des Servicers. Darunter fällt neben der Weiterleitung eingegangener Zins- und Tilgungsleistungen der Schuldner auch das Mahnwesen und die Beitreibung der Forderungen sowie die Erstellung regelmäßiger Portfolio-Reports für Investoren und Rating-Agenturen.

- ▶ **Amortisation** Der Vorgang der Kapitalrückzahlung und damit der Verringerung der ausstehenden Anleihen wird als „Amortisation“ bezeichnet.

„Sequentielle Amortisation“ liegt vor, wenn nachrangige Tranchen erst nach der vollständigen Tilgung höherer Tranchen amortisieren dürfen; das heißt Tranche 2 erst nach vollständiger Rückzahlung von Tranche 1.

Tilgungszahlungen, die auf alle Tranchen entsprechend deren Anteil am Gesamtvolumen verrechnet werden, bezeichnet man als „pro-rata Amortisation“.
- ▶ **Prepayments** Rückzahlungen vor dem vereinbarten Termin innerhalb des Pools und deren Weitergabe an die Investoren bezeichnet man „Prepayment“. Durch hohe Prepayments verkürzt sich die gewichtete Laufzeit der Transaktion sehr stark. Die Höhe der aktuellen Prepayment-Rate wird im regelmäßigen Reporting genannt und sollte wegen ihrer direkten Auswirkung auf die gewichtete Laufzeit bei der Berechnung der Rendite berücksichtigt werden.
- ▶ **Verlustverrechnung** Entstehen innerhalb des verbrieften Asset-Pools Verluste, werden diese an die Investoren weitergegeben. Dabei treffen Verluste die Investoren in der umgekehrten Reihenfolge: die nachrangigste Tranche, das First Loss Piece, trägt die ersten Verluste. Erst wenn die Verluste das Volumen des First Loss Piece übersteigen wird die Mezzanine-Tranche betroffen und so weiter. Man spricht hier auch von umgedrehter Seniorität oder „Reverse Order of Seniority“.
- ▶ **First Loss Piece** Das „First Loss Piece“ ist die risikoreichste Tranche einer ABS-Verbriefung und wird häufig vom Verkäufer der Forderungen gehalten. Hierdurch werden im Portfolio entstehende Verluste zuerst auf den Eigenbehalt des Verkäufers verrechnet, so dass es im Interesse des Verkäufers liegt, die Verluste im Portfolio so gering wie möglich zu halten. Der Verbleib des First Loss Piece beim Originator wird häufig auch von Investoren gefordert, um eine optimale Behandlung der verbrieften Assets beim Originator sicherzustellen. Investoren sind bei der Beurteilung einer Transaktion nahezu ausschließlich auf Informationen des Originator angewiesen, wodurch es zu einer ungleichen Wissenslage kommen kann, da nicht alle Kenntnisse des Originators über die Forderungen offen gelegt werden. Aufgrund des Selbstbehalts wird der Originator so jedoch zum Investor seiner eigenen Struktur und handelt deshalb stärker im Investoreninteresse.
- ▶ **Sekundärmarkt** Aufgrund der Komplexität ist der Sekundärmarkt für ABS Anleihen derzeit (noch) nicht mit dem der Unternehmensanleihen oder Pfandbriefe vergleichbar. Dies liegt vor allem in der speziellen Ausgestaltung der einzelnen Transaktionen. Allerdings lässt sich eine Zunahme der Handelsaktivitäten sowie eine Verringerung der Bid-Offer-Spreads feststellen, insbesondere bei den großen AAA-Tranchen geläufiger Asset-Klassen (vgl. hierzu das Kapitel „Asset-Klassen“ ab Seite 27).
- ▶ **Basel-2** Die Neuregelung der Eigenkapitalanforderungen unter Basel II wirken sich vorteilhaft für ABS-Investoren aus. Im Rahmen von Basel II werden Asset-Pools mit mehr als 5 Einzelassets als granular betrachtet. Sie können deshalb bei Verwendung des IRB-Ansatz

im Idealfall für die AAA-Tranche mit einer 7% Kapitalgewichtung belegt und damit wie Pfandbriefe behandelt werden.

Basel II wird jedoch auch zu Veränderungen im Emissionsverhalten führen, da es aufgrund der Vorschriften bezüglich der Eigenkapitalunterlegung für Emittenten vorteilhafter sein wird, unbesicherte Darlehen an qualitativ niedrigere Schuldner zu verbrieften. Dagegen wird die Verbriefung der zukünftig ohnehin wenig gewichteten erstrangigen Immobiliendarlehen weniger lohnenswert.

## 2.1 Synthetische ABS-Struktur

► **Kein Forderungsverkauf, nur Risikoübertrag**

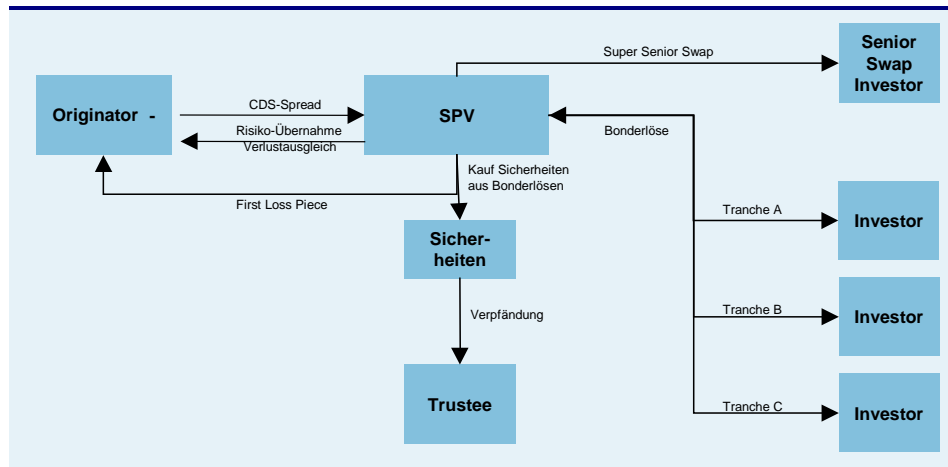
Bei einer synthetischen Struktur werden die Forderungen vom Originator nicht an das SPV verkauft, sondern nur das Risiko der Forderungen übertragen.

Als Übertragungsinstrumente eignen sich Credit Default Swaps (CDS), Bürgschaften und Garantien. Das geläufigste Instrument des synthetischen Risikotransfers ist der CDS.

Dem SPV stehen nun zwei Varianten zur Finanzierung der übernommenen Risiken zur Verfügung. Es kann zum Einen Anleihen emittieren und diese am Kapitalmarkt verkaufen. Man bezeichnet die Struktur in diesem Fall als „fully funded“. Zum Anderen kann auch das SPV Risiken synthetisch über einen CDS weitergeben, wodurch es zu keinerlei Kapitalfluss kommt und die Struktur deshalb „unfunded“ ist. Reine kapitallose oder „unfunded“ Strukturen sind in der Praxis äußerst selten. Stattdessen wird häufig eine Mischform verwendet, bei der der größte Teil des Risikos synthetisch über den so genannten Super Senior Swap weitergegeben wird und ein Teil des Risikos in Form von Anleihen an den Kapitalmarkt gebracht wird. Diese Struktur bezeichnet man als „partially funded“. Die dem SPV zufließenden Bar-Erlöse der Emission werden aufgrund der synthetischen Struktur nicht an den Originator übertragen, sondern werden in kapitalmarktfähigen Wertpapieren mit AAA-Rating angelegt, in einem Depot verwahrt und an den Treuhänder der Transaktion verpfändet.

Zahlungen innerhalb des Portfolios führen zu einer Reduktion der ausstehenden Kapitalmarktinstrumente. Hierzu verkauft das SPV Sicherheiten in entsprechender Höhe der Bondrückzahlung und leitet die Erlöse an die Investoren weiter, während der Super Senior Swap in seiner ausstehenden Höhe reduziert wird. Zwischen Originator und SPV kommt es dabei zu keinem Kapitalfluss, allerdings werden bei Rückführung der Anleihen auch die Nennwerte der synthetischen Übertragungsinstrumente zwischen Originator und SPV angepasst.

## Synthetische ABS-Struktur, partially funded



Quelle: Bayern LB Research

Im Falle von Verlusten innerhalb des Portfolios verkauft das SPV ebenfalls Sicherheiten in entsprechender Höhe, leitet diese Erlöse jedoch an den Originator. Dadurch stehen am Ende der Transaktion zur Begleichung der ausstehenden Anleihen nur noch Sicherheiten in Höhe von

$$\text{Endbestand} = \text{Anfangbestand} - \text{Rückzahlungen} - \text{Verluste}$$

zur Verfügung.

► **Zinszahlungen abhängig von Forderungsverkäufer nicht Asset-Pool**

Da es sich nur um eine synthetische Übertragung des Risikos handelt, sind die Zinszahlungen an die Investoren unabhängig von den Zinszahlungen der Schuldner der verbrieften Forderungen. Schuldner der Zahlung ist der Originator.

Der Originator leistet im Rahmen des Swap-Vertrages Zahlungen an das SPV, die dem SPV die Bedienung der emittierten Anleihen und CDS ermöglichen. Hierbei werden die Zinseinnahmen der durch das SPV erworbenen Sicherheiten berücksichtigt.

Der Investor muss deshalb neben den anderen Aspekten bei Kauf einer Anleihe auch die Bonität des Originator und die Art und Werthaltigkeit der vom SPV gekauften Sicherheiten berücksichtigen.

## 2.2 True Sale Struktur

► **Forderungsverkauf führt zu Cashflow zu Beginn der Transaktion**

Im Gegensatz zur synthetischen Struktur werden bei der True Sale Version die zu verbriefenden Forderungen an das SPV verkauft. Damit kommt es zu einem Zahlungsstrom zwischen dem SPV und dem Originator bereits zu Beginn der Transaktion und der Forderungsverkäufer erhält bereits bei Start der Transaktion einen Kapitalzufluss.

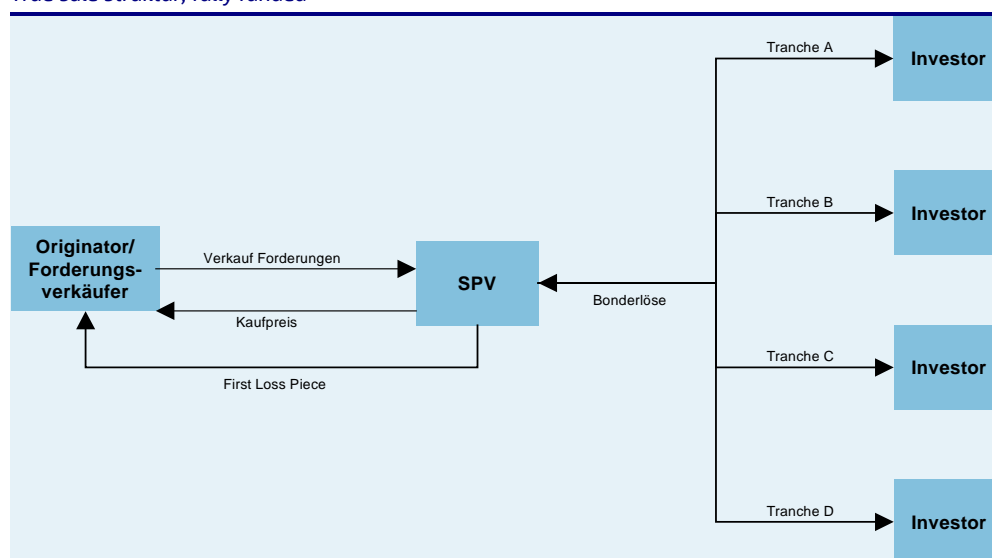
Das SPV erzielt das für den Kauf notwendige Kapital durch die Emission von Anleihen am Kapitalmarkt. Die Anleihen werden analog der synthetischen Struktur von mindestens einer der drei großen Rating-Agenturen bewertet und mit einem Rating versehen.

Die Erlöse aus der Anleihe-Emission fließen durch den Verkauf des Asset-Pools direkt an den Forderungsverkäufer. Das SPV wird damit wirtschaftlicher und rechtlicher Eigentümer der Forderungen.

► **Amortisation durch Pool-Cashflow determiniert**

Zahlungsströme innerhalb der Struktur werden durch die Rückzahlungen der Forderungen determiniert. Diese Rückzahlungen werden vom Servicer an das SPV und von diesem an die Investoren weitergeleitet und zur Rückzahlung der Anleihen verwendet. Zinszahlungen der verbrieften Forderungen dienen zur Zahlung des Kupons der emittierten Anleihen. Sollten die eingegangenen Zahlungen nicht zur Zahlung der Anleihezinsen ausreichen, kommt es zu einem Zahlungseingpass, einem so genannten „Shortfall“. Zur Vermeidung dieses Shortfalls werden zusätzliche Strukturelemente eingebaut. (S. dazu auch S. 13)

True-Sale-Struktur, fully funded



Quelle: Bayern LB Research

## 2.3 Mastertrust

### ► Emission unabhängiger Transaktionen aus gemeinsamem Asset-Pool

Bei einer Mastertrust-Verbriefung besteht der Hauptunterschied zur herkömmlichen ABS-Struktur darin, dass auf Basis eines gemeinsamen Portfolios wiederholt voneinander unabhängige Transaktionen emittiert werden. Der Mastertrust greift dabei auf einen gemeinsamen Asset-Pool an Forderungen zurück, der durch den Originator aufgefüllt und erweitert werden kann. Man kann dieses Vorgehen in etwa mit der Emission verschiedener Pfandbriefe auf Basis eines Deckungsstocks vergleichen.

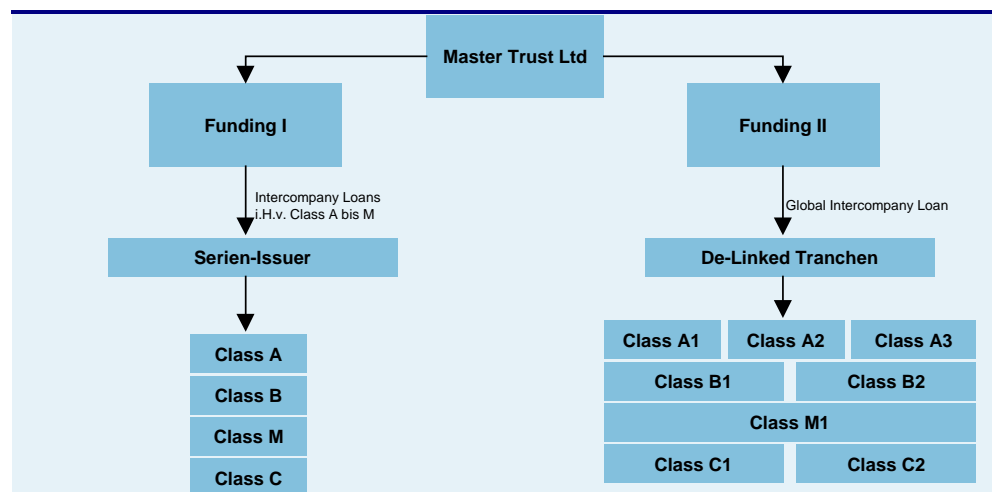
In jüngster Zeit kam es auch zur Emission so genannter De-Linked-Tranchen. Darunter versteht man die Emission einzelner Tranchen in einer Ratingklasse, die jeweils voneinander unabhängig sind. Dabei darf die Emission einer neuen Tranche die Sicherheitenunterlegung der bisherigen Tranchen nicht verschlechtern und deren Ausfallwahrscheinlichkeit nicht erhöhen. Es ist denkbar, dass es im Juni zur Emission einer A-Tranche kommt und im September zur Emission einer AAA-Tranche. Die beiden unterschiedlichen Tranchen greifen dabei auf einen identischen Asset-Pool zu, können sonst jedoch voneinander bezüglich Währung, Laufzeit und Rückzahlung abweichen. Zur Berechnung der möglichen Tranchen wird dabei der Asset-Pool in seiner Gesamtheit betrachtet und daraus maximale Tranchenhöhen berechnet.

### ► Vorwiegend Kreditkarten-Risiko

Mastertrusts werden hauptsächlich zur Verbriefung von Kreditkarten-Risiken eingesetzt (s. hierzu auch Seite 34).

In Großbritannien wird diese Strukturvariante zunehmend auch für die Verbriefung von Immobilienrisiken genutzt (s. dazu auch „RMBS“ und „Europäische Kernmärkte“).

#### Master Trust Struktur mit De-Linked Tranchen



Quelle: Moody's; Bayern LB Research

## 2.4 ABCP

Im Rahmen eines „Asset-Backed Commercial Paper Programms“, kurz „ABCP“, verkauft der Originator Forderungen an das Programm, das sich wiederum über die Emission kurzlaufender Commercial Paper am Kapitalmarkt refinanziert. ABCPs werden häufig auch als „Conduit“ bezeichnet.

### ► Unterschiede ABCP und Factoring

Ein ABCP weist im Vergleich mit ABS-Strukturen signifikante Unterschiede auf:

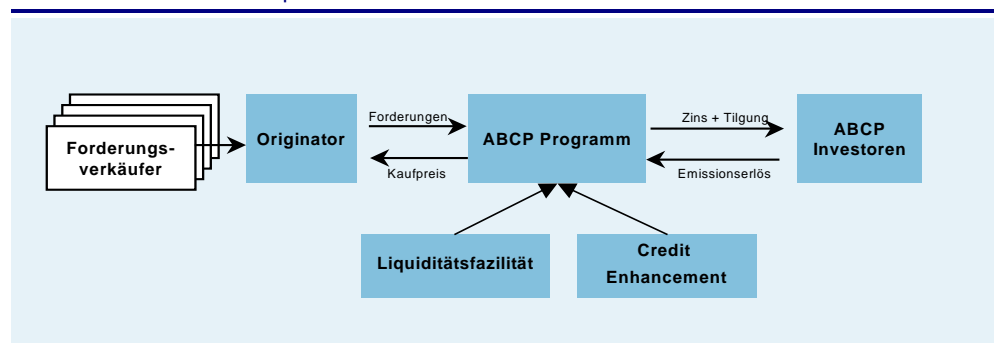
- Commercial Paper sind kurzfristige Finanzinstrumente mit einer Laufzeit zwischen 7 und 364 Tagen.
- Es werden nicht einzelne Tranchen geratet, sondern die komplette Struktur, so dass ein ABCP nur über eine Ratingklasse verfügt.
- In das SPV werden Forderungen verschiedener Verkäufer eingebracht. Dabei handelt es sich typischerweise um kurzfristige Forderungen wie Handels- oder Kreditkartenforderungen
- Der Verkäufer der Forderung bleibt am Markt anonym; es liegt in der Verantwortung des Betreibers des Programms für eine ratingkonforme Zusammensetzung des Programms zu sorgen.
- ABCP Programme sind revolvingierende Programme, das heißt zurückgeführte Kredite/Forderungen können durch neue Forderungen aufgefüllt werden

### ► ABCP-Programm bündelt Risiko verschiedener Verkäufer

Zur Gewährleistung der Liquidität der Struktur wird vom Betreiber des Programms eine Liquiditätslinie zur Verfügung gestellt, die greift, falls der Absatz an Commercial Paper nicht ausreicht, um den Ankauf der Forderungen zu finanzieren. Hierdurch wird der Ankauf der Forderungen auch dann sichergestellt, wenn das SPV aus dem Verkauf der Commercial Paper über zu wenig Liquidität verfügt.

Durch das Investment in kurzlaufende Commercial Paper beteiligt sich der Investor somit an einem Forderungspool, der Assets verschiedener Forderungsverkäufer enthält. Das Risiko der Struktur liegt demnach in der Auswahl der Forderungen für das ABCP-Programm sowie in der Ausgestaltung der Struktur.

### Asset Backed Commercial Paper



Quelle: Bayern LB Research

## 3 Strukturelemente zur Risikominderung

Zur Erreichung des besten Ratings für die oberste Tranche einer ABS-Struktur bedarf es verschiedenster Strukturelemente, die eine Reduzierung des Verlustrisikos für die AAA-Tranche mit sich bringen. Man bezeichnet diese strukturimmanenten Elemente als „Enhancement“.

Nachfolgend aufgeführt sind die geläufigsten Strukturelemente. Generell lässt sich festhalten, dass es für eine Struktur spricht, wenn sie so wenig zusätzliche Enhancement-Instrumente wie möglich aufweist, da dann allein durch die Qualität des Asset-Pools und die Struktur die geringe Ausfallwahrscheinlichkeit für die AAA-Tranche erreicht wird.

### 3.1 Subordination

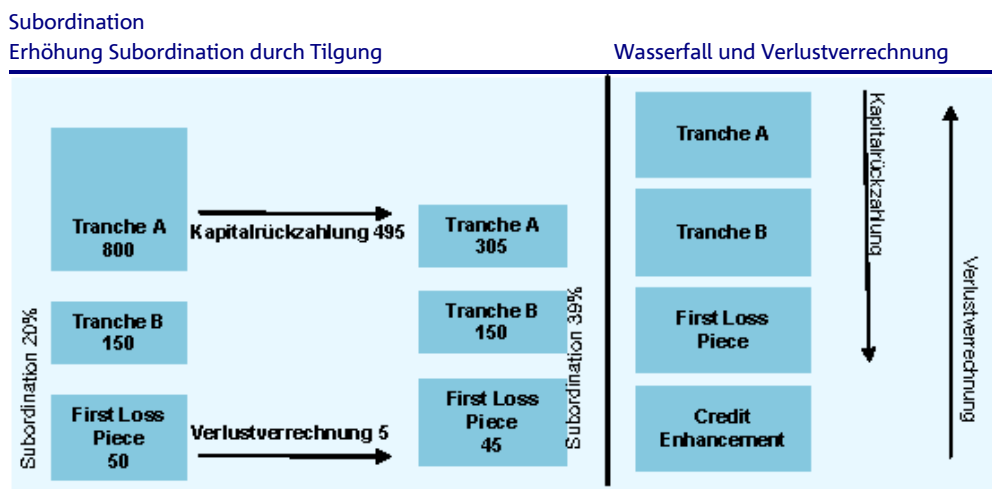
#### ► Nachrangigkeit

Unter „Subordination“ versteht man die Anordnung der Tranchen in einer Rangfolge, wobei die Ansprüche der höheren Tranchen vor der Rückführung der nachrangigen Tranchen befriedigt sein müssen.

Planmäßige und außerplanmäßige Kapitalrückzahlungen im verbrieften Forderungs-Portfolio führen zu einer Rückführung der ausstehenden Anleihen und/oder der Swaps. Dabei werden die nachrangigen Tranchen nur dann zurückgeführt, falls alle Rückzahlungsverpflichtungen der besser gerateten Tranchen bedient wurden.

Verluste werden dagegen zuerst auf die unteren Tranchen angerechnet, so dass dadurch ein Verlustpuffer für die oberen Tranchen vorhanden ist.

So müssen bei einer anfänglich 5%igen Subordination unterhalb einer Tranche absolute Verluste in Höhe von mehr als 5 % des ursprünglichen Transaktionsvolumens anfallen, um einen Verlust innerhalb der Tranche entstehen zu lassen. Bei einer erfolgten teilweisen Tilgung der Struktur bzw. der oberen Tranche erhöht sich der prozentuale Anteil der unteren Tranchen aufgrund ihrer unveränderten gleich bleibenden Größe (falls keine Verluste verrechnet wurden). Bei Verlustverrechnung werden die unteren Tranchen in Höhe des angefallenen Verlustes reduziert.



