

Produkte im Fokus

Januar 2007

PIMCO's Anlage in Asset-Backed Securities beinhaltet eine detaillierte Analyse der Kreditrisiken

Asset-Backed Securities (ABS) sind in Europa nach wie vor eine relativ junge Anlageklasse. Mit dem anhaltenden Wachstum des ABS-Markets steigt aber die Vertrautheit der Anleger mit diesen Produkten, die eine attraktive Rendite im Vergleich zu Staatsanleihen und Pfandbriefen bieten können. Die meisten ABS, die in Europa auch Hypothekenverbriefungen, so genannte Mortgage-Backed Securities (MBS), umfassen, verfügen über das höchste Schuldner-Rating von Triple-A. Dadurch bieten ABS eine zusätzliche Möglichkeit zur Diversifikation im Bereich qualitativ hochwertiger Anlagen in einem Anleihenportfolio.

PIMCO ist seit der Einführung von ABS in den USA vor dreissig Jahren ein aktiver Marktteilnehmer und zählte auch in Europa zu den ersten Akteuren, als sich der ABS-Markt Ende der neunziger Jahre entwickelte. Die reichhaltige Erfahrung, die wir über die Jahre in diesem Segment gesammelt haben, spiegelt sich in unserem einzigartigen und umfassenden Ansatz zur Anlage in ABS wider. PIMCO's ABS-Ansatz vereint eine global integrierte, makroökonomische „Top-Down“-Analyse mit einer detaillierten „Bottom-Up“-Kreditanalyse. Unabhängig vom Schuldner-Rating prüfen unsere Analysten eigenständig jedes ABS, das wir für unsere Portfolios in Erwägung ziehen. Alle bestehenden ABS-Anlagen werden zudem laufend überwacht, um etwaige Probleme frühzeitig zu erkennen. In diesem Artikel beleuchten wir die verschiedenen Schritte, die PIMCO bei der Anlage in ABS unternimmt.

Die verschiedenen Schritte unserer ABS-Analyse

PIMCO's Anlageansatz zu ABS beginnt mit der „Top-Down“-Analyse. Im Gegensatz zu vielen anderen Vermögensverwaltern betrachtet PIMCO die Anleihenmärkte mit einem langfristigen Horizont. Wir versuchen dabei, die makroökonomischen Trends zu identifizieren, welche die Anleihenmärkte während der nächsten drei bis fünf Jahre beeinflussen werden, sowie die unmittelbaren Einflüsse der Konjunktur und ihrer Zyklen. Dieser „Top-Down“-Ausblick steuert unsere Investitionsentscheidungen über alle Anlageklassen hinweg und bildet das Grundgerüst für unsere Durationsentscheidung und Positionierung entlang der Zinskurve.

Der Schlüssel zu PIMCO's einzigartigem ABS-Ansatz ist die rigorose „Bottom-Up“-Analyse der einzelnen Wertpapiere, die wir innerhalb dieses makroökonomischen Rahmens durchführen.

Unsere „Bottom-Up“-ABS-Analyse lässt sich in verschiedene Schritte unterteilen. Erstens untersuchen unsere ABS-Spezialisten die Assets, die zur Besicherung der ABS dienen, um deren Marktwert zu bestimmen. Vereinfacht gesagt sollte der Wert der Assets den Wert der Anleihe decken. Zweitens prüfen unsere ABS-Spezialisten die Struktur der Emission wie Tranchierung, Cashflows und Credit Enhancements (Sicherheiten). Sie führen zudem so genannte „Stress-Tests“ durch. Anhand dieser Tests lässt sich bestimmen, wie sich ein Kredit oder eine andere Sicherheit unter

Produkte im Fokus

Januar 2007

weniger günstigen Umständen – z.B. in einer Rezession – entwickelt und wie die Zahlungsströme in verschiedenen Szenarien verlaufen würden. Für diese Tests verwenden wir eine eigene Datenbank, die basierend auf historischen Daten für jede Anlageklasse Verlaufskurven für Zahlungsverzögerungen, -ausfälle und Kreditverluste zeigt.

Wenn ein ABS aufgrund der zugrundeliegenden Assets, der Zahlungsströme und -struktur attraktiv erscheint, analysieren wir alle in die ABS-Emission involvierten Parteien sowie die Bedingungen, unter denen das ABS emittiert wurde. Zu diesen Faktoren zählen:

- Fundamentaldaten der jeweiligen Branche, z.B. der Autoindustrie
- Qualität und Erfahrung des so genannten „Loan Servicer“, der für den Forderungseinzug verantwortlich ist
- Konkursrisiko des Forderungsverkäufers und die möglichen Folgen für die ABS-Anleihe
- Regulatorische Rahmenbedingungen und
- Wert der sogenannten „Embedded Options“, das heisst von den im ABS enthaltenen Optionen, die aus der Möglichkeit zur vorzeitigen Rückzahlung des Kredits, eines Höchstzinssatzes oder anderer Derivatestrukturen resultieren, die den Wert der Anleihe beeinflussen können.