### 3.2 Liquidity Facility

#### ► Instrumente zur Liquiditätssicherung

Liquiditätsfazilitäten finden in einer Struktur Verwendung, um eventuelle Zahlungsunregelmäßigkeiten auszugleichen. So kann die Fazilität zur Zahlung von Zinsen und Kapital an die Investoren herangezogen werden, falls die Zahlungen aus dem verbrieften Pool hierfür nicht ausreichen. Ebenso finden sie Anwendung bei ABCP-Transaktionen, um eine eventuelle Schwäche im CP-Verkauf aufzufangen und auszugleichen. Liquiditätsfazilitäten stellen durch die Abdeckung von Zahlungsengpässen innerhalb der Struktur eine Verbesserung der Liquidität, jedoch nicht der Bonität der verbrieften Assets dar.

Liquiditätsfazilitäten werden bei Inanspruchnahme zu „Senior Debt“, das heißt sie müssen vorrangig vor allen anderen ausstehenden Verbindlichkeiten bedient werden.

### 3.3 Excess Spread

Excess Spread innerhalb einer Struktur entsteht, wenn die durchschnittliche Marge des verbrieften Portfolios nach Kosten den durchschnittlichen Zinssatz der emittierten Anleihen übersteigt.

Dieser Überschuss-Zins wird in manchen Strukturen gesammelt und zur Abdeckung von Verlusten verwendet. Hierdurch entsteht für Investoren ein zusätzlicher Verlustpuffer. Wichtiges Kriterium ist darüber hinaus, wie lange der Excess-Spread gesammelt wird und der Struktur zur Verfügung steht.

### 3.4 Reserve Fund

#### ► Reserve Account

Zusätzliches Credit Enhancement in einer ABS-Struktur ist ein „Reserve Fund“, worunter man die Ansammlung von Liquidität auf einem „Reserve Account“ versteht.

Zu Beginn einer Transaktion ist deren Reserve Funds häufig nur teilweise „gefunded“ bzw. aufgefüllt und wird während der Laufzeit durch Excess Spread auf die vertraglich

vereinbarte Summe aufgefüllt. Im Gegensatz zur Liquiditätsfazilität steht der Reserve Fund zur Verrechnung mit Verlusten zur Verfügung. So muss erst der Reserve Fund aufgebraucht sein, bevor das First Loss Piece durch Verluste verkleinert wird.

### 3.5 Garantien

#### ► Unterstützung der Verkäuferbonität

Garantien zur Absicherung einzelner Tranchen oder einer kompletten Struktur dienen der Unterstützung der Bonität des Emittenten und des Originator, falls diese in der Meinung der Investoren und Rating Agenturen ein Risiko darstellt oder schlechter ist als das Rating der emittierten Tranche. Insbesondere decken Garantien das Durchleitungsrisiko („Commingling Risk“) ab, das entsteht, wenn die Schuldner an den Originator bezahlen und dieser die erhaltenen Gelder nicht sofort an die Investoren weiterleitet.

Garantien werden häufig durch so genannte Monoline-Insurer oder im Rahmen staatlicher Förderprogramme ausgesprochen. Ein Beispiel hierfür sind die spanischen ABS-Deals, die von einer Garantie des spanischen Staates profitieren.

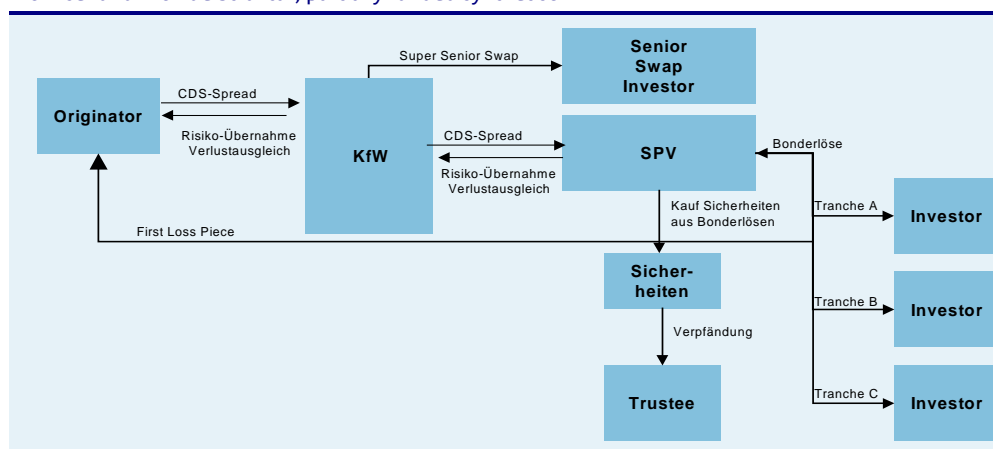
### 3.6 Intermediär

Intermediäre sind direkt an der Struktur beteiligte dritte Parteien zwischen Originator und Investor. Eine Beteiligung ist sowohl bei synthetischen wie auch True Sale Strukturen denkbar.

Der Einsatz von Intermediären bietet sowohl dem Investor als auch dem Originator Vorteile, die vor allem bei bonitätsmäßig guten Intermediären zum Tragen kommen. Beispiel hierfür ist die Beteiligung der KfW an den Promise- und Provide-Strukturen. Durch die Übertragung des Risikos an die KfW erreicht der Originator der Forderungen eine Null-Gewichtung im Grundsatz I für die verbrieften Forderungen. Dies bedeutet, dass für den Betrag dieser Forderungen keine Eigenkapitalunterlegung erfolgen muss, wodurch sich die Eigenkapitalquote sowie der Spielraum für Neugeschäft erhöht.

Auf Seiten der Investoren profitiert der Super Senior Swap Investor dadurch, dass sein Counterpart die KfW ist und nicht der schlechter geratete Originator der Forderungen.

### Promise- und Provide-Struktur, partially funded synthetisch



Quelle: Bayern LB Research

### 3.7 Collateral

#### ► Zusätzliche Sicherungsinstrumente

ABS-Papiere werden zumeist von Emittenten („Originator“) ausgegeben, deren eigenes Rating schlechter als das Rating der besten ABS-Tranche ist. Um dennoch die besten Rating-Klassen in Struktur durchsetzen zu können, ist es aufgrund des vom Originator abhängigen Durchleitungsrisikos unabdingbar, weitere Sicherheiten in die Struktur einzubringen.

Hierzu wird der Emittent häufig verpflichtet, alle Tranchen, die über ein besseres Rating als sein eigenes verfügen, durch werthaltige, gängige Sicherheiten zu unterlegen. Dies sind in der Regel entsprechend geratete Staatsanleihen, die in einem Depot bei einer unbeteiligten Bank verwahrt werden.

### 3.8 Overcollateralisation

Unter Overcollateralisation versteht man die barwertige Überdeckung der Transaktion ausgehend vom Transaktionsvolumen. Dies bedeutet in der Regel, dass ein höherer Nennwert an Forderungen zur Tilgung eines kleineren Volumens an Anleihen zur Verfügung steht. Daraus folgt, dass die emittierten Anleihen auch dann vollständig zurückgezahlt werden können, wenn die verbrieften Forderungen eine um den Faktor der Überdeckung verminderte Rückzahlung aufweisen.

### 3.9 Discount auf die verbrieften Forderungen

Im Falle eines Abschlags („Discount“) auf die verbrieften Forderungen, übersteigt der Nennwert der Forderungen den Nennwert aller emittierten Papiere.

Dies entspricht einer Überbesicherung in Höhe des Discount. Im Gegensatz zur Overcollateralisation erfolgt jedoch hier ein Abschlag auf der Forderungsebene und kein Aufschlag auf den emittierten Betrag.

Der Umfang des Abschlags ist abhängig von der bisherigen Zahlungshistorie dieser Forderungsart, der Zusammensetzung des Forderungsportfolios und eventueller weiterer risikominimierender Strukturelemente.

### 3.10 Trigger

#### ► Sicherungsmechanismen

Trigger sind Sicherungsmechanismen zum Schutz der oberen Tranchen einer Struktur. Darunter versteht man vor allem Grenzwerte, innerhalb derer sich das Portfolio bewegen darf, ohne eine Sanktion auszulösen. Wird einer der Grenzwerte überschritten kommt es zu einem „Trigger Event“.

#### ► Trigger Event

Der Bruch eines Triggers bzw. der Trigger Event, führt häufig zu einer erhöhten Rückzahlungsgeschwindigkeit der oberen Tranchen. Dies kann erreicht werden durch die Umstellung von pro-rata Amortisation auf sequentielle Amortisation oder die vorzeitige Beendigung der Wiederauffüllung des Forderungspools. Die Änderung der Amortisation von pro-rata auf sequentielle Tilgung führt zu einer alleinigen Verrechnung der eingegangenen Zahlungen auf die oberste Tranche bis zu deren vollständiger Tilgung. Die Beendigung der Wiederauffüllung wandelt die Struktur von einer revolvingen in eine statische Struktur, so dass keine neuen Risiken in den Pool eingebracht werden können. Beide Varianten führen zu einer schnelleren Rückzahlung der oberen Tranchen als bei Beibehaltung der bisherigen Rückzahlungsmethode, so dass AAA-Investoren vorzeitig aus dem Risiko entlassen werden.

#### ► Delinquency Trigger

Um eine Verschlechterung des Portfolios zu vermeiden, werden Grenzwerte hinsichtlich Branchen-, Länder- oder Schuldnerkonzentration verwendet. Darüber hinaus finden auch so genannte Delinquency-Trigger Anwendung, die Maximalwerte rückständiger Forderungen angeben.

Die genaue Definition und Grenzwerte der jeweiligen Trigger wird im Offering Circular der Transaktion festgelegt. Im Rahmen des regelmäßigen Reportings ist der Servicer gehalten, Angaben zur Einhaltung der Trigger zu geben und auf einen Bruch hinzuweisen.

## 4 Fälligkeiten

Die Gesamtlaufzeit („legal final maturity“) einer ABS-Transaktion deckt sich mit der längsten im Pool enthaltenen Laufzeit einer Einzelforderung. Nur so ist der Risikotransfer für den Originator der Forderung darstellbar. Dadurch variiert die Gesamtlaufzeit abhängig von der verbrieften Asset-Klasse. Kreditkartenforderungen sind sehr kurzfristig, Immobilienfinanzierungen sehr langfristig.

### ► Unterscheidung Expected und Final Maturity

Alle Transaktionen weisen ein Endfälligkeitsdatum aus, zu dem die Transaktion spätestens zurückbezahlt werden muss. Hierbei unterscheidet man in der Regel zwischen „Expected“ (erwarteter) und „Final“ (finaler) Maturity, wobei die „Final Maturity“ nach der „Expected Maturity“ liegt und somit noch einen Zeitpuffer für die Abwicklung ausgefallener Forderungen darstellt. In dieser Zeitspanne zwischen erwarteter und finaler Fälligkeit soll es dem Servicer gelingen, kurz vor der Expected Maturity ausgefallene Forderungen dem normalen Beitreibungsprozess zu unterwerfen und abzuwickeln. Noch nicht komplett abgewickelte Forderungen nach der Final Maturity werden von einem externen Gutachter bewertet und der entstandene Verlust zur Verrechnung mit den emittierten Anleihen ermittelt, um die Transaktion beenden zu können.

ABS Notes werden entweder in einer Summe am Ende der Laufzeit durch das so genannte „Bullet Payment“ getilgt oder bereits während der Laufzeit in Einzelbeträgen im Rahmen der „Amortisation“.

Abhängig von der Art des „Wasserfalls“, also der Reihenfolge der Kapitalverrechnung auf die Notes, weisen diese unterschiedliche gewichtete Laufzeiten („Weighted Average Life“, „WAL“) aus. Dabei ist die WAL der obersten Tranche in aller Regel kürzer als die der Junior Tranchen, da Cashflows zumeist erst den oberen Tranchen zugerechnet werden. Die gewichteten Restlaufzeiten entsprechen näherungsweise der „Spread-Duration“.

### ► Call-Dates

Viele Strukturen verfügen aufgrund der langen Laufzeiten der verbrieften Forderungen über ein so genanntes Call-Date, also eine Option des Emittenten, die Transaktion vorzeitig fällig zu stellen und zurückzubezahlen. Dieses Call-Date ist in den Transaktionsdokumenten genannt und sollte bei der Berechnung der Rendite eines Investments in diese Struktur immer herangezogen werden.

### ► Clean-up Call

Neben dem Call-Date geben viele ABS-Strukturen dem Emittenten die Möglichkeit des Clean-Up-Calls. Hierunter versteht man die Option, die Transaktion nach dem Abschmelzen auf einen Bruchteil der ursprünglichen Größe, z.B. 10 %, in einer Summe zurückzuführen. Dies resultiert aus dem hohen Anteil an fixen Kosten, die im Umfeld einer ABS-Transaktion anfallen und diese unterhalb eines Minimum-Betrages unwirtschaftlich werden lassen.

## 5 Der Rating - Prozess

Alle öffentlichen ABS-Transaktionen tragen mindestens ein Rating einer der drei großen Rating-Agenturen, „Fitch Ratings“, „Moody’s“ oder „Standard & Poor’s“. Dies gilt gleichermaßen für Asset-Backed Commercial Paper (ABCP) als auch für Asset-Backed Securities (ABS). ABS-Transaktionen verfügen zumeist über zwei Ratings; ABCPs dagegen häufig nur über eines.

### ► Asset-Klassen-abhängige Modellierung

Generell besitzen alle Rating-Agenturen Asset-Klassen-spezifische Modelle, angepasst an die jeweilige zu verbriefende Forderungsart. Die nachstehende Ausführung beschränkt sich jedoch auf die Benennung der geläufigsten Kriterien und Ansätze. Zum Verständnis der relevanten Kriterien sei auf die Ausführungen im Rahmen der Vorstellung spezifischer Asset-Klassen verwiesen.

Neben der Asset-Klasse nimmt auch die Anzahl der Forderungen und die Korrelation zwischen den Schuldern im verbrieften Portfolio großen Einfluss auf die Wahl des Rating-Ansatzes. Die Ermittlung der jeweiligen Ratings und die Höhe der unterschiedlichen Tranchen einer Transaktion ist zudem abhängig von der Verlust-Definition der Rating-Agentur.

Moody’s konzentriert sich bei der Ermittlung von Rating-Stufen auf den erwarteten Verlust der Transaktion, den so genannten „Expected Loss“. Fitch und Standard & Poor’s hingegen bewerten bei ihrer Rating-Ermittlung die Wahrscheinlichkeit der termingerechten Leistung von Zinsen und Tilgung.

### ► Annahmen beeinflussen Rating-Prozess

Zur Ermittlung des Verlustes werden vor dem Rating-Prozess Annahmen zu Wahrscheinlichkeiten verschiedener Szenarien und des daraus resultierenden Verlustes des Portfolios getroffen.

Wichtigste Einflusskriterien für die Risiko-Ermittlung sind dabei neben der Transaktions-Struktur die Tilgungspläne der verbrieften Forderungen, die zugeordneten Sicherheiten, die Wahrscheinlichkeit eines Ausfalls sowie die Dauer der Beitreibung ausgefallener Forderungen.

Zur Ermittlung und Festlegung der Annahmen greifen Rating-Agenturen auf die Analyse des bisherigen Gesamtportfolio-Verlaufs zurück. Hierzu verlangen sie zur Einschätzung des zu verbriefenden Portfolios umfangreiche Datenangaben hinsichtlich des Asset-Pools; darüber hinaus werden auch historische Angaben zu dieser Forderungsart einbezogen. Unter historischen Daten versteht man dabei Datenreihen aus zurückliegenden Jahren, sowohl auf das Gesamtportfolio als auch die ausgewählte Forderungsart bezogen. Historische Daten des Forderungsverkäufers liefern neben Anhaltspunkten über die zu erwartende zukünftige Entwicklung des Portfolios auch Hinweise auf die Erfahrung und die Servicing-Kompetenz des Originators mit dieser Asset-Klasse.

Unabdingbar für die Beurteilung der Zahlungsströme der Transaktion und damit der planmäßigen Rückführung der emittierten Anleihen ist die Tilgungsstruktur der verbrieften Forderungen. Hierbei ist besonders die Qualität und der Umfang des bereitgestellten Zahlenmaterials von Bedeutung. Aufgrund der Rückzahlungsannahmen der einzelnen Tranchen errechnet sich die Duration der Tranche. Dies verdeutlicht die Relevanz exakter Daten, da die Duration ein Haupteinflussfaktor für Investitionsentscheidungen ist. Sollten diese Zahlen nicht im gewünschten Detaillierungsgrad vorliegen, treffen die Rating-Agenturen konservative Annahmen, die den für den Investor ungünstigsten Fall widerspiegeln. Forderungen ohne plausiblen Tilgungsplan werden so als endfällig betrachtet, da diese Tilgungsvariante das höchste Risiko birgt.

Neben der Tilgungsart beeinflussen auch die mit der Forderung verbundenen Sicherheiten sehr stark den Risikogehalt des Portfolios. Bei Ausfall eines Schuldners wird durch diesen üblicherweise kein Kapitaldienst mehr erbracht, so dass die Rückführung der Forderung durch die Verwertung der gestellten Sicherheiten erreicht werden muss. Auch hierbei ist eine gute und stimmige Datenbasis vorteilhaft für die Tranchierung. Nachweise anhand historischer Daten über die Werthaltigkeit der Sicherheiten und deren Durchsetzbarkeit im Verwertungsfall minimieren die Höhe der angenommenen Verluste. Rating-Agenturen weisen sowohl dem besicherten als auch dem unbesicherten Anteil einer Forderung eine bestimmte Beitreibungsquote zu, die umso höher ausfällt, je stichhaltiger und nachweisbarer die bisher durch den Forderungsverkäufer erzielten Werte sind.

Zur Bestimmung des wahrscheinlichen Verlusts eines Portfolios werden Annahmen über die Ausfallwahrscheinlichkeit jedes einzelnen Schuldners getroffen. Eine Differenzierung auf Forderungsebene ist hierbei nicht nötig, da erfahrungsgemäß bei Ausfall eines Schuldners alle Forderungen betroffen sind. Die Bestimmung dieser Ausfallwahrscheinlichkeit oder „Default Frequency“ wird idealerweise anhand externer Ratings erstellt. Sollten diese jedoch nicht vorliegen, kann anhand einer internen Risikoeinschätzung des Forderungsverkäufers, z.B. bankeigenes Rating-System, eine Bewertung erfolgen. Hierzu ist eine genaue Prüfung der internen Rating-Ermittlung durch die Rating-Agentur und ein so genanntes „Mapping“ nötig. (s. hierzu auch Due Diligence). Liegen weder externe noch interne Ratings vor, müssen so genannte „Schattenratings“ erstellt werden. Je nach Umfang des Portfolios werden hierbei alle oder nur ausgewählte Schuldner betrachtet. Die Einzelausfallwahrscheinlichkeiten werden dann zu einem gewichteten Durchschnitt verdichtet und können bei Investitionsüberlegungen mit den Werten anderer Transaktionen verglichen werden.

Neben der Wahrscheinlichkeit des Ausfalls ist für die Berechnung des auf einzelne Tranchen entfallenden Verlusts auch die Dauer der Beitreibung relevant. Je länger die Dauer der Beitreibung, desto später erfolgt die Verlustverrechnung auf die Investoren. Die Abwicklung ausgefallener Forderungen umfasst in Deutschland erfahrungsgemäß einen Zeitraum von 2 Jahren. Dies gilt jedoch nur als Anhaltspunkt und variiert stark nach der Art der verbrieften Forderungen und der Sicherheiten. Je länger die Dauer der Beitreibung der Forderungen, desto länger die Zeitspanne bis zur Verlustverrechnung

und damit der Reduzierung des ausstehenden Emissionsvolumens durch die Verluste, die so genannten „Losses“. Investoren erhalten dadurch über einen längeren Zeitraum Zinszahlungen auf einen höheren ausstehenden Betrag als bei sofortiger Verlustverrechnung und damit sofortiger Reduzierung der Tranche.

Jedes dieser Elemente wird im Rahmen der Rating-Einschätzung verschiedenen Stress-Szenarien unterworfen und diese mit einer Eintrittswahrscheinlichkeit belegt. Dadurch lässt sich für jede absolute Verlusthöhe eine Wahrscheinlichkeit ermitteln. Dies erfolgt je nach Umfang des Portfolios durch unterschiedliche statistische Verfahren, wie Binomial-Verteilung oder Monte-Carlo-Simulation.

► **Expected Loss= Forderung \*EDF\*LGD**

Die erwartete Verlusthöhe ergibt sich dabei aus dem Produkt der Gesamtforderung, der Ausfallwahrscheinlichkeit („Expected Default Frequency“, EDF) und dem nicht mehr bezutreibenden Anteil („Loss given default“, LGD).

$$\text{erwarteter Verlust} = \text{Ausstehender Betrag} * \text{EDF} * \text{LGD}$$

### 5.1.1 Due Diligence

Unter einer Due Diligence versteht man die Prüfung der Geschäftsabläufe im Hause des Originators durch die Rating-Agenturen.

Hierbei werden den Prüfern alle für die Vergabe und die Verwaltung sowie die Beitreibung der Forderungen relevanten Abläufe und Vorschriften vorgestellt. Von besonderer Bedeutung sind vor allem die Vorgaben über Genehmigung und die Verwaltung der Forderung, die Erfahrung der Mitarbeiter, die Überwachung und das Frühwarnsystem bezüglich etwaiger Leistungsstörungen, die Dauer der Abwicklung ausgefallener Forderungen und die Höhe der „Recovery Rate“. Unter Recovery Rate versteht man dabei den Anteil der Forderungen, der bei einer Beitreibung der Forderungen zurückbezahlt wird.

► **System- und Prozessprüfung vor Ort**

Vorteilhaft sind hierbei diejenigen Systeme, die eine genaue Risikoeinschätzung des Schuldners beim Abschluss des Kreditvertrages ermöglichen. Deshalb wird ein eventuell vorhandenes internes Rating-System und die Ermittlung der jeweiligen Rating-Stufe mit den Ansätzen der Rating-Agenturen verglichen. Bei zufrieden stellendem Ergebnis lässt sich so das interne Rating des Forderungsverkäufers auf ein Agentur-Rating übertragen, man bezeichnet dies als „Mapping“. In die Beurteilung interner Rating-Systeme fließen die Berechnungsgrundlagen, die verwendeten mathematischen Verfahren sowie der Umfang verwendeter Zeitreihen ein.

Neben der korrekten Einschätzung des Kundenrisikos durch interne Systeme stehen insbesondere die Vergaberichtlinien und die Erfahrung der verantwortlichen Mitarbeiter im Fokus der Due Diligence. Es ist vorteilhaft, wenn die Entscheidungskompetenz der Mitarbeiter ihrer Erfahrung und dem Rating des Kunden angepasst ist, um Fehleinschätzungen bei der Kreditvergabe zu verhindern. Vor allem die Vorgehensweise bei

unterschiedlichen Meinungen von Markt und Marktfolge und die Eskalationswege hierfür werden einer Prüfung unterzogen.

Nach Abschluss des Kreditvertrages hat die Überwachung des Eingangs der vertragskonformen Zins- und Tilgungsleistungen direkten Einfluss auf die Verlustschwere. Zeitnahe Informationen über Zahlungsstörungen bei der Kreditrückführung ermöglichen ein schnelles Gegensteuern und eventuell die Lösung der Liquiditätsprobleme des Kunden bevor es zu einem Ausfall kommt.

► **Mahnwesen und  
Abwicklung**

Sollte es trotzdem zu weiteren Zahlungsstörungen und dem Ausfall des Kunden kommen, kann durch eine enge Überwachung, das so genannte „Monitoring“ eine optimale Verwertung der gestellten Sicherheiten vorgenommen werden. Bei Verschleppung der Abwicklung der Forderungen kann es durch ein verschlechtertes Marktumfeld zu Mindererlösen kommen. Bei der Betrachtung der Beitreibungsfähigkeiten des Forderungsverkäufers spielen deshalb die Organisation der Abwicklungsabteilung und die Vorgaben für die Mitarbeiter eine entscheidende Rolle. Ein automatisches Mahnwesen dient vor allem dem schnellen Erkennen von Zahlungsstörungen und der Entlastung der Mitarbeiter und ist deshalb vorteilhaft für den Überwachungsprozess verbriefteter Forderungen. Bei Eintritt des Ausfalls ist es zudem förderlich, die Kundenverbindung zeitnah innerhalb einer speziellen Abwicklungseinheit zu betreuen und damit Spezialistenwissen zur optimalen Forderungsverwertung zu bündeln. Der Umfang des zu betreuenden Kundenportfolios hat dabei ebenso einen Einfluss auf die Effizienz der Abwicklung wie die Erfahrung des Mitarbeiters und die Qualität des EDV-Systems. Diese Punkte werden deshalb im Rahmen einer Due Diligence sorgfältig beleuchtet.

Wie bereits angeführt hat die Dauer der Abwicklung bis zur endgültigen Beitreibung oder der Abschreibung der Forderung direkten Einfluss auf die Verlusthöhe der emittierten Anleihen. Es ist deshalb durch eine Due Diligence zu prüfen, wie lange diese Zeitspanne und wie effizient die Beitreibung der Forderung ist. So ist eine schnelle Beitreibung zwar wünschenswert, jedoch nicht zu Lasten der Verwertungsquote. Hierbei die richtige Balance zu finden, ist Ausdruck der Kreditkompetenz des Forderungsverkäufers.

Die durch die Due Diligence gewonnenen Erkenntnisse veranlassen die Rating-Agenturen mitunter zu gewissen Auflagen zur Verbesserung der Strukturen. Insbesondere sei hier auf die Bestellung eines Ersatz-Servicers hingewiesen oder die Beschränkung der Transaktion auf ausgewählte Forderungsarten, Ratingklassen oder Regionen.

Die Due Diligence dient damit nicht nur der besseren Einschätzbarkeit des zu verbrieften Forderungs-Portfolios, sondern auch der Fähigkeiten des Originators und Servicers. Zudem soll im Rahmen der Due Diligence überprüft werden, ob es sich bei dem fraglichen Portfolio um einen repräsentativen Ausschnitt des Gesamtforderungs-Portfolios des Originators handelt oder ob es eventuell bei der Selektion der Kredite zu einem unzulässigen „Cherry Picking“ zugunsten des Originators kam.

Ist der Originator gleichzeitig der Servicer der Assets, ist eine Gleichbehandlung der verbrieften Forderungen mit nicht verbrieften gleichartigen Forderungen essentiell. In diesem Zusammenhang sei auf die „Moral Hazard“-Problematik verwiesen, die eine strikte Trennung zwischen Sachbearbeiter und Servicer hinsichtlich der verbrieften Forderungen verlangt. Falls der Originator der Forderungen der Servicer ist, verbleibt die Bearbeitung in der Regel beim bisherigen Sachbearbeiter. Um eine Gleichbehandlung verbriefteter mit unverbrieften Forderungen zu gewährleisten, ist es unabdingbar, dass der Sachbearbeiter keine Kenntnis darüber erlangen kann, welche seiner Forderungen verbrieft wurden. Das Servicing des Forderungspools muss dagegen in einer von Markt- und Marktfolge getrennten Einheit erfolgen.

### **5.1.2 Monitoring durch Rating-Agenturen**

#### ► Jährliche Überwachung

Nach der Erteilung eines Ratings für die einzelnen Tranchen der Transaktion überwachen die Rating-Agenturen den Verlauf und die Entwicklung des Portfolios. Ausschlaggebend hierfür sind die bei der Rating-Ermittlung getroffenen Annahmen und deren Einhaltung. Emittenten werden zur Erstellung so genannter „Investor-Reports“ verpflichtet, die Auskunft über den aktuellen Zustand der verbrieften Forderungen sowie deren Verhalten in der Vergangenheit geben.

Zusätzlich zur Auswertung der Daten der Investor-Reports führen die Rating-Agenturen regelmäßig Zusatzauswertungen bezüglich spezieller Branchen, Märkte und Forderungsarten durch.

Investor-Reports werden üblicherweise monatlich oder quartalsweise erstellt und enthalten Informationen zu den Cashflows im Portfolio, den Rating-Veränderungen, aufgetretenen Zahlungsrückständen, entstandenen Ausfällen und der Verteilung des Portfolios nach vorher definierten Kriterien. Besonders beim Investment in eine bereits bestehende Struktur geben die Investor-Reports sehr detailliert Auskunft über die Entwicklung des Portfolios und die Einhaltung der vorgegebenen Grenzen. Jedoch gibt es keine Vorschriften bezüglich der Ausgestaltung dieser Reports, so dass diese sich von Emittent zu Emittent sehr stark unterscheiden. Generell sind umfangreichere Reports vorteilhafter, die Daten auch über die Mindestanforderung hinaus enthalten und in gut lesbarer Form präsentieren. Einige Emittenten veröffentlichen die Reports auf Bloomberg, wo sie auch von potenziellen Investoren abgerufen werden können.

## 6 Beteiligte Parteien

### 6.1 Originator

#### ► Ursprünglicher Gläubiger

Der Originator ist der ursprüngliche Gläubiger der verbrieften Forderungen.

Die Verbriefung führt zu einer Reduktion des Risikos auf Seiten des Originators und im Rahmen einer True Sale Struktur zudem bei Beginn der Transaktion zu einem Liquiditätszufluss, ohne die abschließende Beitreibung der Forderungen abwarten zu müssen.

Durch die Loslösung der Forderungen vom Originator liegt das Risiko einer ABS-Struktur überwiegend im verbrieften Pool. Die Bonität des Originators spielt nur dahingehend eine Rolle, dass Zahlungen der Schuldner zumeist weiterhin an den Originator geleistet werden und damit ein Durchleitungsrisiko besteht. Diesem Durchleitungsrisiko begegnet man durch regelmäßige Transfers der Tilgungs- und Zinsleistungen auf ein Transaktionskonto bei einer strukturunabhängigen Bank. Bei synthetischen Transaktionen entfällt dieses Risiko, da es hier nur zu Zinszahlungen zwischen Originator und SPV kommt.

### 6.2 Servicer

#### ► Verwalter

Der Servicer übernimmt die Beitreibung der verbrieften Forderungen und bei rückständigen Forderungen das Mahnwesen. Zudem fällt das regelmäßige Reporting über den Verlauf der Transaktion in den Zuständigkeitsbereich des Servicers.

Häufig erfolgt das Servicing der Transaktion durch den Originator, so dass sich im Außenverhältnis Originator - Kunde keine Veränderung ergibt.

Es etablierten sich jedoch auch so genannte Special Servicer, die vom Originator unabhängig sind und deren Hauptgeschäftszweck in der Abwicklung verbriefteter Portfolios besteht.

### 6.3 Treuhänder

#### ► Trustee

Der Treuhänder, auch „Trustee“ genannt, fungiert im Rahmen einer ABS-Transaktion als Vertreter der Investoren-Interessen und garantiert die Einhaltung eines vertragskonformen Ablaufs.

Es handelt sich hierbei zumeist um Wirtschaftsprüfer, die von Originator und anderen Strukturbeteiligten unabhängig sind. Der Trustee ist vertraglich zur Einhaltung einer Sorgfalt wie für eigene Angelegenheiten verpflichtet und haftet für Vertragsbrüche.

Zur Überprüfung der Konformität der erstellten Reports, Unterlagen und Portfolio-Verzeichnisse werden die entsprechenden Unterlagen an den Treuhänder oder

„Trustee“ gesandt. Nach dessen Freigabe erfolgt dann die Verteilung an die Empfänger.

Insbesondere aus datenschutzrechtlichen Gründen ist der Einsatz eines Trustees unabdingbar. So werden kundenspezifische Daten zur Überprüfung der Konzentrationskriterien an den Treuhänder übermittelt und nach Verifizierung anonymisiert an die jeweiligen anderen Empfänger dieser Information.

Hauptaufgaben des Treuhänders sind unter anderem die Überprüfung der erstellten regelmäßigen Reports, die Anerkennung von Ausfällen, Verifizierung abgerechneter Verluste und die Verwaltung der transaktionsimmanenten Sicherheiten.

Weiterhin werden die gekauften Sicherheiten bei synthetischen Transaktionen sowie die Geldeingangskonten an den Treuhänder verpfändet, um den Investoren über ihn eine Zugriffsmöglichkeit auf die eingegangenen Zahlungen einzuräumen. Im Insolvenzfall des Forderungsverkäufers kann der Trustee somit auf die Cashflows aus dem verbrieften Portfolio zugreifen, ohne dass eine Aufrechnung dieser Guthaben mit Verbindlichkeiten des Forderungsverkäufers möglich wäre.

#### 6.4 Rating-Agentur

► Siehe auch Seite 17

Die Rating-Agenturen vergeben entsprechend ihrer Einschätzung des Verlustrisikos Risikobewertungen in Form von „Ratings“ für die einzelnen Tranchen einer Struktur. Sie überwachen diese durch ein regelmäßiges „Monitoring“ und ändern gegebenenfalls das Rating der einzelnen Tranchen.

#### 6.5 Rechtsanwälte

Die Komplexität der Strukturen verlangt nach entsprechender rechtlicher Ausgestaltung der Transaktions-Dokumente und den Einsatz entsprechend qualifizierter Rechtsanwälte.

► Offering Circular als zentrales Dokument

Das Kern-Dokument einer ABS-Transaktion ist der „Offering Circular“, der die wesentlichen Elemente der Struktur zusammenfasst. Neben dem Offering Circular kommt dem Emissions-Prospekt aufgrund der Prospekthaftung große Bedeutung zu. ABS-Papiere werden zumeist an einer Börse notiert und unterliegen dadurch den entsprechenden Auflagen.

Die rechtliche Ausgestaltung der synthetischen Risikotransfer-Instrumente wie Swaps und Garantien orientiert sich soweit möglich an marktüblichen Standards.

Bei True Sale Strukturen wird der Übertrag des Risikos durch Kaufverträge geregelt, die jeweils individuell ausgestaltet werden können.

## 6.6 Special Purpose Vehicle

### ► SPV

Das „Special Purpose Vehicle“ bzw. die „Special Purpose Entity“ wird auch als Einzweckgesellschaft bezeichnet, da ihr alleiniger Geschäftszweck im Ankauf der Forderungen bzw. der Übernahme des Risikos besteht.

Das SPV emittiert daraufhin als Gegenposition des übernommenen Risikos Anleihen am Kapitalmarkt. Die Bilanz des SPVs besteht deshalb nur aus strukturbedingten Positionen, im Minimalfall sind dies nur die angekauften Forderungen und die emittierten Anleihen. SPVs werden zumeist in steuerlich begünstigten Jurisdiktionen wie Irland, den Kanalinseln oder Luxemburg gegründet. In jüngster Zeit kommen auch deutsche SPVs zum Einsatz.

## 6.7 Sponsoren einer ABS-Transaktion

### ► Unterstützer

Sponsoren unterstützen durch ihr Engagement innerhalb der Struktur die Attraktivität der Transaktion. Hierbei können sich auch Parteien als Sponsoren beteiligen, die bereits an anderer Stelle der Struktur involviert sind.

So demonstrieren Originator häufig durch den Eigenbehalt der untersten Tranche ihr Vertrauen in die Struktur. Da Verluste zunächst auf die unterste Tranche, das so genannte „Equity“ oder „First Loss Piece“, verrechnet werden, treten Verluste durch den Eigenbehalt beim Originator auf, so dass hierdurch ein Anreiz zur Verlustvermeidung geschaffen wird.

Weitere Formen des Sponsoring sind unter anderem die Gewährung von Darlehen und Liquiditätslinien an das Special Purpose Vehicle sowie das jederzeitige „Market Making“ für die emittierten Anleihen.

Bei ABCP-Strukturen stellt der Emittent zumeist Liquiditätslinien und Überziehungslimite und tritt als Swap-Counterpart für Zins- und Währungsswaps auf.

Zunehmend treten auch Staaten oder Regionalregierungen als Sponsoren einer ABS-Transaktion auf. Durch das in der Regel sehr gute Rating des Sponsors profitiert der Emittent durch ein besseres Tranching und damit eine kostengünstigere Refinanzierung. Motivation des Sponsors ist dabei die Förderung des Neugeschäfts beim Originator, z.B. die Mittelstandsförderung bei den spanischen SME-Transaktionen, die durch eine Garantie des spanischen Staates unterstützt werden.

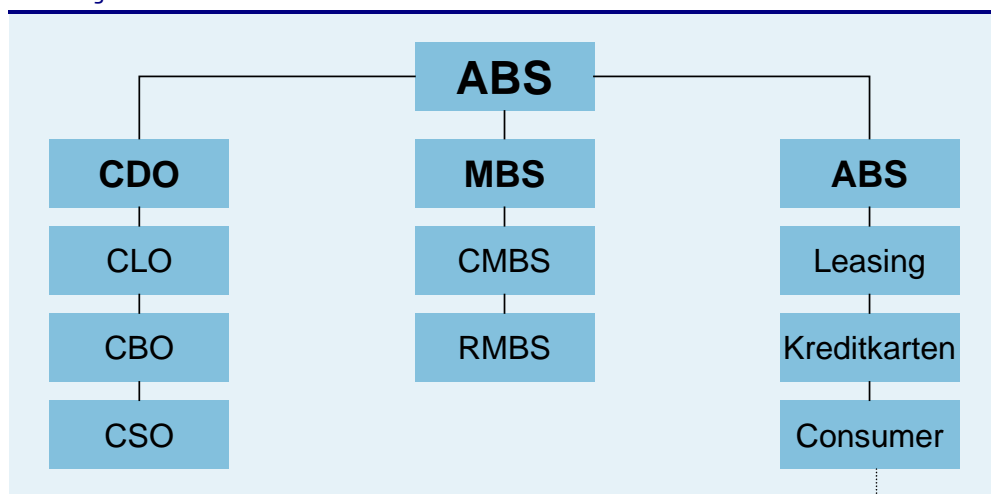
## 7 Asset-Klassen

ABS-Transaktionen werden nach der Art der verbrieften Forderungen verschiedenen Klassen zugeordnet, die jeweils forderungsspezifische Eigenheiten aufweisen.

Nachfolgend sollen die geläufigsten Asset-Klassen näher beleuchtet werden. Die unterschiedlichen Asset-Klassen kommen in differenzierter Ausprägung in den europäischen Ländern vor. Zur Besonderheit der einzelnen Märkte sei auf das Kapitel „Die europäischen Länder“ (ab Seite 42) verwiesen.

Generell ist es vorteilhaft, einen möglichst homogenen Forderungspool mit einheitlicher Jurisdiktion zu verbriefen. Je unterschiedlicher die zu verbriefenden Forderungen und je uneinheitlicher die Jurisdiktionen, desto komplexer die Struktur und die Risikobewertung.

Einteilung ABS nach Asset-Klassen



Quelle: Bayern LB Research

### 7.1 MBS

Unter MBS versteht man „Mortgage Backed Securities“, die Verbriefung von Immobilienfinanzierungen, die in einem Portfolio gebündelt werden und deren Risiken durch die Emission von Wertpapieren an den Kapitalmarkt transferiert werden.

#### ► Commercial und Residential

Zur feineren Unterteilung betrachtet man die Art der Immobilienfinanzierung und spricht bei privatem Charakter der Forderungen von RMBS „Residential Mortgage Backed Securities“ und bei gewerblichem Ursprung der Forderungen von CMBS „Commercial Mortgage Backed Securities“.

### 7.1.1 RMBS

RMBS-Strukturen übertragen das Risiko privater Immobilienfinanzierungen.

Aufgrund der relativ geringen Größe der Einzelforderungen bestehen die Portfolien aus sehr vielen Forderungen, um die für eine Verbriefung optimale Mindestgröße zu erzielen. Deshalb zeichnen sich RMBS-Portfolien durch eine hohe Granularität bzw. eine geringe Einzelschuldnerkonzentration aus.

Die Rückzahlung der zugrunde liegenden Forderungen hängt direkt von der Zahlungsmoral der Schuldner ab. Im Falle des Ausfalls des Schuldners wird das Darlehen entweder durch Verwertung der Immobilie oder weiterer Sicherheiten, z.B. Mietabtretungen, zurückgeführt.

Aufgrund der hohen Anzahl der verbrieften Forderungen wird zur Bewertung der Struktur keine Einzelschuldner-Betrachtung vorgenommen, sondern der Risikogehalt durch stochastische Verfahren ermittelt.

Rating-Agenturen verfügen über spezielle Modelle, die üblicherweise an das Ursprungsland der Forderungen angepasst sind. In der Regel wird ein Benchmark-Darlehen oder -Portfolio definiert und Abweichungen des vorliegenden Portfolios hiervon je nach Sachlage belohnt oder bestraft.

Wichtigste Kriterien zur Einschätzung des Risikos sind der Beleihungsauslauf, die Art der Immobilie, die geographische Lage des Objektes und die Nutzungsart der Immobilie.

Grundsätzlich ist ein möglichst niedriges Verhältnis von Darlehensbetrag zu Immobilienwert vorteilhaft, da hierbei das Darlehen auch im Falle einer Verwertung bei ungünstigen Marktkonditionen aus dem Verkauf der Immobilie bedient werden kann.

Bezüglich der Art und der Nutzung der Immobilie sollten idealerweise selbstgenutzte Immobilien fremdvermieteten Objekten und Einfamilienhäuser Mehrfamilienhäusern vorgezogen werden. Fremdvermietete Immobilien weisen historisch eine höhere Ausfallquote auf als eigengenutzte, ebenso schätzen Marktteilnehmer das Risiko bei Mehrfamilienhäusern aufgrund schwieriger Verwertbarkeit als höher ein.

Im Hinblick auf die geographische Verteilung der Objekte innerhalb eines Landes sollte sich diese der Bevölkerungsverteilung anpassen oder sich auf die wirtschaftlich stärkeren Regionen konzentrieren.

Bei Einzelobjektbetrachtung erweist es sich als vorteilhaft, Großstadt- und Stadtrandlagen, vor allem bei hochpreisigen Objekten, ländlichen Regionen vorzuziehen, da man sonst bei einer Verwertung der Immobilie aufgrund der begrenzten Käuferbasis mit Abschlägen rechnen muss.

► **Niedrigstes Enhancement aller Asset-Klassen**

RMBS-Transaktionen weisen von allen Forderungsarten das niedrigste Credit Enhancement auf, woraus sich schließen lässt, dass das Risiko innerhalb der Portfolios als sehr niedrig eingeschätzt wird.

Bei der Investition in laufende Transaktionen sollte das Augenmerk verstärkt auf die aktuelle Wertentwicklung des Portfolios gelegt werden. Vergleichsindikatoren sind hierbei vor allem die Höhe der rückständigen Zahlungen („Delinquencies“), die aufgetretenen Verluste sowie die Verteilung des Portfolios nach den o.g. Kriterien.

Insbesondere sollte auf die Veränderung der Verteilung der Bonitäten der Schuldner geachtet werden. Eine starke Verschlechterung der Ratings kann ein Indikator für drohende zukünftige Ausfälle der Schuldner sein.

Wichtigster Einflussfaktor auf die Werthaltigkeit der verbrieften Sicherheiten ist die „Recovery Rate“ ausgefallener Forderungen. Unter Recovery Rate versteht man die „Verwertungsrate“ oder den Prozentsatz, der bei einer ausgefallenen Forderung durch die Vollstreckung der Sicherheiten und in das Vermögen des Schuldners erhalten wurde.

Aufgrund der langen Laufzeit der verbrieften Forderungen weisen die meisten RMBS-Transaktionen eine Call-Option auf, die dem Issuer das Recht gibt, die Struktur ab dem Datum der Call-Option fällig zu stellen und die ausstehenden Anleihen zurückzuführen. Rendite-Berechnungen sollten deshalb immer auch die Wahrscheinlichkeit der Call-Ausübung berücksichtigen und in die Berechnung einfließen lassen. Eine Ausübung des Calls ist relativ wahrscheinlich, wenn die Refinanzierung der ausstehenden Transaktion für den Emittenten im aktuellen Marktumfeld günstiger ist. Dies kann zum Einen aufgrund eines gesunkenen Zinsniveaus vorteilhaft sein, zum Anderen trägt auch die Implementierung neuer Strukturelemente oder eines besseren Tranchings aufgrund der guten Performance bestehender Transaktionen zu einer Verbilligung bei.

### **7.1.2 CMBS**

Der Begriff Commercial Mortgage Backed Securities umfasst die Verbriefung gewerblicher Immobilienfinanzierungen, darunter auch Bauträgerfinanzierungen, Sale-and-Lease-Back-Transaktionen und Projektfinanzierungen.

Bei CMBS-Transaktionen unterscheidet man typischerweise nach der Anzahl der Schuldner und der finanzierten Objekte. Multi-Borrower-Strukturen sind Transaktionen mit mehreren Schuldnern, wohingegen Single-Borrower-Strukturen nur die Darlehen eines Schuldners verbrieften. Ebenso verhält es sich bei der Anzahl der Objekte. Single-Property-Transaktionen verbrieften nur ein Objekt, Multi-Property-Transaktionen hingegen unterschiedliche Objekte. Beide Objekt- und Schuldner-Varianten können miteinander kombiniert werden, wobei Single-Property-Single-Borrower-Transaktionen die höchste Konzentration aufweisen und Multi-Property-Multi-Borrower-Strukturen die höchste Granularität.

► **Kapitaldienst durch  
Objekte zu erbrin-  
gen**

In Abgrenzung zu anderen gewerblichen Finanzierungen mit Immobilienbesicherung entsteht beim CMBS der Cashflow für die Zins- und Tilgungsleistungen zum überwiegenden Teil aus der Immobilie und nicht durch eine eventuelle anderweitige Geschäftstätigkeit des Schuldners.

Bei der Beurteilung von CMBS-Transaktionen ist es daher unabdingbar, Informationen über die Immobilie, die daraus resultierenden Kapitalflüsse, die Mieterstruktur und das Marktumfeld zu berücksichtigen.

Dabei sind durch geratete solvente Mieter genutzte Objekte eigengenutzten vorzuziehen, sofern die Mietverträge längerfristig zu aktuellem Mietmarktniveau abgeschlossen wurden.

So profitiert eine Transaktion von gut gerateten oder staatlichen Mietern, die einen langfristigen Mietvertrag abgeschlossen haben und damit langfristige stetige Mieteinnahmen garantieren. Dies erleichtert den Wiederverkauf im Falle einer Zwangsverwertung, da durch langfristige Mietverträge der Ertrag der Immobilie gesichert ist und damit der Ertragswert erhöht wird.

Weiterhin sollte darauf geachtet werden, dass die Mieteinnahmen an den Darlehensgeber verpfändet wurden und/oder das Mieteingangskonto bei diesem geführt wird. Dies erleichtert den Zugriff auf die Mieteinnahmen und minimiert das Risiko des Kapitalrückbehalts durch andere Gläubiger bzw. den Schuldner.

CMBS-Transaktionen sind durch starke Konzentrationen gekennzeichnet. Dies resultiert aus den hohen Darlehenssummen und der geringen Zahl der Schuldner. Dadurch liegt das geforderte Credit Enhancement bei CMBS-Transaktionen in der Regel deutlich über dem der RMBS-Transaktionen.

Bei einem Investment in eine bestehende CMBS-Transaktion ist es sehr wichtig, die bestehende Tilgungsgeschwindigkeit und hierbei den Anteil vorzeitiger Rückzahlungen, die sogenannte Constant Prepayment Rate (CPR) zu betrachten. Durch die geringe Anzahl der Schuldner kann es schon bei der vorzeitigen Rückzahlung eines Schuldners zu einem extremen Abschmelzen der gekauften Tranche kommen. Dies ist insbesondere bei Preisen über Pari relevant, da sich hierdurch eine negative Auswirkung auf die Rendite ergibt.

## 7.2 CLO

### ► Forderungen gegenüber Unternehmen

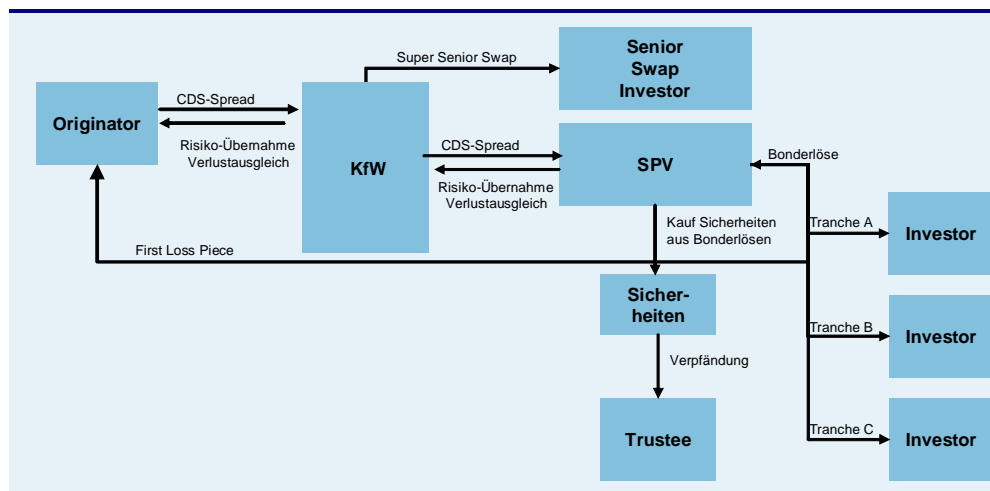
Unter einem „CLO“ versteht man eine „Collateralised Loan Obligation“, also eine Verbriefung von Darlehen, bei denen es sich in der Regel um Unternehmenskredite handelt. Die Forderungen sind typischerweise durch marktübliche Sicherheiten, wie Grundschulden, Abtretungen oder Verpfändungen, unterlegt.

### 7.2.1 SME-CLO

Werden Forderungen gegenüber mittelständischen Unternehmen verbrieft, spricht man von einem „SME-CLO“; SME steht hierbei für „small and medium sized enterprises“.

In Deutschland dominiert bei SME-CLOs die durch die KfW geförderte Promise-Struktur. Hierin wird das Risiko der Unternehmenskredite synthetisch über einen Credit Default Swap (CDS) oder eine Garantie an die KfW übertragen, die wiederum das Risiko durch einen „Super-Senior-Swap“ und synthetische Übertragung an ein SPV am Kapitalmarkt platziert.

#### Promise- und Provide-Struktur



Quelle: Bayern LB Research

Auch in den anderen europäischen Ländern ist diese Asset-Klasse weit verbreitet, vor allem in Spanien wurde 2005 ein großes Volumen in SME-CLOs verbrieft.

Die bisherigen SME-CLOs weisen sehr granulare und damit kleinteilige Portfolien mit einer vorteilhaften Verteilung nach Branchen, Regionen und Laufzeiten auf. Die Mehrzahl der Deals wird revolving emittiert, das heißt getilgte Darlehensteile können durch neue Forderungen aufgefüllt werden. Dadurch erhöht sich der absolute Betrag der Verbriefung um die Höhe der bei Wiederauffüllung eingebrachten Forderungen. Bei der Betrachtung des Portfolios muss dies mit berücksichtigt werden; ebenso wie die Entwicklung im Portfolio hinsichtlich der wichtigsten Risikofaktoren. Hierzu zählen ins-

besondere die Rating-Verteilung, die Branchen-Diversifizierung, die geographische Verteilung und die Höhe der rückständigen und ausgefallenen Forderungen.

### 7.2.2 *Mezzanine-Strukturen*

#### ► Neue Strukturvariante

Neuerdings setzen sich zunehmend so genannte „Mezzanine-Transaktionen“ durch.

Hierbei handelt es sich um die Verbriefung von Mezzanine-Darlehen an mittelständische Unternehmen. Die größte Besonderheit der Darlehen ist die Verwendung von Strukturelementen, die eine Klassifizierung als Eigenkapital möglich machen. Die Zinsen für diese Finanzierungsform sind jedoch wie bei Fremdkapital steuerlich absetzbar.

Aufgrund der begrenzten Anzahl der verbrieften Forderungen ergibt sich bei den Mezzanine-Strukturen eine deutlich höhere Konzentration innerhalb des Portfolios. Zudem handelt es sich bei den verbrieften Forderungen um Nachrang-Darlehen, so dass die Verlust-Quote bei einem Ausfall deutlich über der von SME-CLOs liegt. Die Rating-Agenturen setzen bei ihren konservativen Berechnungen eine Verlust-Quote von 100 % an und gehen damit von einem Totalverlust bei Ausfall aus.

Im Gegensatz zu herkömmlichen CLOs werden die Darlehen für Mezzanine-Deals häufig nur wegen der Aussicht auf eine baldige Verbriefung begeben. Daraus resultiert zwangsläufig eine geringe bisherige Laufzeit der Forderungen („Seasoning“) und das Fehlen aussagekräftiger historischer Ausfallzahlen.

Ein weiterer Risikofaktor bei Mezzanine-Transaktionen liegt in der Struktur der verbrieften Darlehen. Sie werden in der Regel endfällig zum Ende der Transaktionslaufzeit begeben. Dadurch erhält der Investor während der Laufzeit der Transaktion nur Zinszahlungen und das Rückzahlungsrisiko verbleibt bis zum Ablauf der Transaktion in voller Höhe bestehen. Deshalb sollte bei einer Investition in diese Strukturen eine Einschätzung der wirtschaftlichen Situation zum Ablauf der Transaktion vorliegen.

### 7.2.3 *Allgemeine Kriterien*

Bei der Betrachtung des Risikos von CLO-Varianten ist es unabdingbar auch die gesamtwirtschaftliche Lage einzubeziehen. Historische Zahlen zeigen eine positive Korrelation von Unternehmensinsolvenzen der jeweiligen Volkswirtschaft und der Höhe der Ausfälle im Portfolio.

#### ► Sekundär-Investments

Bestehende Portfolios sind darüber hinaus auf die Höhe der aufgetretenen Verluste sowie die Recovery Rate der abgerechneten Verluste zu überprüfen. Diese geben Aufschluss darüber, ob die ursprünglichen Einschätzungen bei Emission gehalten werden konnten oder für Zukunftsbetrachtungen angepasst werden sollten.

Weitere Indikatoren für die Entwicklung des Portfolios sind die Wiederauffüllung und die Einhaltung der „Trigger“. Trigger werden als Überwachungsinstrumente eingebaut, um einer Fehlentwicklung des Portfolios insbesondere bei einer Wiederauffüllung entgegenzuwirken.

Revolvierende Transaktionen verfügen über eine Vielzahl an Triggern und Konzentrations-tests, die das Risiko eines Portfolios auch nach einer Wiederauffüllung in gewissen Grenzen halten sollen. Erwähnt seien hier insbesondere Grenzwerte bezüglich einer maximalen Höhe an Zahlungsverzügen, an Ausfällen, hinsichtlich der Branchenkonzentrationen oder der regionalen Verteilung.

Sollte die Wiederauffüllungsmöglichkeit für den Emittenten bereits vorzeitig aufgrund der Entwicklung des Portfolios erloschen sein, ist dies als negativ anzusehen.

### 7.3 Leasing

Im Rahmen von Leasing-Transaktionen werden Leasing-Forderungen aus dem Mobilien-Leasing verbrieft.

Hierbei unterscheidet man zwischen homogenen Portfolios, z.B. reinen Auto-Leasing-Portfolios, und gemischten Portfolios, die Leasing-Forderungen unterschiedlichen Ursprungs verbiefen.

#### ► Auto-Leasing

Die aktivsten Teilnehmer im Markt der Auto-Leasing-Verbriefungen waren bisher die den Automobil-Herstellern angeschlossenen Finanzierungsbanken, die so genannten „Captives“.

Unterschiede hinsichtlich des Risikos bestehen vor allem in der Auswahl der verbrieften Forderungen bezüglich der Fahrzeugart, des Kundensegments, der Rückzahlung der Finanzierung und der zusätzlichen Sicherheiten.

In Spanien und Italien liegt der Fokus der Verbriefungen vor allem auf Forderungen aus Neuwagen-Finanzierungen, in Deutschland bestehen hingegen auch nennenswerte Anteile des Portfolios aus Gebrauchtwagen-Finanzierungen. Hierbei ist zu berücksichtigen, dass Neuwagen im Verwertungsfall die höheren Erlöse erzielen.

Bei der Auswahl der Kunden ist eine Konzentration auf Privatkunden vorteilhaft, da diese im Vergleich mit Firmenkunden die geringeren historischen Ausfallzahlen aufweisen.

Hinsichtlich der Rückzahlungsart der Finanzierung sind tilgende Darlehen endfälligen Finanzierungen vorzuziehen, da durch den regelmäßigen Kapitaldienst eine kontinuierliche Verringerung des Risikos erzielt wird.

Zusätzliche Sicherheiten sind wünschenswert und bestehen zumeist aus Gehaltsverpfändungen, Abtretung der Forderungen aus einer Vollkasko-Versicherung und Verpfändung eines eventuellen Bankguthabens.

Zur Vermeidung von Aufrechnungen gegenseitiger Forderungen bei Ausfall des Schuldners wird es häufig vermieden, Forderungen gegenüber Kunden zu verbiefen, die gleichzeitig ein Guthaben bei der verbiefenden Institution unterhalten.

► **Gemischte Portfolien**

Gemischte Leasing-Portfolien werden vor allem in Italien verbrieft und beinhalten neben Auto-Leasing-Forderungen auch Forderungen aus der Finanzierung von Immobilien und Geschäftsausstattung.

Bei diesen Transaktionen ist ein hoher Anteil an Immobilien-Leasing vorteilhaft, da sich hier im Verwertungsfalle die höchsten Kapitalrückflüsse ergeben werden. Eine zu starke Konzentration auf Immobilien ist jedoch weniger vorteilhaft als eine gleichmäßige Verteilung der einzelnen Leasing-Klassen.

Geschäftsausstattung ist häufig sehr spezifisch und schwer verwertbar und sollte bei gemischten Leasing-Portfolien nicht den Hauptanteil bilden.

#### 7.4 Kreditkarten

Kreditkartentransaktionen verbiefen die Ausfallrisiken aus Kreditkartenforderungen, zumeist gegenüber Privatkunden. Es handelt sich hierbei um sehr granulare Portfolien, da die Einzelforderungen sehr gering sind.

Als Verbriefungsstruktur hat sich hierbei der Mastertrust etabliert (s. hierzu auch Abschnitt 2.3 auf Seite 11). Kreditkartentransaktionen gehören zu den liquidesten Asset-Klassen und weisen typischerweise die geringsten Spreads auf.

Kreditkartenfirmen erhalten hierbei Liquidität bereits vor Rückzahlung der offenen Verbindlichkeiten durch den Inhaber der Kreditkarte. Besonders im angelsächsischen Raum werden Kreditkarten ähnlich wie ein Kontokorrent-Überziehungskredit eingesetzt – der dort unüblich ist - und der ausstehende Saldo statt einer vollständigen monatlichen Rückzahlung in variablen Raten beglichen.

Auf Grund der kurzfristigen Natur der Forderungen und der jederzeitigen Rückzahlungsmöglichkeit der Kunden werden diese Portfolien als revolvingende Strukturen begeben. Dies ermöglicht dem Originator getilgte Forderungen durch neue Forderungen aufzufüllen und damit das Transaktionsvolumen konstant zu halten. Nach Ablauf der Wiederauffüllungsphase werden die ausstehenden Anleihen entsprechend des Wasserfalls zurückgeführt.

Rückzahlungen und Höhe der Ausfälle sind stark abhängig vom Zinsniveau, da sich dies direkt auf die Höhe der Zahlungsverpflichtungen der Kunden auswirkt.

Die Bewertung einer Kreditkartentransaktion sollte sich im Wesentlichen auf die Betrachtung der folgende Punkte stützen: des „Portfolio Yield“, der „Charge-Offs“, des „Excess Spreads“ und der rückständigen Forderungen.

Unter Portfolio Yield wird hierbei der absolute Ertrag nach Abzug von Gebühren bezeichnet. Ein hoher Portfolio Yield ist wünschenswert, allerdings sollte die Entstehung des Ergebnisses hinsichtlich der Haupteinflussfaktoren Zinssatz und Höhe der Gebüh-

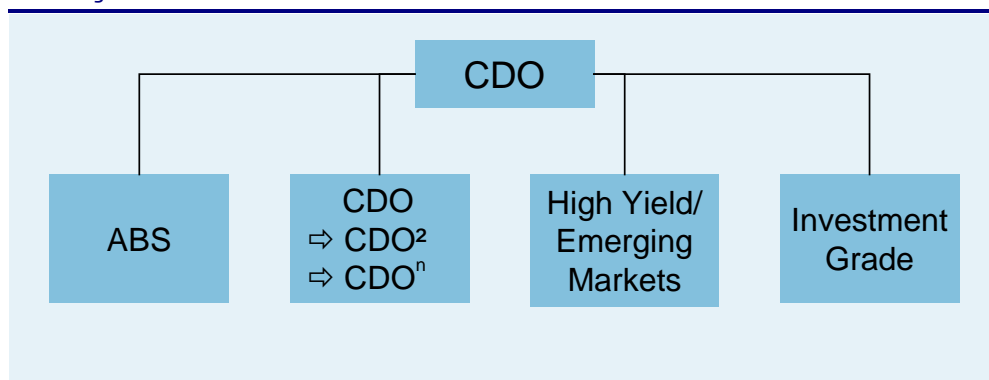
ren detaillierter beleuchtet werden, auch und besonders im Zusammenhang mit der Höhe rückständiger und ausgefallener Forderungen.

Charge-Offs bezeichnen den Anteil der vor Einbringung in den Asset-Pool abgeschriebenen Forderungen. Dieser sollte so niedrig wie möglich sein, da sich daran Bonitätsaussagen über die Kunden treffen lassen. Forderungen werden üblicherweise nach 180 Tagen Zahlungsverzug als uneinbringbar klassifiziert und abgeschrieben.

Ein Excess Spread entsteht bei einer Zinsdifferenz zwischen dem durchschnittlichem Zins auf die Kreditkartenforderungen und der Summe aus der gewichteten Marge der emittierten Anleihen und der Servicing Gebühren. Je größer und nachhaltiger diese Differenz ist, desto vorteilhafter für den Investor, da entstehende Verluste zuerst mit dem Excess Spread verrechnet werden. Ein hoher Excess Spread ist auf zwei Arten zu erreichen; einmal durch hohe Einnahmen aufgrund hoher Kreditkartenzinsen oder durch eine sehr gute Struktur und geringe Zinsen auf der Ausgabenseite. Dabei ist die Variante der geringen Ausgaben der Variante der hohen Einnahmen vorzuziehen.

## 7.5 CDO

### Einteilung CDO



Quelle: Bayern LB Research

Unter dem Begriff der Collateralised Debt Obligation, kurz „CDO“, fasst man Verbriefungen verschiedener Arten von Unternehmensforderungen sowie anderer ABS-Asset-Klassen zusammen.

CDOs werden analog herkömmlicher Transaktionen nach der Art des Risiko-Transfers, des zugrunde liegenden Forderungsportfolios und darüber hinaus nach der Transaktions-Komplexität und der Einflussnahme des Managements eingeteilt.

Auch bei CDOs gibt es die zwei Varianten des Risikoübertrags; synthetisch durch Swaps oder als True Sale durch direkten Verkauf der Forderungen.

Durch CDOs können grundsätzlich alle Forderungsarten und Kapitalmarktinstrumente, wie Anleihen, Credit Default Swaps, Indices oder Darlehen, und Mischformen daraus

verbrieft werden. Weiterhin sind auch Verbriefungen anderer ABS-Formen oder CDOs möglich, man spricht hier vom ABS auf ABS oder CDO<sup>2</sup> (sprich: „CDO squared“) oder CDO<sup>3</sup> (sprich: „Cube CDO“).

Entsprechend des Umfangs und der Einflussmöglichkeiten des Managers unterscheidet man zwischen aktiv oder passiv gemanagten und statischen Portfolien.

► **Einflussnahme des Portfolio-Managers unterschiedlich stark ausgeprägt**

Der Handlungsspielraum umfasst beim aktiv gemanagten Portfolio den selbständigen und unabhängigen Austausch von Portfolio-Elementen. Die Entscheidungen zur Portfolio-Zusammensetzung liegen dabei ausschließlich im Ermessen des Managers, unter Umständen begrenzt durch vorgegebene Grenzwerte für das Gesamtportfolio, hinsichtlich Länderverteilung, Asset-Klassen und Rating-Verteilung oder einer Kombination daraus.

Beim passiv gemanagten Portfolio dürfen Veränderungen am Forderungspool durch den Manager nur nach Zustimmung des Investors vorgenommen werden. Eine unabhängige Verwaltung des Portfolios ist damit nicht möglich.

Beim statischen CDO ist grundsätzlich kein Austausch der verbrieften Forderungen möglich. Das Portfolio wird zu Beginn der Transaktion festgelegt, die emittierten Anleihen oder Swaps durch Kapitalrückflüsse im Portfolio zurückgeführt.

Der Hauptvorteil von CDOs liegt in ihren flexiblen Gestaltungsmöglichkeiten. So ist die Zusammenstellung entsprechend der Kundenwünsche oder hinsichtlich besonderer Bedürfnisse des Originators möglich. Dies limitiert andererseits jedoch die Liquidität und den Sekundärhandel dieser Asset-Klasse.

Vor einem Investment sollte deshalb genau geprüft werden, inwieweit sich das Portfolio durch das Management während der Laufzeit verändern kann, welche Grenzwerte eingezogen wurden, über welche Erfahrung („Track record“) der Manager verfügt und ob zwischen den verbrieften Forderungen Korrelationen und Überschneidungen bestehen.

CDOs weisen im Vergleich zu herkömmlichen ABS-Transaktionen höhere Spreads auf, die zum Einen aus der geringeren Liquidität und zum Anderen aus der Komplexität der Transaktionen und dem damit verbundenen Analyse-Aufwand resultieren. Hierdurch und durch die strukturellen Faktoren zur Risikominimierung bieten sie einen Vorteil gegenüber dem Investment in Corporate-Bonds.

## 7.6 Whole Business Securitisation

Unter einer Whole Business Securitisation (WBS) versteht man die Verbriefung der zukünftigen Cashflows eines Unternehmens aus der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit. Hierbei ist vor allem zu betonen, dass es sich nicht um die Verbriefung einer Bilanzposition des Unternehmens handelt, sondern um den Überschuss des Geschäftsbetriebs.

Diese Finanzierungsvariante stellt jedoch hohe Anforderungen an das Marktumfeld und die Cashflows des Unternehmens, so dass WBS nur für wenige Branchen und Unternehmen geeignet ist. Grundlage für die Ermittlung des maximalen Verbriefungsbetrages sind die nachhaltig erzielbaren Zahlungsüberschüsse, da aus diesen die Rückführung des verbrieften Betrages erfolgen muss. Dies setzt voraus, dass die Überschüsse in ihrer Höhe vorhersagbar sind und in ihrer Konstanz durch historische Zahlen belegt und in die Zukunft fortgesetzt werden können. Da WBS-Transaktionen mitunter Laufzeiten von 30 Jahren aufweisen, müssen auch verlässliche Aussagen über die Zahlungsströme über diesen Zeitraum hinweg möglich sein. Dies ist bei den meisten Branchen aufgrund der Wettbewerbssituation und des möglichen Auftretens neuer Wettbewerber schwierig. WBS findet sich deshalb in Branchen mit hohen Eintrittsbarrieren für neue Wettbewerber und einer eher oligopolistischen Struktur. Als Beispiele seien hier die Energieversorger angeführt. Eine starke Marktposition bzw. marktbeherrschende Stellung des Unternehmens ist vorteilhaft, um die Gefahr des Preisdrucks durch andere Wettbewerber zu minimieren. Darüber hinaus wirken sich beschränkte Möglichkeiten für den Aufbau von Konkurrenzprodukten positiv auf die Vorhersagbarkeit der Unternehmenszahlen aus, da dadurch bestehende Vorrangstellungen einzelner Unternehmen nicht bedroht werden.

WBS-Strukturen weisen häufig eine so genannte „Secured Loan Structure“ auf. Dabei vergibt der Emittent der ABS-Papiere ein Darlehen in Höhe der Transaktion an die Unternehmung oder Betreibergesellschaft. Diese wiederum verpfändet ihre Vermögensgegenstände als Sicherheit für das Darlehen und bezahlt Zins- und Tilgungsleistungen. Bei Ausfall der Gesellschaft hat der ABS-Emittent ein Rückgriffsrecht aus der Verpfändung, um die Rückzahlung der ABS-Papiere zu gewährleisten. Neben der Bestimmung der erwarteten Zahlungsströme ist deshalb die laufende Neubewertung des Unternehmensvermögens unabdingbar. Der Investor in WBS muss deshalb neben der Wahrscheinlichkeit des Ausfalls des Schuldners auch den Wertverlust der gestellten Sicherheiten in die Investitionsentscheidung mit einbeziehen.

## 7.7 Staatliche Transaktionen

Im Zuge immer knapperer Staatshaushalte greifen immer mehr Staaten zum Finanzierungsinstrument ABS. Vorreiter in diesem Markt war die italienische Regierung, die in der Vergangenheit einige ihrer erwarteten Zahlungsströme und Immobilien verbriefte.

Im Rahmen der staatlichen Transaktionen wurden hierbei nicht nur Forderungen der Staatsregierung verbrieft, sondern auch Forderungen der Regionalregierungen. Im Fokus der Verbriefung lagen vor allem rückständige Forderungen aus Sozialversicherungen und Steuern sowie staatliche Immobilien.

Neben Italien kamen staatliche Verbriefungen vor allem in Portugal und Griechenland zum Einsatz. Auch in Deutschland wurde durch die Transaktion „Postal Pension“ der Versuch einer Haushaltssanierung unternommen, allerdings wurde diese Transaktion aufgrund ihrer Struktur letztendlich doch nicht von der europäischen Union als Minderung des Haushaltsdefizits akzeptiert.

Angesichts der herrschenden Haushaltsdefizite in vielen europäischen Ländern ist jedoch davon auszugehen, dass sich diese Transaktionsart in der Zukunft ausweiten wird und weitere Länder zu diesem Sanierungsinstrument greifen werden. Der Hauptvorteil dieser Finanzierung liegt im sofortigen Kapitalzufluss bereits zu Transaktionsbeginn, der im Gegensatz zu anderen Finanzierungsformen nicht als Verbindlichkeit in den Haushalt aufgenommen werden muss.

Eine Anrechnung der ABS-Transaktion auf Haushaltsdefizite im Sinne der Maastricht-Kriterien ist jedoch nur zulässig, wenn keinerlei Rückgriff auf den Originator, also den Staat, möglich ist. Aufgrund dieser Vorschrift wurde die Verbriefung von Pensionsforderungen der Postnachfolgeunternehmen in Deutschland nicht anerkannt (Postal Pension Transaktion). Man sah es als erwiesen an, dass die Bundesrepublik bei Ausfall eines der Nachfolgeunternehmen die Verbindlichkeiten übernehmen wird; hierdurch wird kein Transfer des Risikos erreicht und der Mittelzufluss wirkt nicht haushaltentlastend. Einnahmen aus Verbriefungen werden in diesem Fall als Darlehen des SPV betrachtet und vermindern deshalb nicht das Haushaltsdefizit.

## 7.8 Non-Performing Loans

Unter „Non-Performing Loans“, verkürzt „NPL“ genannt, versteht man ausgefallene Forderungen oder Forderungen mit deutlichen Zahlungsstörungen und drohendem Ausfall. Der Ausfall ist dabei definiert als Insolvenz des Schuldners oder Zahlungsverzug über einen vorher definierten Zeitraum hinaus.

► Forderungen werden mit zugehörigen Sicherheiten übertragen

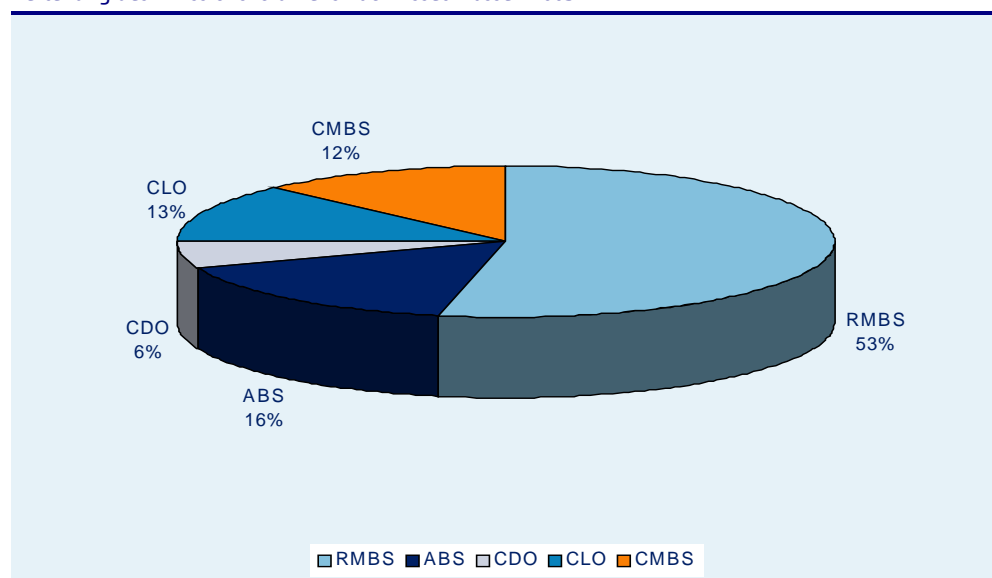
Bei einem Verkauf oder der Verbriefung eines NPL-Portfolios werden die zugehörigen Sicherheiten der Forderungen mit übertragen. Rückzahlungen der Forderungen entstehen zumeist nur durch die Verwertung der zugehörigen Sicherheiten oder Einnahmen daraus, z.B. Mieteinnahmen.

Non-Performing Loans werden meistens unterhalb ihres Nominalwertes und/oder Buchwertes angekauft, so dass das Ertragspotenzial in der Differenz zwischen Ankaufspreis und tatsächlich erzieltm Verwertungserlös besteht. Der Kaufpreis ergibt sich dabei aus der Summe der abgezinsten erwarteten Zahlungen in der Zukunft. Zinssatz hierfür ist der Renditeanspruch des Forderungskäufers.

Neben der Höhe des Verwertungserlöses der Sicherheiten ist deshalb auch die Dauer bis zur vollständigen Abwicklung der Forderung ein Indikator für die Performance eines NPL-Pools.

NPL-Verbriefungen finden sich derzeit hauptsächlich in Italien, allerdings wurden auch in anderen Ländern, insbesondere Deutschland, Portfolien in einem beträchtlichen Volumen an Investoren verkauft. Die Finanzierung hierfür fand jedoch (noch) nicht durch das Instrument der Verbriefung statt.

Verteilung des Emissionsvolumens nach Asset-Klassen 2005



Quelle: Bayern LB Research

## 8 Investition in ABS

ABS-Transaktionen sind fast ausschließlich variabel verzinslich („Floater“), deren Verzinsung sich aus einem zumeist 3-monatigen Basiszins zuzüglich einer Risikomarge ergibt. Für die Renditeberechnung müssen neben der Marge insbesondere weitere Strukturelemente wie Call-Optionen und die Rückzahlungsgeschwindigkeit der Anleihe einbezogen werden, da diese direkten Einfluss auf die „Discounted Margin“ haben. Eine Call-Option gibt dem Emittenten das Recht der vorzeitigen Fälligstellung und Rückzahlung und bedingt damit einen Performance-Cap für Investoren, da der Preis einer Anleihe bei Näherung an das Call-Date eher gegen 100 tendieren wird. Auch die Rückzahlungsgeschwindigkeit hat Einfluss auf die Rendite einer ABS-Anleihe, da die schnellere Rückzahlung eine Verringerung der gewichteten Laufzeit bedingt.

## 9 Abgrenzung ABS zum Factoring

### ► Ähnlichkeiten sind erkennbar ....

Bei oberflächlicher Betrachtung einer ABS-Transaktion, insbesondere bei einem „ABCP“, zeigen sich Parallelen mit dem herkömmlichen „Factoring“, dem diskontierten Verkauf von Forderungen.

Factoring und ABS unterscheiden sich jedoch in wesentlichen Punkten, vor allem in der Art der geeigneten Forderungen, der Transaktionsgröße sowie der weiteren Verwaltung der Forderungen.

### ► ... eine ABS-Transaktion bietet mehr Möglichkeiten ...

Unter Factoring versteht man den laufenden Ankauf kurzfristiger Forderungen aus Warenlieferungen und Dienstleistungen im Rahmen längerfristiger Vereinbarungen.

Durch diese Definition wird bereits der Hauptunterschied zum ABS genannt, eignet sich ABS doch für nahezu alle Forderungsarten, Factoring dagegen nur für kurzfristige Forderungen bis 120 Tagen Laufzeit. ABS dient dem Risikotransfer, während beim Factoring eindeutig der Liquiditätszufluss im Vordergrund steht und synthetische Transaktionen nicht denkbar wären. Auch hinsichtlich der Transaktionsgröße und Prüfung der Portfolioqualität gibt es signifikante Unterschiede. Factoring ist bereits bei kleineren Portfolien wirtschaftlich, die aufgrund der geringen Schuldneranzahl Bonitätsprüfungen jedes einzelnen Schuldners zulassen.

### ► ... ist aber erst ab einem gewissen Volumen wirtschaftlich ...

ABS ist dagegen wegen des hohen Kostenaufwands erst ab einem gewissen Volumen wirtschaftlich. Dadurch ergeben sich häufig sehr umfangreiche Portfolien, die eine Einzelschuldnerbetrachtung unmöglich machen und deshalb anhand statistischer Modelle und historischer Ausfallzahlen beurteilt werden.

Sehr große Unterschiede bestehen auch bezüglich der Beitreibung der Forderungen. Diese wird beim ABS zumeist vom Originator übernommen, der primäre Kontakt des Kunden bleibt der Forderungsverkäufer. Beim Factoring geht die Verwaltung der Forderungen und das Mahnwesen auf den „Factor“ über, die Beziehung Kunde – Forderungsverkäufer wird damit unterbrochen.

Das SPV als Erwerber der Forderungen verfolgt im Rahmen einer ABS-Transaktion keine Gewinnerzielungsabsicht, sondern dient lediglich der Aussonderung der Forderungen vom Gesamt-Portfolio des Forderungsverkäufers. Beim Factoring verfolgt der Factor dagegen eine klare Gewinnerzielungsabsicht; wobei hier der Gewinn des Factors in der Differenz zwischen Kaufpreis der Forderung und Forderungsnennwert besteht.

► ... und erschließt neue Refinanzierungsquellen.

Während der Kreis der Factorer oder Ankäufer der Forderungen eher begrenzt ist, erschließen sich im Rahmen eines ABS-Conduits neue Vertriebswege und Investoren. Der Forderungsverkäufer nutzt die Vertriebskanäle des Conduits zur eigenen Refinanzierung. Dadurch ist eine Übertragung des Risikos an den Kapitalmarkt auch ohne direkten eigenen Marktauftritt möglich. Der Forderungsverkäufer erweitert hiermit seine Refinanzierungsquellen um ein liquides Instrument mit direktem Marktzugang.

ABCP verfügen zusätzlich über Strukturelemente, die Verluste auffangen, verwiesen sei hierbei vor allem auf den Excess Spread. Zudem trägt der Originator das Hauptrisiko durch den Selbstbehalt des First Loss Piece, auf das ja entstehende Verluste nach Verbrauch des Excess Spread angerechnet werden.

## 10 Abgrenzung RMBS zum Pfandbrief

► „Covered Bonds versus RMBS“ im Dezember 2005 im Rahmen der Reihe Fixed Income Aktuell erschienen

► Ähnliche Besicherung durch Grundschulden...

Parallelen zu einem bekannten Kapitalmarktpapier zeigen sich auch im Bereich der Verbriefung von Immobilienforderungen. Gerade bei dieser Asset-Klasse liegt der Vergleich mit Pfandbriefen, bzw. „Covered Bonds“ nahe. Wie bereits erwähnt, lassen sich Mortgage Backed Securities je nach Art der Schuldner in „RMBS“ und „CMBS“ einteilen. Die größte Ähnlichkeit mit Hypothekendarlehen und deren Deckungsstock weisen dabei die RMBS-Transaktionen auf, denn auch diese werden durch ein Portfolio einer Vielzahl an Immobilienfinanzierungen besichert. Trotz der Ähnlichkeit der Besicherung bestehen zwischen den beiden Anleihe-Typen signifikante Unterschiede hinsichtlich der strukturellen Ausgestaltung, der Investorenbasis und des Marktwachstums.

Sowohl der ABS-Markt als auch das Teilsegment RMBS hatten in den letzten Jahren ein außergewöhnliches Wachstum zu verzeichnen. So wurde erstmalig 2004 sowohl am ABS- als auch am MBS-Markt ein größeres Neuemissionsvolumen an den Markt gebracht als am europäischen Covered Bond Markt. 2005 setzte sich diese Entwicklung weiter fort.

Weiterhin lässt sich feststellen, dass Emittenten zunehmend beide Refinanzierungsinstrumente in Anspruch nehmen, um eine Diversifizierung der Investorenbasis zu erreichen. Gleichzeitig ist zu beobachten, dass die Zahl der Anleger, die sowohl in Covered Bonds als auch in ABS-Strukturen investieren, stetig zunimmt.

► **...aber unterschiedliche Bilanzierung, Haftung des Emittenten und Cash flows**

Aufgrund der Relevanz dieses Themas haben wir dem Vergleich „Covered Bonds versus RMBS“ eine eigene Publikation gewidmet. Darin finden sich die für Investoren wichtigsten Unterschiede der beiden Finanzierungsformen. Beispielhaft sind hier die Art der Bilanzierung bzw. die Rückgriffsmöglichkeit auf den Emittenten im Insolvenzfall, die unterschiedlichen Formen der vorherrschenden Zinsbindungs- und Tilgungsarten und nicht zuletzt die Spreadlevels und Handelbarkeit zu nennen.

Darüber hinaus verdeutlicht die Studie die Vorteile der jeweiligen Asset-Klasse, skizziert die aus unserer Sicht wahrscheinliche zukünftige Entwicklung der beiden Anlageformen und gibt einem Investor mit „Pfandbrief-Benchmark“ einen möglichen Allokationsvorschlag mit auf den Weg.

Des Weiteren enthält die Publikation eine „Checkliste“ der wichtigsten Beurteilungskriterien für RMBS, als Orientierungshilfe für Investoren, die mit diesem Marktsegment noch unvertraut sind.

## 11 Die europäischen Länder

► **Europäische Märkte sehr uneinheitlich**

Der europäische Markt ist stark länderspezifisch. Die Länder sind hinsichtlich ihres Marktumfangs, ihrer Erfahrung, der verbrieften Asset-Klassen, der Strukturausprägungen sowie der Emittentenstruktur sehr unterschiedlich und sollten deshalb einzeln betrachtet werden.

Grenzüberschreitende Transaktionen kommen derzeit noch selten vor, da die einzelnen europäischen Jurisdiktionen sehr unterschiedliche Ausprägungen haben und die zu verbriefenden Forderungen zudem landestypische Eigenheiten aufweisen. Vereinheitlichungen bei der Vertragsgestaltung lassen diese Grenzen jedoch immer mehr schwinden, wie sich bereits bei verschiedenen Leasing- oder Mezzanine-Deals in der jüngsten Vergangenheit zeigte.

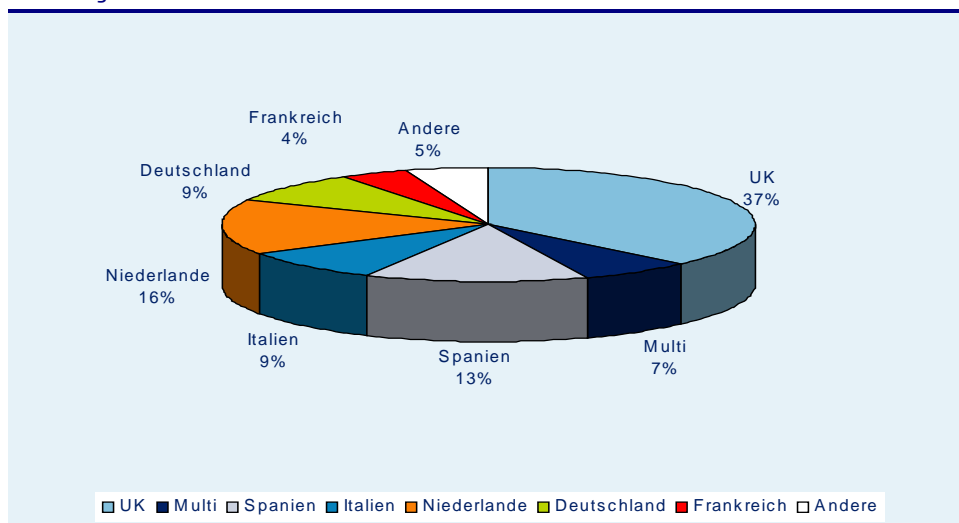
► **ABS-Markt größer als Jumbo-Pfandbrief-Markt**

Gemessen am Volumen ist der europäische ABS-Markt bereits größer als der Markt für Jumbo-Pfandbriefe und Unternehmensanleihen. Grund hierfür sind vor allem die zweistelligen Zuwachsraten der Emissionsvolumina der letzten Jahre. Verglichen hiermit stagnierte das Emissionsvolumen der Jumbo-Pfandbriefe.

Generell lässt sich feststellen, dass die europäischen Märkte sehr stark von immobilien gesicherten Portfolien dominiert werden, so zeichnen MBS für mehr als 50 % des Gesamtvolumens verantwortlich.

Im Kapitel Asset-Klassen wurden die wichtigsten Portfolio-Arten vorgestellt, die im Rahmen einer Verbriefung denkbar sind. Grundsätzlich sind Transaktionen aller Asset-Klassen in den nachfolgend genannten Märkten möglich und zum Teil auch vorhanden. Diese Auswertung liefert deshalb nach einem kurzen Marktüberblick des jeweiligen Landes vor allem Einblicke in landestypische Asset-Klassen oder Strukturvarianten.

Verteilung Emissionsvolumen nach Ländern 2005



Quelle: Bayern-LB Research

## 11.1 Großbritannien

### 11.1.1 Markt-Überblick

#### ► Größter europäischer Markt

Großbritannien war der erste Markt für Verbriefungen in Europa. Bei den ersten Transaktionen handelte es sich um immobilienbesicherte Portfolios, analog der Entstehungsgeschichte von ABS in den USA. Dies wurde jedoch rasch erweitert um nahezu alle Portfolioarten.

Großbritannien und die angelsächsischen Banken sind nach wie vor Spitzenreiter in Europa und immer wieder maßgeblich an der Entstehung von neuen Markt-Trends beteiligt.

Das Volumen britischer ABS-Transaktionen umfasst derzeit rund 45 % des europäischen ABS-Marktes, wodurch der Abstand zu den restlichen Märkten in Europa deutlich wird.

Die größte Besonderheit des britischen Marktes ist dessen eigener Zins- und Konjunktur-Zyklus, der von dem Marktklima in Kontinentaleuropa durchaus stark abweichen kann. Naturgemäß erfolgen die meisten britischen Emissionen in der Landeswährung GBP, wobei auch vermehrt Euro- und US-Dollar-Tranchen begeben werden.

### 11.1.2 Asset-Klassen

Großbritannien weist aufgrund seiner langen Verbriefungs-Historie und –Erfahrung einen sehr entwickelten ABS-Markt mit einer Vielzahl an landestypischen Transaktionsarten und Asset-Klassen auf. Hervorzuheben sind hierbei die Verbriefung unterschiedlicher Risikostufen der Immobilienfinanzierung, die Verbriefung von Erträgen aus der Betreuung von Pubs, die Verbriefung von Kreditkartenforderungen in Master-Trusts sowie die Verbriefung zukünftiger Zahlungsströme aus Alten- und Pflegeheimen.

Insbesondere der britische MBS-Markt ist in seiner Ausgestaltung differenzierter als die üblichen europäischen Märkte. MBS-Finanzierungen sind hier in unterschiedlichen Risikoklassen vorhanden; diese reichen von der risikoärmsten Finanzierungsform (Prime-Mortgages) bis hin zur Finanzierung von bereits zahlungsauffällig gewordenen Schuldner (Sub-Prime). Eine derartige Unterscheidung findet sich bislang nur im britischen RMBS-Markt. Unter dem Obergriff „Non-Conforming“ fasst man hierbei alle Darlehensarten zusammen, die die Definition einer „Prime-Mortgage“ nicht erfüllen.

► **Beleihungsauslauf =  
Darlehensbetrag /  
Immobilienwert**

Prime-Mortgages sind Immobiliendarlehen an bonitätsmäßig einwandfreie Schuldner, die einen stichhaltigen Nachweis über ihre Einkommensituation erbracht haben und die Immobilie selbst nutzen. In der Regel verfügen diese Finanzierungen über einen Beleihungsauslauf zwischen 60 % und 80 %.

Unter Sub-Prime versteht man Darlehen an Schuldner, deren Zahlungshistorie Negativ-Merkmale aufweist oder deren Kreditvergabe nicht der Norm entspricht. Hierunter fallen insbesondere Zahlungsschwierigkeiten bis hin zur Vollstreckung in das Vermögen des Schuldners oder die Vergabe des Darlehens ohne Einkommensnachweis. Aufgrund der schlechteren Datenlage (kein Einkommensnachweis) und/oder der Zahlungsschwierigkeiten in der Vergangenheit bergen Sub-Prime-Darlehen ein deutlich größeres Risiko als Prime-Mortgages.

Ein weiteres entscheidendes Merkmal für die Qualität eines Forderungspools ist der Anteil an so genannten Buy-to-Let-Immobilien. Dieser Begriff umfasst Immobilien, die zum Zweck der Fremdnutzung erworben wurden. Rating-Agenturen weisen diesen Darlehen eine höhere Ausfallwahrscheinlichkeit zu, als den Finanzierungen eigengenutzter Immobilien.

In der Vergangenheit spezialisierten sich einzelne Originator auf die o.g. Sektoren; vergaben also entweder Prime- oder Non-Conforming-Darlehen. Mittlerweile ist jedoch ein Trend zu einer Vermischung der Darlehensarten feststellbar, so dass typische Prime-Originator nun auch Non-Conforming-Darlehen vergeben und umgekehrt. Die jüngsten RMBS-Pools waren deshalb keine reinen Portfolien mehr, sondern enthielten Assets der verschiedensten Risiko-Arten.

Pub-Verbriefungen zielen auf die zukünftigen Erträge aus der Verpachtung von Pubs durch verschiedene Brauereien ab. Verbrieft werden hierbei die zukünftigen Pachteinahmen sowie das Risiko des Pachtausfalls durch den Pub-Betreiber.

Überdurchschnittliche Verbreitung finden in Großbritannien auch die Master-Trust-Strukturen. Diese werden zumeist zur Verbriefung von Kreditkartenforderungen als auch Immobilienfinanzierungen eingesetzt (vgl. hierzu auch Abschnitt 2.3 auf Seite 11).

► **WBS s. S. 35**

Eine Besonderheit des britischen Marktes ist die Verbriefung der Einnahmen aus Alten- und Pflegeheimen. Hierbei handelt es sich üblicherweise um relativ kleine Transaktio-

nen, mit einem Volumen unterhalb der Pub-Securitisations. Die Care Home Securitisationen fallen wie die Pub Securitisationen in den Bereich der Whole Business Securitisation.

Aufgrund seiner langen Historie bietet der britische Markt ein sehr großes Angebot in allen Risiko- und Asset-Klassen.

## 11.2 Spanien

### 11.2.1 Markt-Überblick

Der Marktanteil Spaniens am europäischen ABS-Markt beträgt ca. 16 % und zeigte in den vergangenen Jahren Wachstumsraten von deutlich über 10%. Auch dieser Markt ist stark von MBS-Transaktionen geprägt, wobei der Fokus besonders auf RMBS-Transaktionen, also privaten Baufinanzierungsverbriefungen, liegt.

Neben RMBS sind SME-Transaktionen sehr stark auf dem spanischen Markt vertreten. Eine Besonderheit dieser SME-Transaktionen im Vergleich mit anderen europäischen Ländern ist die häufig vorhandene Garantie der spanischen Regierung oder lokaler Regierungen für einzelne Tranchen. Durch diese Strukturvariante gelingt es den Originatoren, das Rating einzelner Tranchen zu verbessern, ohne zusätzliches Enhancement in Form von Overcollateralisation oder höhere Subordination in die Struktur einbringen zu müssen.

### 11.2.2 Asset-Klassen

Wie bereits angesprochen, dominieren RMBS-Transaktionen den spanischen Markt. Hierbei überwiegen Strukturen im Prime-Segment, also besichert durch erstrangige Grundpfandrechte. Der RMBS-Markt in Spanien verfügt über eine lange Tradition, die sich auch in den vielen Wiederholungstransaktionen niederschlägt. Aufgrund der großen Anzahl der Transaktionen und der Erfahrungen der Vergangenheit, bemühen sich Strukturierer und Emittent um immer neue Strukturvarianten, um die Wirtschaftlichkeit für alle Beteiligten zu erhöhen. Neben strukturellen Änderungen (Verbriefung von First Loss Pieces, Ausgabe von „Interest Only Tranchen“) wurde auch die Basis der verbrieften Forderungen erweitert. Neben erstrangigen Grundschulden werden immer häufiger auch durch nachrangige Grundschulden gesicherte Forderungen verbrieft. Und auch im Bereich der verbrieften Produkte findet eine Erweiterung der Palette statt, so dass mittlerweile auch endfällige Darlehen verbrieft werden.

Im Bereich der SME-Transaktionen verfügt Spanien über die Besonderheit der Garantie der spanischen Regierung für einzelne Tranchen. Dieses Programm lief jedoch in 2005 aus und wurde teilweise durch regionale Ländergarantien aufgefangen. Durch diese Garantien erhalten die entsprechenden Tranchen das Rating des jeweiligen Garantiegebers, unabhängig der Existenz weiterer Enhancement-Instrumente.

## 11.3 Niederlande

### 11.3.1 Markt-Überblick

► **Hohe Ratingstabilität**

Niederländische Transaktionen umfassen ca. 13 % des europäischen ABS-Marktes und zeichnen sich vor allem durch eine große Ratingstabilität aus (vgl. auch Abschnitt 12 auf Seite 49). Analog den anderen Märkten ist auch hier ein starkes Übergewicht der MBS-Transaktionen erkennbar.

Niederländisches Recht ist sehr vorteilhaft für Gläubiger aus Immobilienforderungen, indem es eine schnelle Vollstreckung in das Vermögen und auf die zukünftigen Einnahmen des Schuldners erlaubt. Dadurch wird zum einen die Beitreibungszeit verkürzt als auch die Sicherheitenbasis erweitert.

### 11.3.2 Asset-Klassen

RMBS stellen auf dem niederländischen Markt die größte Asset-Klasse dar. Im Gegensatz zu anderen europäischen Märkten finden sich in diesen Transaktionen deutlich höhere durchschnittliche Beleihungsausläufe. So sind Durchschnitts-LTVs von über 100 % keine Seltenheit und werden von Investoren auch nicht mit höheren Spreads bestraft. Dies ist vor allem auf zusätzliche Strukturelemente wie eine garantierte Überschussmarge, die für Verluste zur Verfügung stehen, zurückzuführen. Zudem weisen niederländische Transaktionen durch die hohe Zahlungsmoral der Schuldner und die rechtlichen Rahmenbedingungen zu Vollstreckung und Beitreibung unterdurchschnittliche Zahlungsausfälle und Verluste auf. Durch die Anpassung des Rating-Modells für den niederländischen Markt durch Fitchratings kam es 2004 zu zahlreichen Upgrades bei RMBS. Dies wurde bedingt durch das verbesserte Enhancement der einzelnen Tranchen, resultierend aus einer überdurchschnittlichen Performance der verbrieften Portfolios. Dies bezog sich vor allem auf die Höhe der ausgefallenen und rückständigen Forderungen sowie die Beitreibungsquote.

## 11.4 Italien

### 11.4.1 Markt-Überblick

Auch Italien zählt zu den europäischen Kernmärkten und zeigte in der Vergangenheit ein stabiles jährliches Wachstum. Neben der Steigerung des Volumens wurde auch die Art der verbrieften Forderungen erweitert und neue Strukturen implementiert. Das Wachstum des Emissionsvolumens blieb in den vergangenen Jahren zwar konstant, lag aber unterhalb des europäischen Durchschnitts, so dass der Marktanteil durch das stärkere Wachstum des europäischen Marktes auf ca. 10 % sank.

### 11.4.2 Asset-Klassen

Die Besonderheiten des italienischen Marktes liegen vor allem im Bereich der Verbriefung ausgefallener Forderungen, so genannter NPL (Non-performing loans), sowie der Verbriefung staatlicher Forderungen oder Vermögensgegenstände.

► **NPL-Transaktionen durch gesetzliche Rahmenbedingungen begünstigt**

Unter NPLs versteht man aufgrund der Schuldnerinsolvenz oder Zahlungsverzug ausgefallene Forderungen. In Italien wurden diese Transaktionen durch die herrschenden gesetzlichen Rahmenbedingungen begünstigt, die eine Abschreibung der Wertberichtigungen über mehrere Jahre erlauben. Da Forderungen zumeist unterhalb des Buchwertes übertragen werden, müssen die bestehenden Werte auf den Verkaufspreis abgeschrieben werden. Eine einmalige Abschreibung würde das Betriebsergebnis des Jahres der Abschreibung in einer Summe treffen, so dass eine Verteilung der Abschreibung auf mehrere Jahre für die verkaufende Bank vorteilhaft ist.

Neben der Spitzenposition in NPL-Transaktionen ist Italien führend bei der Verbriefung staatlicher Forderungen und Vermögensgegenstände. Diese dienen der Reduzierung des Haushaltsdefizits gemäß den Maastricht-Kriterien. Im Rahmen der staatlichen Deals wurden zunächst Forderungen aus rückständigen Sozialversicherungsbeiträgen verbrieft. Hierbei handelt es sich um von allen Beschäftigten sowie Selbständigen zu zahlende Beiträge. Ergänzt wurde diese Asset-Klasse durch die Verbriefung zukünftiger staatlicher Lottereeinnahmen. Die neueste Asset-Klasse umfasst die Verbriefung staatlicher Immobilien, mit gewerblicher und privater Nutzung. Die Transaktion nimmt hierbei die zukünftigen Zahlungsströme aus dem Verkauf der Immobilien vorweg, so dass ein unmittelbarer Liquiditätszufluss bereits zu Beginn der Transaktion erfolgt.

## 11.5 Deutschland

### 11.5.1 Markt-Überblick

Im Gegensatz zu seinen europäischen Nachbarn wird der ABS-Markt in Deutschland von synthetischen Transaktionen dominiert, so dass eine starke Abweichung zwischen verbrieftem Volumen und emittierten Anleihen besteht. Bei synthetischen Transaktionen wird der überwiegende Teil des Risikos durch einen Swap oder eine Garantie transferiert, wodurch es zu Beginn der Transaktion zu keinerlei Kapitalfluss zwischen Investor und Emittent kommt. Die Verwendung synthetischer Transaktionen liegt in der Natur des Bankgeschäftes in Deutschland, das in den meisten Kreditverträgen keine Übertragungsmöglichkeit des Kredits ohne Kundenzustimmung vorsieht. Betrachtet man nun RMBS-Portfolien mit mehr als 50.000 Einzelforderungen wird deutlich, dass es nahezu unmöglich ist, innerhalb einer wirtschaftlich sinnvollen Zeitspanne Genehmigungen aller Kunden zur Übertragung der Forderung einzuholen, wenn diese nicht ausdrücklich in den Kreditverträgen vorgesehen sind.

Ziel der verbriefenden Banken und Institutionen ist vornehmlich die Eigenkapitalentlastung durch Transfer des Risikos aus der Bilanz an den Kapitalmarkt. Da dieses ebenfalls durch synthetische Transaktionen darstellbar ist, überwogen diese Strukturen bei Banken, die vor allem den Risikotransfer und weniger die Beschaffung von Liquidität priorisierten.

Inzwischen werden auch am deutschen Markt immer mehr True Sale Strukturen emittiert. Dies ist einerseits bedingt durch die Bestrebungen der True Sale International (bisher bekannt als True Sale Initiative), einem Zusammenschluss der führenden öf-

fentlichen und privaten Banken zur Förderung des Verbriefungsmarktes. Zum anderen ist die Investorenbasis für True Sale Strukturen größer als die der synthetischen Strukturen, da es z.B. Kapitalanlagegesellschaften nur unter hohen Auflagen erlaubt ist, in synthetische Strukturen zu investieren.

### 11.5.2 *Asset-Klassen*

#### ► **Promise/Provide-Verbriefungsplattformen der KfW**

Wie bereits erwähnt ist der deutsche Markt stark dominiert von synthetischen Transaktionen, die häufig im Rahmen der Verbriefungsplattform der KfW emittiert werden. Diese bietet eine sehr gute Basis für die Verbriefung von Baufinanzierungen und Forderungen gegenüber Mittelständlern. Durch den Plattform-Gedanken soll Emittenten der Zugang zum Kapitalmarkt erleichtert und durch die Freisetzung des Eigenkapitals beim Originator Spielraum für Neugeschäft geschaffen werden. Die KfW versteht die Unterstützung dieser Strukturen als Bestandteil ihres Förderauftrags. Transaktionen zur Verbriefung privater Baufinanzierungen werden unter dem Namen „Provide“ emittiert, Forderungen gegenüber Mittelständlern unter dem Namen „Promise“.

#### ► **Mezzanine-CLO**

Neben den bisher vorherrschenden Strukturen etablierte sich eine weitere Asset-Klasse aus dem Bereich der Mittelstandsfinanzierung, der Mezzanine-CLO.

Mezzanine-Finanzierungen zeichnen sich durch ihre Besonderheiten in der Bilanzierung aus. So weist das Darlehen Eigenkapitalcharakter auf, während die Zinsen als Fremdkapitalkosten angerechnet werden können. Die erste Struktur dieser Art war die Preps-Transaktion der HVB, der inzwischen weitere folgten. Die zu verbriefenden Darlehen dieser Strukturen werden zumeist ausschließlich zum Zweck der Verbriefung begeben und weisen demzufolge eine sehr kurze bisherige Laufzeit („Seasoning“) auf. Aufgrund der Neuartigkeit dieser Asset-Klasse lassen sich noch keine fundierten Aussagen bezüglich der Performance dieser Verbriefungen treffen. Die erste Mezzanine-Verbriefung bestand ausschließlich aus Forderungen gegenüber deutschen Schuldern. Neuere Mezzanine-Verbriefungen umfassen auch Forderungen gegenüber Schuldnern aus dem europäischen Ausland, so dass zur Bewertung des Risikos dieser Transaktion auch die volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen der verschiedenen Schuldnerländer herangezogen werden sollten.

## 11.6 *Frankreich*

### 11.6.1 *Markt-Überblick*

Trotz seines geringen Volumens ist der ABS-Markt in Frankreich sehr innovativ und umfasst unterschiedliche Asset-Klassen. Der Anteil am europäischen Markt ist relativ gering und belief sich 2005 auf ca. 4%.

### 11.6.2 *Asset-Klassen*

Auch dieser Markt wird zu einem Großteil von RMBS-Transaktionen gebildet, die 2005 ca. dreiviertel des französischen Marktes umfassten.

Neben dieser weit verbreiteten Asset-Klasse gab es in Frankreich die erste „Floorplan“-Verbriefung in Europa. Ein „Dealer-Floorplan“ enthält Händler-Finanzierungen, die diese zur Abnahme von Fahrzeugen und Ersatzteilen vom Hersteller eingingen. Die Rückzahlung erfolgt hierbei durch die Verkäufe der finanzierten Fahrzeuge und Ersatzteile. Im Gegensatz zu einer Leasing- oder Autokredit-Verbriefung sind bei Floorplans ausschließlich Händler die Kreditnehmer. Zur Besicherung der Transaktion werden die finanzierten Vermögensgegenstände verpfändet. Diese Art der Verbriefung verfügt in den USA bereits über eine lange Historie, in Europa besteht derzeit nur eine Floorplan-Verbriefung.

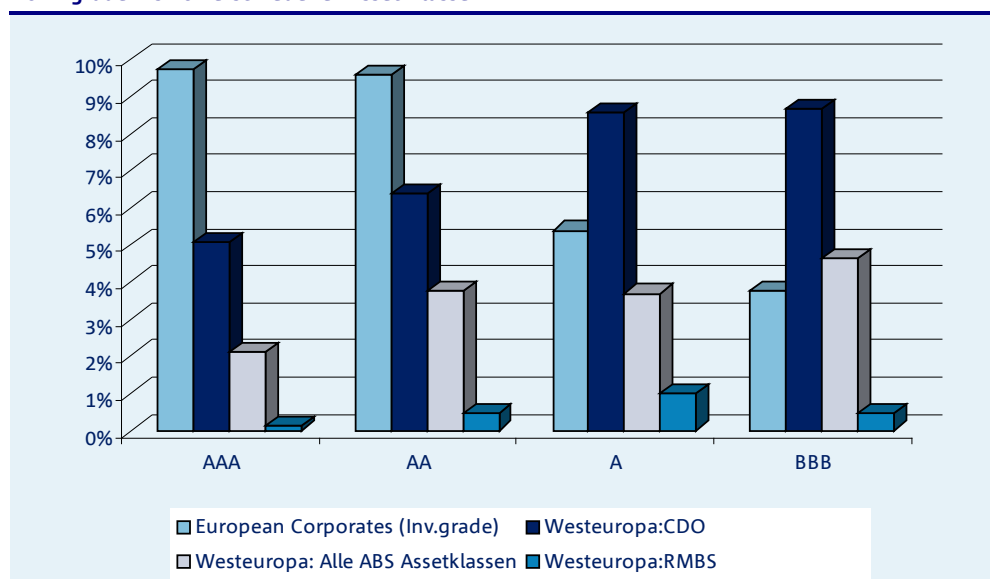
## 12 Ratingstabilität

ABS-Papiere erhalten in der Regel Langfrist-Ratings von mindestens zwei der drei großen Rating-Agenturen. Ausnahme hierzu sind Conduits und deren ABCP-Programme, deren Commercial Paper nur mit einem kurzfristigen Rating versehen werden.

Wie bereits im Kapitel über den Rating-Prozess angesprochen, führen Rating-Agenturen während der Laufzeit der Transaktion ein regelmäßiges Monitoring durch. Im Rahmen des Monitoring und durch die Auswertung der regelmäßigen Investor-Reports können Abweichungen von den ursprünglichen Rating-Annahmen erkannt werden. Je nach der Schwere und dem Effekt der Abweichung kann dies zu einer Rating-Veränderung führen.

Zur Ermittlung der Migrationen innerhalb der verschiedenen Rating-Klassen ist ein 1-Jahres-Horizont sinnvoll, der maximal auf eine 2-Jahresbetrachtung erweitert werden sollte. In die Betrachtung werden nur diese Transaktionen einbezogen, die während des gesamten Zeitraums bestanden. Bei einer Ausdehnung des Betrachtungs-Zeitraums

**Downgrade-Risiko verschiedener Asset-Klassen**



Quelle: BayernLB Research; Fitch Ratings, 2004 European Structured Finance Rating Transition Study, One Year Rating Transition Matrix, 1993-2004; S&P RatingsDirect, Annual Global Corporate Default Study, Average One-Year Transition Rates, 1981-2004

über zwei Jahre hinaus würde die Grundgesamtheit zu klein werden, so dass bereits wenige Änderungen zu einer deutlichen Verzerrung der Statistik führen können.

Betrachtet man nun die Migrations-Tabellen der vergangenen Jahre wird deutlich, dass die Rating-Stabilität einer ABS-Note deutlich höher ist als die vergleichbarer Unternehmensanleihen. Dies lässt sich mit der konservativen Herangehensweise der Rating-Agenturen erklären, die fehlende Daten und Historien durch höhere Enhancements und zusätzliche Sicherungselemente innerhalb der Struktur auffangen.

Eine Studie von Fitchratings zu diesem Thema umfasst den Zeitraum 1993-2004 und vergleicht darin die Rating-Veränderungen innerhalb einzelner Asset-Klassen und Länder auf einem 1-Jahres-Horizont. Der Zeitrahmen der Studie umfasst 12 Jahre und damit einen Konjunkturzyklus, so dass der Auswertung durchaus eine hohe Aussagekraft zugesprochen werden kann.

Die ermittelten Zahlen belegen eindrucksvoll die Stabilität der ABS-Ratings, vor allem im Investment-Grade-Bereich AAA-BBB. So hielten oder verbesserten im Durchschnitt 96,7% aller Tranchen ihr ursprüngliches Rating. Betrachtet wurden hierfür über 6.800 Tranchen aus allen Asset-Klassen und Ländern. Aufgrund der Dominanz des britischen Marktes sind britische Tranchen überdurchschnittlich in der Grundgesamtheit aller Beobachtungen vertreten, 2004 betrug ihr Anteil 31%.

Innerhalb der einzelnen Asset-Klassen gibt es jedoch Unterschiede hinsichtlich der Rating-Stabilität, resultierend aus den Besonderheiten der verbrieften Portfolien.

Die stabilsten Asset-Klassen stellen die MBS-Transaktionen dar, die mit 99,5% (RMBS) und 98,5% (CMBS) über dem Durchschnitt liegen. Ausschlaggebend für „Upgrades“ oder „Confirmations“ war zumeist eine vorzeitige Rückzahlung der Tranchen und damit verbunden eine schnellere Minimierung des Risikos. Durch eine schnellere Amortisation werden die oberen Tranchen einer Transaktion früher zurückgeführt, wodurch vor allem die Subordination steigt.

► **Vergleiche Grafik**  
**Subordination S.13**

Denn durch die gleich bleibende Höhe der unteren Tranchen steigt der prozentuale Risikopuffer für die höheren Tranchen und bewirkt eine Senkung des Ausfallrisikos. Die Aussagekraft der Zahlen für CMBS ist hierbei jedoch aufgrund der geringen Anzahl an Transaktionen limitiert, doch auch hier resultierten die durchgeführten Upgrades aus vorzeitiger Rückzahlung einzelner Kredite der Transaktionen.

Die meisten Änderungen fielen in den Bereich der CDOs, die mit einem Wert von 93,2% die geringste Stabilität aufweisen. CDOs verbiefen, wie bereits angesprochen, Forderungen gegen Unternehmen, deren Anleihen oder CDS. Dadurch schlägt eine Verschlechterung des Corporate Debt Marktes häufig auf die Entwicklung und das Rating eines CDO durch. Bedingt durch die Situation vieler Unternehmen kam es deshalb in der Vergangenheit zu Downgrades bzw. einer schlechten Entwicklung des CDOs. 2004 war eine Stabilisierung dieses Trends aufgrund der verbesserten Situation vieler Unter-

nehmen erkennbar, allerdings litten viele ältere CDOs unter den Ausfällen der vergangenen Jahre, so dass sich Upgrades und Downgrades die Waage hielten.

## 13 Rechtliche Rahmenbedingungen

### 13.1 Gesetzesgrundlagen in Europa

#### ► Keine einheitliche Gesetzesgrundlage

Im Gegensatz zu anderen Kapitalmarkt-Instrumenten, wie z.B. dem Pfandbrief, gibt es sehr wenige gesetzliche Grundlagen für ABS. Vielmehr handelt es sich bei den meisten Strukturen um eine individuelle Dokumentation, die sich an bestehende Vereinbarungen anlehnt oder diese teilweise übernimmt.

In den vergangenen Jahren erfolgte in einigen europäischen Ländern die Einführung einer speziellen Rechtsprechung oder Schließung von Gesetzeslücken im Hinblick auf ABS, die meistens der Verbesserung der Durchführbarkeit und der Rahmenbedingungen von ABS dienen. Beispielhaft hierfür sind die Gesetze zum Umgang mit Verlusten aus NPL-Transaktionen in Italien oder die Gesetze zur Einrichtung eines deutschen SPV angestoßen durch die True Sale International (vgl. auch [www.true-sale-international.de](http://www.true-sale-international.de)) in Deutschland.

### 13.2 Dokumentation

Aufgrund der fehlenden gesetzlichen Rahmenbedingungen ist die Dokumentation bei ABS sehr individuell und zudem stark abhängig von der verbrieften Asset-Klasse. Unterschiedliche Ausgestaltungen der verbrieften Forderungen müssen in der Dokumentation berücksichtigt werden, um z.B. speziellen Rückzahlungsmöglichkeiten Rechnung zu tragen. Es zeichnet sich ein Trend zur Standardisierung ab, der vor allem bedingt ist durch die große Anzahl an Wiederholungstransaktionen. Es ist für die Originatoren vorteilhaft, unter einem „Markennamen“ mehrere Transaktionen zu emittieren. Neben einer deutlichen Ersparnis bei Anwalts- und Strukturierungskosten erleichtert dies häufig auch den Vertrieb bei einer guten Performance der bisherigen Transaktionen. Doch auch die zunehmenden Erfahrungen aller Marktteilnehmer führen zu einer Auslese der vorteilhaftesten Strukturen und der Definition eines gewissen Standards. Dennoch lässt sich eine Individualisierung der Dokumentation wegen der Besonderheiten einzelner Asset-Klassen nicht vermeiden.

So folgt die Dokumentation eines Swaps im Rahmen einer synthetischen Transaktion zwar zumeist der gängigen ISDA-Dokumentation (ISDA = International Swaps and Derivatives Association, Inc.). Da sich diese jedoch nicht vollständig auf einen Swap anwenden lässt, der ein Portfolio statt eines Einzelrisikos abdeckt, sind auch hier Modifikationen und Streichungen notwendig. Die Definition der Credit Events, also des Ausfalls eines Schuldners, folgt häufig dem Wortlaut von ISDA. So sind die Credit Events „Restructuring“, „Failure to pay“ und „Bankruptcy“ marktüblich.

► **Offering Circular = OC**

Die wichtigsten Elemente der Dokumentation einer ABS-Note werden in dem so genannten „Offering Circular“ (OC) zusammengefasst. Sie bestimmen die Art der Übertragung der Forderungen an das SPV (synthetisch oder True-Sale), die Rechte und Pflichten des Originators, die Aufgaben des Servicers sowie die Rechte und Pflichten des Trustee, der als Stellvertreter der Investoren agiert.

Neben dem Offering Circular bietet auch die Investorenpräsentation des Arrangers einen guten Überblick über die wesentlichen Elemente einer Struktur.

Die genannten Unterlagen können vom interessierten Investor beim Arranger der Struktur oder dem Originator angefordert werden.

## 14 Zusammenfassung

ABS zeichnen sich vor allem durch ihre Verschiedenartigkeit und Flexibilität aus, so dass eine Vielzahl unterschiedlicher Interessen auf Emittenten- wie auch Investorensseite erfüllt werden können. Da sich nahezu jede Asset-Klasse verbriefen lässt, ergeben sich für Emittenten unzählige Geschäftsmöglichkeiten; für Investoren bedeutet dies eine relativ einfache Art der Diversifizierung ihres Portfolios oder des Aufbaus eines genau definierten Wunschportfolios.

Auf Seiten des Emittenten oder Forderungsverkäufers liegen die Vorteile vor allem in der Diversifizierung der Refinanzierungsquellen, der Freisetzung von Eigenkapital, dem Transfer von illiquidem Kreditrisiko an den Kapitalmarkt sowie der günstigen Refinanzierung. Die Diversifizierung der Refinanzierungsquellen wird hierbei durch die Ansprache neuer Investoren erzielt, die aufgrund der bisherigen Geschäftsausrichtung noch nicht erreicht werden konnten. Hierunter fallen vor allem ausländische Investoren und Kapitalanlagegesellschaften. Weiterhin investieren verstärkt auch kleinere heimische Banken in diese Strukturen, um sich dadurch bisher nicht oder nur sehr schwer zugängliche Märkte zu erschließen.

ABS ist insbesondere für Investoren interessant, die bisher überwiegend in Pfandbriefe und Unternehmensanleihen investierten. ABS-Anleihen bieten gegenüber diesen Asset-Klassen immer noch einen Spread-Pick-Up bei gleicher Ratingklasse. Allerdings bieten sie derzeit noch einen eingeschränkteren Sekundärhandel mit weiteren Bid-Offerspreads und weisen jeweils transaktionsspezifische Besonderheiten auf, die bei Primär- und Sekundärinvestition geprüft werden müssen.

Eine Freisetzung von Eigenkapital wird durch den Transfer des Risikos erreicht, wodurch die Unterlegung der Kreditforderungen mit Eigenkapital hinfällig wird. Die Durchführung einer ABS-Transaktion kann somit auf Seiten des Originators die Eigenkapital-Rendite erhöhen; vor allem, wenn das freigesetzte Eigenkapital in ertragreicheres Neugeschäft eingebracht wird. Bei einem vollständigen Verkauf der Forderungen im Rahmen einer True-Sale-Transaktion erfolgt zusätzlich zur Freisetzung von Eigenka-

pital auch ein sofortiger Kapitalzufluss in Höhe des Verkaufspreises der Forderungen. Eine Übertragung der Forderungen an einen Special Servicer führt zudem zu einer Entlastung der Mitarbeiter des Forderungsverkäufers und damit zu einer effizienteren Betreuung bestehender Engagements.

Durch die Bündelung der Forderungen in einem Asset-Pool kann auch für bisher wegen ihrer geringen Größe illiquide Forderungen ein Risikotransfer erzielt werden. Einzelforderungen sehr granularer Portfolien sind zumeist unverkäuflich, da die Kunden nicht kapitalmarkt-bekannt sind und dadurch der Analyseaufwand für potenzielle Investoren in keinem Verhältnis zum erwarteten Ertrag steht. Zudem wird durch die Bildung der Portfolien eine Verteilung des Risikos auf miteinander nicht korrelierte Forderungen erreicht. Sollte es nun zum Ausfall eines Schuldners kommen, beeinträchtigt dies in der Regel die Gesamt-Pool-Performance nicht zu sehr. Auch bietet die Mischung verschiedener Forderungen eine Verteilung des Risikos auf unterschiedliche Branchen und Regionen. Die Tranchierung der ABS-Strukturen erlaubt darüber hinaus die Emission unterschiedlicher Rating-Klassen, während Einzelforderungen immer nur eine Ratingklasse aufweisen.

ABS-Papiere bieten für den Emittenten zudem den Vorteil der kostengünstigen Refinanzierung. Der gewichtete Spread der Tranchen ist in der Regel niedriger als der Marktspreid auf eine einzige Anleihe mit Rating in der durchschnittlichen Portfolio-Qualität. Viele Asset-Pools verfügen über eine Durchschnittsbonität im Sub-Investment-Grade-Bereich, weisen jedoch aufgrund des hohen Anteils der AAA-Tranche Durchschnittsmargen auf, die der von Investment-Grade-Bonds entsprechen. Da das sehr teure First-Loss-Piece zumeist vom Originator der Forderungen gehalten wird, verringert sich dadurch der effektiv zu zahlende Spread deutlich.

Doch nicht nur der Emittent profitiert von ABS-Strukturen, auch Investoren bieten sich eine Vielzahl an Vorteilen gegenüber anderen Investment-Möglichkeiten. (Bitte sehen Sie hierzu auch das Fixed Income aktuell „Vergleich Covered Bonds versus RMBS“).

Durch ABS wird dem Investor die Möglichkeit gegeben, sich neue Märkte, Kundengruppen und Produkte im gewünschten Risikogehalt zu erschließen.

Der Eintritt in neue Märkte und Kundengruppen ist in der Regel mit hohem Kosten- und Personalaufwand verbunden. Durch ABS-Investments ist es dem Anleger jedoch möglich, genau definierte Risiken und Produkte zu erwerben und damit das bestehende Portfolio wunschgemäß zu diversifizieren.

Zudem ist eine Anlage gemäß des jeweiligen Risikoappetits durch die Tranchierung der Notes darstellbar. So bieten ABS-Strukturen üblicherweise Volumen in allen Rating-Klassen, überproportional jedoch im AAA-Bereich.

Im Vergleich zu anderen Anleihearten mit gleichem Rating verzeichnen ABS-Papiere außerdem einen etwas höheren Spread. Dies liegt zum Einen im höheren Analyseauf-

wand für ABS-Strukturen begründet, als auch im eingeschränkten Investorenmarkt. Für deutsche Kapitalanlagegesellschaften ist es aufgrund der derzeit geltenden Rechtslage nur unter hohen Auflagen möglich, in synthetische Strukturen zu investieren.

Neben dem höheren Spread bieten ABS-Papiere dem Investor jedoch noch einen entscheidenden Vorteil. Beim Investment in einen Corporate- oder Government-Bond gibt es keine Subordination oder nachrangige Tranchen, die Verluste zunächst auffangen. Demgegenüber stehen bei ABS-Strukturen dem Investor verschiedene Enhancement-Instrumente zur Verfügung, auf die Verluste zunächst verrechnet werden. Weiterhin bieten die strengen Kriterien zur Pool-Verwaltung und Offenlegungs- und Reporting-Pflichten zusätzlichen Schutz für Investoren, da diese die Regeln bei herkömmlichen Corporate Bonds deutlich übersteigen.

Weiterhin verfügen ABS-Strukturen über eine deutlich höhere Rating-Stabilität im Vergleich zu Corporate Bonds. Dies liegt vor allem an der konservativen Einschätzung der Rating-Agenturen bei der Rating-Vergabe und an der Vielzahl an Rating-unterstützenden Strukturelementen.

ABS bieten also Emittenten und Investoren eine ausgezeichnete Anlagemöglichkeit zur Diversifizierung bestehender Portfolios, angepasst an den jeweiligen Risikoappetit und Portfoliomanagement-Kriterien.

**Bei ABS können alle profitieren, ohne dass einer verlieren muss!**

# 15 Checklisten

## Checkliste RMBS

	RMBS
<b>Beleihungswerte (LTV= Loan to Value)</b>	Vergleichbar dem Beleihungsauslauf. Je niedriger dieser Wert ist, desto niedriger sind erfahrungsgemäß die Verluste bei Ausfall der Forderung.
<b>Rang des Grundpfandrechts</b>	Realisierte Verluste sind bei nachrangigen Grundpfandrechten in der Regel deutlich höher.
<b>Dauer der rechtlichen Verwertung</b>	In Europa sehr uneinheitlich. In Deutschland erfahrungsgemäß ca. 2 Jahre, in Italien dagegen teilweise bis zu 7 Jahre.
<b>Granularität/ geografische Diversifizierung</b>	In der Regel bei RMBS sehr hohe Granularität (= geringere Einzelrisiken). Vermeiden sollte man allerdings eine starke geografische Konzentration (z.B. strukturschwache Regionen)
<b>Rückzahlungsart</b>	Annuitätendarlehen sind gegenüber endfälligen Darlehen cet. par. vorzuziehen, da bereits während der Laufzeit das Risiko durch Rückzahlungen verringert wird.
<b>Seasoning</b>	Je länger die bisherige (problemlose) Bedienung des Kredites ist, desto höher die Wahrscheinlichkeit, dass dies auch zukünftig so bleibt. Die Ausfallwahrscheinlichkeit nimmt mit zunehmendem Alter der Forderung ab.
<b>Nutzungsart</b>	Bei Eigennutzung höhere Motivation zur Rückzahlung und damit erfahrungsgemäß geringere Ausfälle als bei fremdvermieteten Immobilien.
<b>Verschuldungsgrad der Darlehensnehmer</b>	Anteil des Kapitaleinkommens am Haushaltseinkommen; gemessen am Verhältnis Debt-to-Income
<b>Anspruch auf Excess Spread (= Nettomarge nach Abzug aller Kosten)</b>	Steht zur Absicherung für Verluste zur Verfügung. Zusätzliches Credit Enhancement unterhalb des First Loss Piece.
<b>Realistische Rückzahlungsgeschwindigkeit</b>	Entspricht die unterstellte jährliche prozentuale Tilgung (CPR= Constant Prepayment Rate) der Realität? Je geringer das CPR, desto länger die Laufzeit (WAL= Weighted Average Life). Umso so höher sollte ceteris paribus auch der Renditeaufschlag sein.
<b>Makroökonomische Einflußfaktoren auf die Performance</b>	Wirtschaftslage, Arbeitslosenquote, Zustand des Immobilienmarktes, Migration (=Veränderung der Schuldnerbonität)
<b>Bisherige Performance des Originators</b>	Anzahl und Performance bisheriger Transaktionen dieses Originator
<b>Absicherung durch Credit Enhancement im Verhältnis zu historischen Verlusten des Originators</b>	Die Absicherung sollte umso höher sein, je risikoreicher diese Forderungskategorie einzuschätzen ist. Dabei sollte auch die Volatilität der historischen Verluste berücksichtigt werden.
<b>Sekundärmarkt-Liquidität</b>	Liquidestes Segment des ABS-Marktes. Geld-/Briefspannen für AAA-Tranchen inzwischen i.d.R. unter 1bps. Untere Tranchen zum Teil deutlich illiquider.

Quelle: Bayern LB Research

## Checkliste CMBS

CMBS	
<b>Beleihungswerte (LTV= Loan to Value)</b>	Vergleichbar dem Beleihungsauslauf. Je niedriger dieser Wert ist, desto niedriger sind erfahrungsgemäß die Verluste bei Ausfall der Forderung.
<b>Rang des Grundpfandrechts</b>	Realisierte Verluste sind bei nachrangigen Grundpfandrechten in der Regel deutlich höher.
<b>Granularität/ geografische Diversifizierung</b>	CMBS sind häufig wenig granular; die Lage und die Objektart sind deshalb entscheidend für die Risikobewertung. Bei wenigen Objekten sollte eine Betrachtung auf Objektebene durchgeführt werden.
<b>Rückzahlungsart</b>	Annuitätendarlehen sind gegenüber endfälligen Darlehen cet. par. Vorzuziehen, da Rückzahlungen bereits während der Laufzeit erfolgen
<b>Seasoning</b>	Je länger die bisherige (problemlose) Bedienung des Kredites ist, desto höher die Wahrscheinlichkeit, dass dies auch zukünftig so bleibt. Die Ausfallwahrscheinlichkeit nimmt mit zunehmendem Alter der Forderung ab.
<b>Nutzungsart</b>	Bei Eigennutzung Zahlungsströme unter Umständen schlechter vorhersagbar im Gegensatz zu vermieteten Objekten (gute Mieterqualität vorausgesetzt)
<b>Mieter</b>	Mieterstruktur ist ein entscheidender Einflussfaktor für die Zahlungsfähigkeit. Gut geratete oder staatliche Mieter sind unbekanntem/ ungerateten Mietern und eigengenutzten Immobilien vorzuziehen
<b>Verschuldungsgrad und Kapitaldienstfähigkeit Darlehensnehmer</b>	Debt-Service-Coverage-Ratio oder Interest Coverage Ratio, entspricht dem Verhältnis des Kapitaldienstes für den Kredit am verfügbaren Cashflow bzw. dem Verhältnis der Zinsleistungen am verfügbaren Cashflow
<b>Zusätzliches Enhancement</b>	Ausgestaltung von Verlustminimierungselementen wie Excess Spread, Reserve Funds, ... Vorteilhaft ist eine Fixierung dieser in der Dokumentation gegenüber einer freiwilligen Leistung des Issuers.
<b>Realistische Rückzahlungsgeschwindigkeit</b>	Ist die erwartete vorzeitige Rückzahlung CPR (Constant Prepayment Rate) realistisch? Je geringer das CPR, desto länger die Laufzeit (WAL= Weighted Average Life). Bei wenig granularen Portfolien führen bereits wenige Prepayments zu einem deutlichen Abschmelzen des Volumens.
<b>Makroökonomische Einflußfaktoren auf die Performance</b>	Wirtschaftslage, Arbeitslosenquote, Zustand des Immobilienmarktes, Migration (=Veränderung der Schuldnerbonität)
<b>Bisherige Performance des Originators</b>	Anzahl und Performance bisheriger Transaktionen dieses Originator
<b>Absicherung durch Credit Enhancement (Subordination, Überschußmarge, evtl. Reservefonds)</b>	Durchführung von Stress-Tests bezüglich Ausfall des stärksten Mieters, der Rückzahlungsgeschwindigkeit und Marktwertverfall

Quelle: Bayern LB Research

## Checkliste SME CLO

	SME CLO
<b>Darlehensart</b>	Vertragliche Ausgestaltung der Darlehen hinsichtlich Rückzahlung, Kundensegmente beim Originator, Besicherung
<b>Besicherung der Darlehen</b>	Eine Besicherung durch Grundpfandrechte ist der Besicherung durch unternehmensübliche Sicherheiten wie Zession oder Abtretung vorzuziehen
<b>Granularität/ geografische Diversifizierung</b>	Je höher die Granularität desto vorteilhafter. Die geographische Verteilung sollte möglichst hoch sein, allerdings sind Konzentrationen in wirtschaftlich starken Regionen vorteilhaft. Häufig Einsatz von Triggern bezüglich schwacher Regionen
<b>Rückzahlungsart</b>	Annuitätendarlehen sind gegenüber endfälligen Darlehen cet. par. vorzuziehen, da bereits während der Laufzeit das Risiko durch Rückzahlungen verringert wird.
<b>Seasoning</b>	Je länger die bisherige (problemlose) Bedienung des Kredites ist, desto höher die Wahrscheinlichkeit, dass dies auch zukünftig so bleibt. Die Ausfallwahrscheinlichkeit nimmt mit zunehmendem Alter der Forderung ab.
<b>Nutzungsart</b>	Bei Eigennutzung Zahlungsströme unter Umständen schlechter vorhersagbar im Gegensatz zu vermieteten Objekten (gute Mieterqualität vorausgesetzt)
<b>Verschuldungsgrad der Darlehensnehmer</b>	Debt-Service-Coverage-Ratio oder Interest Coverage Ratio, entspricht dem Verhältnis des Kapitaldienstes für den Kredit am verfügbaren Cashflow bzw. dem Verhältnis der Zinsleistungen am verfügbaren Cashflow
<b>Anspruch auf Überschussmarge (Excess Spread= Nettomarge, die der Assetpool nach Abzug aller Kosten verdient)</b>	Steht i.d.R. zur Absicherung für eventuelle Verluste zur Verfügung. In manchen Transaktionen sogar bzgl. der Höhe der Überschussmarge über Swap garantiert (vorzuziehen).
<b>Realistische Rückzahlungsgeschwindigkeit</b>	Entspricht die unterstellte jährliche prozentuale Tilgung (CPR= Constant Prepayment Rate) der Realität? Je geringer das CPR, desto länger die Laufzeit (WAL= Weighted Average Life). Umso so höher sollte ceteris paribus auch der Renditeaufschlag sein.
<b>Makroökonomische Einflußfaktoren auf die Performance</b>	Wirtschaftslage, Arbeitslosenquote, Zustand des Immobilienmarktes, Migration (=Veränderung der Schuldnerbonität); SME-Bonitäten sind positiv korreliert mit der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung des Emissionslandes
<b>Bisherige Performance des Originators</b>	Anzahl und Performance bisheriger Transaktionen dieses Originator
<b>Absicherung durch Credit Enhancement (Subordination, Überschussmarge, ...)</b>	Die Absicherung sollte umso höher sein, je risikoreicher die Forderungsart ist. Einfluss darauf haben insbesondere die Art der Kunden, die gestellten Sicherheiten, die Verteilung der Forderungen nach Branchen und Regionen sowie das Seasoning der Forderungen.

Quelle: Bayern LB Research

## 16 Glossar

### A

<b>„A“ Note</b>	Oberste Tranche eines ABS oder MBS, die „most senior“ (am ranghöchsten) gegenüber anderen Tranchen ist. Die Tranchen werden entsprechend des Alphabets beginnend mit „A“ nummeriert.
<b>ABCP</b>	Asset backed commercial paper sind Geldmarktpapiere mit kurzer Laufzeit (max. 364 Tage), die durch ein Portfolio aus kurzfristigen Forderungen besichert sind.
<b>Adjustable Rate Mortgage Loan (ARM)</b>	Immobilienkredit mit variablem Zinssatz, der periodisch auf Basis eines bestimmten Zinssatzes angepasst wird
<b>Administrator</b>	Der Verwalter eines ABCP Programms oder Special Purpose Vehicles.
<b>Advance Rate</b>	Ausstehender Kreditbetrag eines Autokredits im Verhältnis zum Marktwert des finanzierten Autos.
<b>Adverse Selection</b>	Annahme, dass sich Kreditpools im Verlauf der Transaktion verschlechtern, da vorwiegend die guten Schuldner vorzeitig zurückzahlen
<b>All-in Cost</b>	Gesamtkosten einer Verbriefung für den Emittenten verteilt auf die Laufzeit der Transaktion. Diese beinhalten vor allem Zinsen, Ratingkosten, Rechtskosten, Kosten des Servicers und Administrators, ...
<b>Allocated Percentage</b>	Verteilung eines Darlehens auf mehrere besichernde Immobilien auf Basis des Net Cashflows der Immobilien
<b>Alternative A Loan</b>	Kredit, der nur in einem einzigen Kriterium von der Definition eines britischen „Prime Loans“ abweicht.
<b>Amortisation</b>	Tilgung der Anleihen während der Gesamtlaufzeit
<b>Amortisation Period</b>	Zeitraum, innerhalb dessen die laufende Rückzahlung der Anleihen erfolgt

<b>Annual Payment Cap</b>	Maximaler Prozentsatz, um den sich Zins und Tilgung eines ARM innerhalb eines Jahres erhöhen können
<b>Arbitrage CDO</b>	Ein Arbitrage-CDO liegt vor, wenn die durchschnittliche Rendite des Forderungs-Portfolios die der emittierten Anleihen übersteigt
<b>Asset-Pool</b>	Portfolio der Vermögensgegenstände, das einer ABS-Transaktion zugrunde liegt.
<b>Assignment</b>	Abtretung von Rechten (Zinsforderungen, Mieteinnahmen, Grundschulden)
<b>Asset-Independent Approach</b>	Rating-Ansatz, bei dem auf die Kreditwürdigkeit des Swap-Counterparts bei synthetischen Transaktionen abgestellt wird und nicht auf den Sicherheiten-Pool. Wird zumeist bei CDOs angewandt.
<b>Asset Originator</b>	Der ursprüngliche Gläubiger der Forderungen, der diese durch die ABS-Transaktion absichern will.
<b>Average Life</b>	Duration des Investments; Zeitspanne innerhalb derer der investierte Betrag bei planmäßiger Tilgung zurückgezahlt wird. Häufig auch als WAL (Weighted Average Life) ausgewiesen. Die Rendite eines Investments sollte auf Basis der angegebenen WAL berechnet werden.
<b>B</b>	
<b>B Note</b>	Nachrangige Tranche einer ABS-Struktur, die in der Rangfolge nach der „A“-Tranche folgt und erst nach deren vollständiger Befriedigung eine Zins- und Tilgungsleistung erhält.
<b>Backstop Facility</b>	Zahlungsübernahme durch eine besser geratete Partei, falls der primäre Schuldner seiner Verpflichtung nicht nachkommen kann
<b>Balance Sheet CDO</b>	Verbriefung von Forderungen, die bereits auf der Bilanz des Originators liegen und nicht speziell zum Zweck der Verbriefung begeben wurden.

<b>Balloon Loan</b>	Substantieller Teil des Darlehens wird am Ende der Laufzeit fällig
<b>Bankruptcy remote</b>	Risiko einer Insolvenz auf eigenen Antrag oder Antrag Dritter nahezu ausgeschlossen; insolvenzfern
<b>Base Rate</b>	Position der Ausgabenseite einer Kreditkartenverbriefung. „Base Rate“ ist die Summe aus Anleihezins und Gebühren der Kreditkartenfirma für das „Servicing“ der Forderungen. Einnahmeseitig stehen die vom Kreditkartennutzer zu zahlenden Zinsen und Gebühren der Base Rate gegenüber. Einnahmen minus „Base Rate“ minus Abschreibungen auf ausgefallene Forderungen bilden den „Excess Spread“..
<b>Basis Risk</b>	Risiko aus unterschiedlichen Zinsraten im Sicherheitenpool und der Transaktion
<b>Bullet Loan</b>	Endfälliges Darlehen, Fälligkeitsdatum = <b>Bullet Maturity</b> Es erfolgen keine planmäßigen Tilgungen während der Laufzeit. Vorzeitige Rückzahlungen sind zumeist mit der Zahlung einer Vorfalligkeitsentschädigung verbunden.
<b>C</b>	
<b>Callable</b>	Recht des Originators, die Transaktion aus bestimmten Gründen vorzeitig zu beenden und zurückzuzahlen. Dieses Recht wird häufig dann angewandt, wenn eine Refinanzierung zu aktuellen Marktkonditionen günstiger ist oder die Transaktion in ihrem Umfang bereits unter eine wirtschaftliche Größe abgeschmolzen ist (so genannter „Clean-Up-Call“)
<b>Captive</b>	Einem Autohersteller zugehörige Bank, z.B. DaimlerChrysler Bank oder VW-Bank
<b>Cash Collateral</b>	Form des Credit Enhancements, Verbuchung auf dem <b>Cash Collateral Account</b> . Dient dem Ausgleich von Zahlungseingängen, falls die Einnahmen des verbrieften Portfolios nicht zur Bedienung von Zins- und Tilgung der Anleihen ausreichen.

<b>Cashflow Waterfall</b>	Verteilung des verfügbaren Cashflows der Sicherheiten nach Abzug von Gebühren und Kosten auf die verschiedenen Tranchen entsprechend des Wasserfalls
<b>CDS</b>	Credit Default Swap, synthetisches Instrument, das dem Transfer von Kreditrisiko dient. Geregelt durch die ISDA-Dokumentation.
<b>Charge-Offs</b>	Anteil abgeschriebener Forderungen bei Kreditkarten
<b>Cherry-Picking</b>	Nicht-willkürliche Auswahl von Forderungen zur Bildung des zu verbriefenden Portfolios.
<b>Clean-Up Call</b>	Recht zur vorzeitigen Rückzahlung der Transaktion, wenn der ausstehende Betrag unter einen bestimmten Prozentsatz fällt (typisch sind Clean-Up Calls bei 10% oder 15%)
<b>Collateral</b>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Ursprüngliche Sicherheiten der verbrieften Forderungen (z.B. Grundschulden, Abtretungen)</li> <li>2. Sicherheiten für die emittierten Anleihen, zumeist verwendet bei synthetischen Transaktionen, wenn das SPV die Erlöse aus dem Verkauf der Anleihen in kapitalmarktfähigen Wertpapieren anlegt oder falls das Rating der Anleihe besser ist als das des Emittenten</li> </ol>
<b>Collateralised Debt Obligation (CDO)</b>	Die Verbriefung von Anleihen, CDS, Darlehen oder ABS oder einer Mischform daraus.
<b>Collateralised Loan Obligation (CLO)</b>	Verbriefung von Krediten (Loans) gegenüber gewerblichen Kunden
<b>Commercial Mortgage Backed Security (CMBS)</b>	ABS, deren Besicherung durch gewerblich genutzte Immobiliendarlehen erfolgt.
<b>Commingling Risk</b>	Risiko des Nicht-Erhalts von Vermögen des SPVs wegen Untergangs oder Vermischung beim Originator oder anderen Gläubigern des Schuldners. Auch Risiko der Aufrechnung mit Forderungen des Ursprungsgläubigers gegen den Verkäufer der Forderungen, z.B. Bankguthaben gegen Kredit.

<b>Credit Enhancement</b>	Strukturelemente, die Investoren vor Risiken des zugrunde liegenden Portfolios bewahren, z.B. Subordination, Reserve Account, Excess Spread.
<b>Cross-Collateralization</b>	Alle gestellten Sicherheiten eines Schuldners dienen der Rückführung aller seiner Verbindlichkeiten bei Ausfall des Schuldners, so genannter weiter Sicherungszweck. Im Gegensatz dazu wird beim engen Sicherungszweck eine bestimmte Sicherheit (z.B. Grundschuld) einem bestimmten Kredit zugeordnet.
<b>Current Delinquency Status</b>	Aktueller Verzugsstatus eines Darlehens. Unter Verzug versteht man die nicht fristgerechte oder nicht erfolgte Zahlung von Zins und/oder Tilgung.
<b>D</b>	
<b>Debt Service Coverage Ratio (DSCR)</b>	Unter der Debt Service Coverage versteht man das Verhältnis von jährlichem Netto-Cashflow zum jährlichen Kapitaldienst. Diese Relation wird auch als Kapitaldienstfähigkeit bezeichnet.
<b>Default</b>	Der Bruch einer vertraglichen Vereinbarung oder Ausfall. In den meisten Strukturen definiert als Zahlungsverzug oder Insolvenz.
<b>Defeasance</b>	Abspaltung eines hochwertigen Portfolios oder Cashflows zur Absicherung bestimmter Zahlungsverpflichtungen
<b>De-Linked</b>	Emission einzelner voneinander unabhängiger Tranchen mit identischem Forderungsportfolio. Neueste Strukturvariante von „Mastertrusts“. Die emittierten Tranchen greifen auf ein gemeinsames Portfolio zu, werden jedoch zeitlich unabhängig voneinander und nicht als zusammenhängende Struktur emittiert.
<b>Delinquency</b>	Zahlungsverzug eines Schuldners einer verbrieften Forderung. Delinquencies werden meistens in drei Klassen eingeteilt: Verzug bis 30 Tage, bis 60 Tage und bis 90 Tage.

<b>Discount</b>	Abschlag auf den Betrag der zu verbriefenden Forderungen. Dadurch übersteigt der nominelle Forderungsbetrag den Gesamtbetrag des Verbriefung um die Höhe des Discounts.
<b>Due Diligence</b>	Prüfung der Geschäftsabläufe des Originators durch Rating Agenturen oder Investoren
<b>E</b>	
<b>Early Amortization Event</b>	Vorzeitiges Ende der Wiederauffüllung bei einer revolving-Struktur und Beginn der Rückzahlung der Anleihen= <b>Payout Event</b>
<b>EDF</b>	Expected Default Frequency = Ausfallhäufigkeit
<b>Einzweckgesellschaft</b>	Special Purpose Vehicle (SPV) oder Special Purpose Entity (SPE)
<b>Enforceability Opinion</b>	Bestätigung eines Rechtsberaters, über die Rechtmäßigkeit und Durchsetzbarkeit einer Vereinbarung
<b>Enhancement</b>	Strukturelement zur Verbesserung der Verlustabsicherung für die Investoren, z.B. Excess Spread, Reserve Account, ...
<b>Equitable Transfer</b>	Übertragung des wirtschaftlichen Risikos ohne rechtliche Übertragung der Forderung
<b>Event Risk</b>	Risiko der Zahlungsunfähigkeit eines Schuldners durch unvorhersehbare Ereignisse, z.B. Naturkatastrophen, Übernahmen, Änderungen in der Gesetzgebung
<b>Excess Spread</b>	Der durchschnittliche Portfolio-Zins nach Kosten übersteigt den durchschnittlichen Zinssatz der Anleihen
<b>Expected Maturity</b>	Voraussichtlicher Zeitpunkt, an dem die Anleihen durch planmäßige Tilgung und erwartete vorzeitige Rückzahlungen und unter Berücksichtigung eventueller Call-Optionen zurückgezahlt werden.

<b>Extension Risk</b>	Risiko der Vergrößerung der durchschnittlichen Laufzeit durch geringere als erwartete Rückzahlungen der Forderungen.
<b>External Credit Enhancement</b>	Credit Enhancement durch eine dritte Partei (z.B. Garantie)
<b>F</b>	
<b>First Loss Piece</b>	Unterste Tranche einer ABS-Transaktion, auf die Verluste zuerst verrechnet werden, auch <b>Equity Piece</b> genannt
<b>Final Maturity</b>	Spätester Rückzahlungszeitpunkt der Transaktion
<b>Foreclosure</b>	Vollstreckung in das Vermögen des Schuldners der verbrieften Forderung
<b>Funding</b>	Vorgang der Kapitalbeschaffung zum Erwerb der Forderungen beim Special Purpose Vehicle oder Originator
<b>G</b>	
<b>Guaranteed Investment Contract (GIC)</b>	Konto bei einem Finanzinstitut mit minimaler Verzinsung, auf das Zahlungen der ursprünglichen Schuldner vom Servicer eingezahlt werden, falls der Zeitpunkt zwischen Kapitalerhalt und Weitergabe an die Investoren auseinander fällt.
<b>I</b>	
<b>Intermediär</b>	Transaktionspartei zwischen Originator und Investor, z.B. KfW bei den Promise- und Provide-Strukturen. Dadurch wird der Intermediär zum Counterpart bei der Weitergabe der Forderungen an den Kapitalmarkt, nicht der Originator.
<b>Internal Credit Enhancement</b>	Strukturbestandteil zur Verbesserung der Kreditqualität der oberen Tranchen; z.B. Subordination, Discount, ...

## L

<b>Lead Manager</b>	Bank, die das Konsortium zur Platzierung der Transaktion führt und koordiniert.
<b>Legal Final Maturity</b>	Zeitpunkt der Rückzahlung aller Verpflichtungen bei planmäßiger Tilgung
<b>Letter of Credit (LOC)</b>	Besondere Form der Kreditvereinbarung
<b>Lien</b>	Grundpfandrecht
<b>Liquidity Facility</b>	Kreditlinie zur Gewährleistung der Liquidität.  Bei Inanspruchnahme der Fazilität erhält diese Senior-Charakter
<b>Liquidity Risk</b>	Risiko der geringen Handelbarkeit/Liquidität eines Wertpapiers. Bezeichnet das Risiko, ein Wertpapier nicht jederzeit kaufen und verkaufen zu können, ohne große Bid-Offer-Spannen hinnehmen zu müssen.
<b>Loan-to-Value Ratio (LTV)</b>	Bezeichnet das Verhältnis von ausstehendem Kreditbetrag zu Immobilienwert. In Deutschland dem Beleihungsauslauf vergleichbar. Als Immobilienwert kommen verschiedene Ansätze in Betracht, z.B. Marktwert, Bankbewertung, Beleihungswert gemäß Pfandbriefgesetz, ... Durch Tilgungen des Kredites sinkt der LTV während der Laufzeit. Grundsätzlich bedeuten niedrige LTVs geringeres Risiko.
<b>Loss-given-default (LGD)</b>	Anteil der Forderung, der im Verlustfall nicht beigetrieben werden kann = $1 - \text{Recovery rate}$ = Verlustschwere Hierdurch lässt sich der zu erwartende Verlust je Forderung berechnen, sollte es bei dieser zum Ausfall kommen.

## M

<b>Mapping</b>	Mapping bezeichnet die Übersetzung eines bank-internen Ratings in ein Rating gemäß der Skala der Rating-Agenturen.
<b>Master Trust</b>	Emission mehrerer Transaktionen, die durch einen gemeinsamen Sicherheitenpool besichert werden.  Die Verteilung der Sicherheiten erfolgt nach festgelegter Formel
<b>Mortgage Backed Security (MBS)</b>	Wertpapiere, die durch ein Portfolio an Immobilienkrediten besichert sind.
<b>Monoline Insurer</b>	Versicherung, die nur eine Art von Risiko (typischerweise Securitisation Risiko) versichert. Das Rating der Versicherung ersetzt hierbei das Rating der versicherten Tranche, da die Versicherung als Garantieber der versicherten Tranche agiert.
<b>Mortgage</b>	Grundpfandrecht

## N

<b>Negative Amortization</b>	Zahlungseingänge des Schuldners reichen nicht zur Deckung der angefallenen Zinsen. Kreditbetrag erhöht sich
<b>Net Receivables</b>	Zahlungseingänge minus aufgelaufene Zinsen
<b>Non Performing</b>	Die Forderung weist massive Zahlungsstörungen auf, der Schuldner ist in Verzug und eine Abschreibung auf die Forderung ist bereits erfolgt oder absehbar
<b>Notional Amount</b>	Aktuelles Gesamtvolumen des verbrieften Portfolios ist die Berechnungsgrundlage für Zins- und Tilgungszahlungen an die Investoren der Anleihen, entspricht Poolfaktor * ursprüngliches Volumen
<b>Novation</b>	Austausch einer bestehenden Verpflichtung durch eine neue rechtliche Verpflichtung

## O

<b>Obligor</b>	Schuldner/Vertraglich zur Rückzahlung der Forderung Verpflichteter
<b>Offering Circular</b>	Marketing Dokument zur Beschreibung der Transaktion, der Sicherheiten, des Originators und der Struktur
<b>One-Tier Transaction</b>	Direkter Übertrag der Forderungen an das SPE ohne Einschaltung weiterer Zweckgesellschaften
<b>Original LTV-Ratio</b>	Verhältnis von ursprünglichem Kreditbetrag zum damaligen Immobilienwert. => siehe auch LTV
<b>Overcollateralisation</b>	Aufschlag auf Sicherheiten => Sicherheitenwert > Volumen der emittierten Tranchen

## P

<b>Performing</b>	Forderung ohne Leistungsstörung
<b>Pool Factor</b>	Der Poolfaktor bezeichnet das Verhältnis von aktuellem Volumen der Anleihe zu ihrem ursprünglichen Volumen bei Emission.
<b>Pooling and Servicing Agreement</b>	Bestimmung und Zusammenfassung bestimmter Sicherheiten zu einem Portfolio und Festlegung der Verteilung zukünftiger Cashflows zur Bestimmung der Grundgesamtheit der ABS-Transaktion
<b>Premium</b>	Der Preis einer Anleihe liegt oberhalb ihres Par-Wertes
<b>Prepayment Rate</b>	Der Anteil vorzeitiger Rückzahlungen gemessen am Gesamt ausstehenden Volumen der ABS-Transaktion. Vorzeitige Rückzahlungen sind oft abhängig von aktuellen Marktzinsen, falls diese Schuldner eine günstigere Refinanzierung ermöglichen
<b>Prepayment Risk</b>	Negative Ergebnis-Effekte durch vorzeitige Rückzahlung

<b>Pricing</b>	Preisfindung unter Berücksichtigung des Barwerts der erwarteten Cashflows unter gewissen Prepayment-Annahmen
<b>Pro-Rata Amortisation</b>	Verrechnung von Tilgungszahlungen auf alle Tranchen entsprechend ihres prozentuales Anteils am Gesamtvolumen
<b>100% PSA/200% PSA</b>	<p>Ermittlung einer Prepayment-Annahme für ein gegebenes Portfolio.</p> <p>100% PSA bezeichnet eine Prepayment-Rate von zunächst 0,2%, die monatlich um 20bp erhöht wird, bis der Maximalwert von 6% erreicht wird.</p> <p>Bei 200% PSA werden die Annahmen der 100% PSA verdoppelt, also zu Beginn 0,4% und monatliche Steigerung von 40bp auf ebenfalls maximal 6%.</p>
<b>R</b>	
<b>Receivables</b>	Zahlungseingänge aus dem Kapitaldienst der Schuldner
<b>Reinvestment Risk</b>	Risiko der Ertragsverschlechterung durch ungünstige Zinskonstellation für Wiederanlage von Investmenterträgen
<b>Representations and Warranties</b>	Allgemeine vertraglich festgelegte Vereinbarungen und Voraussetzungen einer ABS-Transaktion, üblicherweise über den Zustand und die Art der Sicherheiten
<b>Reserve Account</b>	Credit Enhancement aufgefüllt durch Excess Spread. Häufig auch als "Spread Account". Enthält Reserve Fund
<b>Residential Mortgage Backed Security (RMBS)</b>	Besicherung durch privat genutzte Immobilien
<b>Reverse order of seniority</b>	Verrechnung von Verlusten entgegen der Seniorität von unten nach oben

<b>Revolving Period</b>	Zeitraum der Wiederauffüllung des Portfolios bis zu einer Obergrenze. Wiederauffüllung gebunden an Kriterien der Pool-Zusammensetzung
<b>Risk-Asset Ratio</b>	Eigenkapital-Risikogewichtung der verbrieften Forderungsart
<b>S</b>	
<b>Scheduled Interest/Principal</b>	Planmäßig erwartete Zins-/Tilgungsleistungen
<b>Seasoning</b>	Bisherige Laufzeit der Forderung
<b>Second-Lien Mortgage Loan</b>	Zweitrangiges Grundpfandrecht
<b>Secured Debt</b>	Besicherte Forderung
<b>Senior/Junior</b>	Rangfolge verschiedener Tranchen einer Struktur
<b>Sequentiell</b>	Verrechnung der Amortisation mit der Seniorität von oben nach unten
<b>Servicer</b>	Zuständig für Beitreibung der Forderungen, Ansprechpartner der Schuldner = > <b>Servicing</b>
<b>Shortfall</b>	Liquiditätsengpass
<b>Small and medium sized enterprises (SME)</b>	Kleine und mittlere Unternehmen, Mittelstandskunden
<b>SPE/SPV</b>	Special Purpose Entity oder auch Special Purpose Vehicle; Einzweckgesellschaft
<b>Spread</b>	Zinsmarge einer Tranche über Referenzzins
<b>Static Pool</b>	Portfolio ist in seiner Zusammensetzung während der gesamten Laufzeit nicht veränderbar, das heißt es ist keine Wiederauffüllung möglich

<b>Stress Testing</b>	Die Prüfung der Ausfallwahrscheinlichkeiten und daraus resultierender Verluste unter bestimmten Szenarien und Annahmen zur Ermittlung des Risikogehalts einzelner Anleihen
<b>Subordination</b>	Die Nachrangigkeit oder Anordnung der emittierten Anleihen in einer Reihenfolge, die die vorrangige Bedienung höherer Tranchen verlangt.
<b>Subprime Mortgage Loan</b>	Immobilienkredit an Schuldner mit negativer Zahlungshistorie (Zahlungsausfällen)
<b>Synthetic</b>	Risikotransfer durch Derivate, kein tatsächlicher Verkauf der Forderungen
<b>T</b>	
<b>Tranche</b>	Definierte Risikoklasse einer ABS-Transaktion, wird auch als ABS-Bond, -Note oder Anleihe bezeichnet
<b>Trigger Event</b>	Ereignis, das zu einer Änderung der Struktur oder der Rückzahlung führt; definiert in der Transaktions-Dokumentation
<b>True Sale</b>	Risikoübertrag durch Forderungsverkauf
<b>True Sale Opinion</b>	Bescheinigung über den rechtmäßigen Übergang der Sicherheiten vom Originator zum SPV
<b>Trustee</b>	Treuhänder; Vertreter der Investoren-Interessen
<b>W</b>	
<b>Waterfall/Wasserfall</b>	Rangfolge der Zahlungsverrechnung entsprechend der Seniorität der Anleihen
<b>Weighted-Average Cost of Funds</b>	Durchschnittliche Kosten der Refinanzierung

---

<b>Weighted-Average Coupon</b>	Durchschnittlicher Zinssatz der Struktur
<b>Weighted-Average Foreclosure Frequency</b>	Durchschnittlicher erwarteter Prozentsatz ausgefallener Forderungen unter bestimmten makro-ökonomischen Szenarien
<b>Weighted-Average Loss Severity</b>	Durchschnittlicher erwarteter Verlust bei Ausfall einer beliebigen Forderung des Portfolios
<b>Weighted-Average Maturity</b>	Durchschnittliche Restlaufzeit gewichtet nach Forderungshöhe
<b>Whole Business Securitization</b>	Verbriefung aller zukünftigen Cashflows einer Unternehmung während der Laufzeit der Verbriefung

---

## 17 Index

ABCP	12
ABS-Struktur	6
Asset-Backed Commercial Paper	12
Bullet Payment	18
Call-Date	18
Captives	33
CDO	35
CDO squared	36
Charge-Offs	35
Cherry Picking	22
Clean-Up-Calls	18
CLO	31
CMBS	29
Collateral	16
Collateralised Debt Obligation	35
Collateralised Loan Obligation	31
Commercial Mortgage Backed Securities	29
Covered Bonds	41
Cube CDO	36
Dealer-Floorplan	49
Default Frequency	20

De-Linked-Tranchen	11
Deutschland	47
Discount	16
Due Diligence	21
Enhancement	13
Excess Spread	14, 35
Expected Default Frequency	21
Expected Loss	19
Expected Maturity	18
Factoring	40
Final Maturity	18
Fitch Ratings	19
Frankreich	48
fully funded	8
Garantien	15
Großbritannien	43
Intermediär	15
Investor-Reports	23
Italien	46
Kreditkarten	34
Leasing	33
Liquidity Facility	14
Loss given default	21

Mapping	20
Mastertrust	11
MBS	27
Mezzanine	32
Monitoring	22
Monoline-Insurer	15
Moody's	19
Moral Hazard	23
Mortgage Backed Securities	27
Niederlande	46
Non-Performing Loans	38
NPL	38
Offering Circular	52
Originator	24
Overcollateralisation	16
partially funded	8
Pfandbrief	41
Promise	31
Rating	19
Rating-Agentur	25
Ratingstabilität	49
Rechtsanwälte	25
Reserve Account	14

Reserve Fund	14
Residential Mortgage Backed Securities	27
RMBS	28
Secured Loan Structure	37
Servicer	24
SME-CLO	31
Spanien	45
Special Purpose Vehicle	26
Sponsoren	26
Staatliche Transaktionen	38
Standard & Poor's	19
Subordination	13
Synthetische ABS-Struktur	8
Treuhänder	24
Trigger	17
Delinquency-Trigger	17
Trigger Event	17
True Sale Struktur	10
unfunded	8
WBS	37
Whole Business Securitisation	37

# 18 Disclaimer

## 18.1 Allgemeiner Hinweis:

Diese Publikation ist lediglich eine unverbindliche Stellungnahme zu den Marktverhältnissen und den angesprochenen Anlageinstrumenten zum Zeitpunkt der Herausgabe der vorliegenden Information am 02.02.2006. Die vorliegende Publikation beruht unserer Auffassung nach auf als zuverlässig und genau geltenden allgemein zugänglichen Quellen, ohne dass wir jedoch eine Gewähr für die Vollständigkeit und Richtigkeit der herangezogenen Quellen übernehmen können. Insbesondere sind die dieser Publikation zugrunde liegenden Informationen weder auf ihre Richtigkeit noch auf ihre Vollständigkeit (und Aktualität) überprüft worden. Eine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit können wir daher nicht übernehmen. Die vorliegende Veröffentlichung dient ferner lediglich einer allgemeinen Information und ersetzt keinesfalls die persönliche anleger- und objektgerechte Beratung. Für weitere zeitnähere Informationen stehen Ihnen die jeweiligen Anlageberater zur Verfügung.

Die Bayerische Landesbank hat organisatorische Vorkehrungen in Übereinstimmung mit den gesetzlichen und aufsichtsrechtlichen Regelungen getroffen, um Interessenkonflikte im Zusammenhang mit der Erstellung von Finanzanalysen zu vermeiden. Insbesondere bestehen unternehmensinterne Informationsschranken, die den Analysten den Zugang zu Insiderinformationen versperren.

Die Bayerische Landesbank unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Postfach 50 01 54, 60391 Frankfurt

Die Aktualisierung erfolgt Anlass bezogen, auf das Einstellen der Coverage wird vorab hingewiesen.

Bitte beachten Sie auch die Hinweise auf unserer Webseite [www.bayernlb.de](http://www.bayernlb.de) unter Research.

### 18.3 Disclaimer für das Ausland:

Diese Publikation ist nicht für eine Veröffentlichung in Ländern und eine Verteilung an Personen bestimmt, wenn die Verteilung, Veröffentlichung oder Verwendung den gesetzlichen und aufsichtsrechtlichen Bestimmungen des jeweiligen Landes zuwiderlaufen würde und die Bayerische Landesbank dadurch einer Eintragungs- und Lizenzverpflichtung unterläge. **Insbesondere ist diese Publikation nicht für eine Verteilung in den USA, Kanada und Japan bestimmt. Sie ist lediglich für eine Verteilung in den Ländern Deutschland, Österreich, Schweiz, Italien und Großbritannien im Rahmen der unten beschriebenen Einschränkungen bestimmt.**

Diese Publikation ist urheberrechtlich geschützt. Die Vervielfältigung von Informationen oder Daten, insbesondere die Verwendung von Texten, Textteilen oder Bildmaterial bedarf der vorherigen schriftlichen Zustimmung der Bayerischen Landesbank. Alle Warenzeichen, Servicebezeichnungen und Logos, die in dieser Publikation verwendet werden, sind Warenzeichen bzw. Servicebezeichnungen oder eingetragene Warenzeichen bzw. Servicebezeichnungen der Bayerischen Landesbank.

Diese Publikation wurde ohne Mitwirkung der jeweiligen Emittenten, die Gegenstand der Publikation sind, erstellt.

Diese Publikation dient ausschließlich Informationszwecken und stellt weder eine individuelle Anlageempfehlung noch ein Angebot zum Kauf, Verkauf oder der Zeichnung von Finanzinstrumenten dar. Einzelheiten zu der Ausgestaltung der erwähnten Finanzinstrumente sind dem jeweiligen Verkaufsprospekt zu entnehmen.

Diese Publikation wird in **Großbritannien** durch die Bayerische Landesbank verteilt; sie ist nicht als Aufforderung für eine Anlageentscheidung im Sinne von § 21 des britischen Financial Services and Markets Act 2000 ("FSMA") zu verstehen. Soweit diese Publikation eine Aufforderung darstellen sollte, so ist diese nur gerichtet an:

- (i) "Investment Professionals" im Sinne von § 19(5) des britischen Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001 (in der abgeänderten Fassung; the "Financial Promotion Act");
- (ii) Personen, die unter § 49(2)(a) bis (d) der Financial Promotion Order fallen;
- (iii) alle sonstigen Personen, an die die Publikation zulässigerweise für die in § 21 FSMA genannten Zwecke gerichtet werden darf ("relevant persons").

Personen, die nicht zu dem vorstehenden Personenkreis gehören, können sich nicht auf diese Publikation stützen und auf ihrer Basis Anlageentscheidungen treffen.

Diese Publikation wird in **Italien** durch die Bayerische Landesbank nur an "professional investors" (institutionelle Investoren) gemäß den dortigen gesetzlichen Bestimmungen verteilt.

Diese Publikation wird in der **Schweiz** durch die Bayerische Landesbank gemäß den dortigen gesetzlichen Bestimmungen

**Iris Kaltenhäuser**  
Fixed Income Research  
ABS/Structured Products  
Tel +49 89 2171 27234  
iris.kaltenhaeuser@bayernlb.de

**Redaktion:**  
Bayerische Landesbank  
Unternehmensbereich 5700  
80277 München (= Briefadresse)  
research@bayernlb.de

**Geschäftsgebäude:**  
Bayerische Landesbank  
Brienner Straße 18  
80333 München (= Paketadresse)  
Tel +49 89 2171-21762  
Fax+49 89 2171-21799  
www.bayernlb.de