Letztlich wollen wir sicherstellen, dass wir die sichersten Anlagen mit dem weltweit besten relativen Wert für unsere Portfolios wählen. Wenn wir zum Beispiel erstrangige Tranchen kaufen, analysieren wir genau die Allokation der Kapitalrückzahlungen. Im Allgemeinen bevorzugen wir Transaktionen, bei denen unsere Forderungen als höherrangige Gläubiger zuerst bedient werden anstelle von Transaktionen, die pro rata an alle Investoren gleichermassen tilgen.

In all diesen Schritten unserer ABS-Analyse verfolgen wir einen multidisziplinären Ansatz. Unsere 21 ABS-Spezialisten – neun in Europa, elf in den USA und einer in Asien – arbeiten bei der Beurteilung einer Branche und des „Originators“ eng mit unseren Unternehmensanalysten zusammen. Weil wir ABS als eine hybride Anlageklasse betrachten, die sowohl Kredit- als auch Derivatrisiken beinhalten kann, greifen unsere ABS-Spezialisten auch auf das Wissen von PIMCO's Derivateteam zurück. Das Derivatrisiko entsteht aus den so genannten „Embedded Options“. Diese Optionen resultieren beispielsweise aus der Möglichkeit eines Eigenheimbesitzers, das Darlehen vor Ablauf der Hypothekelaufzeit zurückzuzahlen. Im Gegensatz zu den USA sind die Wirkungen von Embedded Options auf MBS – dem grössten ABS-Sektor in Europa – weniger stark aufgrund zweier wesentlicher Unterschiede. Erstens dominieren variabel verzinsten Hypotheken den europäischen Immobilienmarkt. Zweitens sind die Gebühren für eine frühzeitige Rückzahlung einer Hypothek relativ hoch, wodurch das Risiko einer vorzeitigen Tilgung sinkt.

PIMCO wählt seine Investitionen aus dem gesamten ABS-Spektrum in Bezug auf Kreditqualität und Art der Sicherheit. Basierend auf unserer Erfahrung wissen wir, dass Aufmerksamkeit für Details, wie wir sie in unserem Ansatz aufgezeigt haben, den

Produkte im Fokus

Januar 2007

Unterschied zwischen voller Rückzahlung und dem Verlust des eingesetzten Kapitals bedeuten kann, wenn sich die zur Sicherung der ABS verwendeten Forderungen nicht wie erwartet entwickeln.

Überwachung: Der Schlüssel zu einem qualitativ hochwertigen Portfolio

Damit unsere ABS-Portfolios eine hohe Kreditqualität bewahren, auch nachdem wir investiert haben, überwachen wir die ABS-Positionen eingehend. Etwaige Probleme werden so früh erkannt. Während den ersten Monaten wird die Performance eines ABS besonders intensiv überwacht um sicherzustellen, dass die Zahlungen tatsächlich wie erwartet in den Trust fliessen und dass sie entsprechend den formulierten Bedingungen der Transaktion verwendet werden. Basierend auf dieser fortlaufenden Performance-Analyse entscheiden wir, wann wir ABS behalten oder zur Erhaltung der Qualität des Portfolios verkaufen wollen.

Das frühzeitige Erkennen von Problemen erlaubt uns den Ausstieg aus einer Position, beziehungsweise den Verkauf, ohne im Markt zusätzliche Kosten in Kauf nehmen zu müssen.

Der grösste Teil der Überwachung unserer ABS-Portfolios erfolgt nunmehr automatisch. Zu diesem Zweck hat PIMCO eine eigene Datenbank angelegt mit historischen Daten sowie einem ständigen Fluss an aktuellen Informationen: Cashflow- und Performance-Daten zu einzelnen Verbriefungen, Studien der Rating-Agenturen sowie Medienberichte. Anhand der Datenbankanalyse können unsere Analysten jene Anleihen identifizieren, die eine weitergehende Untersuchung benötigen. Die Automatisierung setzt somit Ressourcen frei und erlaubt unseren ABS-Spezialisten, sich auf jene Transaktionen zu konzentrieren, die grössere Aufmerksamkeit erfordern.

Während der vergangenen Jahre wurde der Markt kaum von Kreditproblemen geplagt, was in erster Linie auf die niedrigen Zinsen und den robusten Immobilienmarkt zurückzuführen war. Die gute Performance führte zu einem recht hohen Mass an Sorglosigkeit unter den Anlegern, was sich wiederum in schwächeren ABS-Strukturen, aggressiverer Zeichnung der Emissionen und geringer Differenzierung zwischen den verschiedenen Emittenten und „Loan Servicers“ auswirkte. Dieser Trend dürfte in den kommenden Jahren eine Wende erfahren. Die detaillierte „Top-Down“- und „Bottom-Up“-Analyse von ABS-Strukturen und deren Kreditqualität, wie sie PIMCO in ihrem Ansatz verwendet, werden dann noch wichtiger werden.

Schlussfolgerung

ABS können Anlegern eine attraktive Rendite bieten – oft in Kombination mit dem höchsten Schuldner-Rating. Eine rigorose Kreditanalyse ist jedoch entscheidend. PIMCO ist seit über dreissig Jahren im ABS-Markt aktiv. Basierend auf dieser Erfahrung haben wir einen umfassenden globalen Ansatz für diese Anlagekategorie entwickelt. Um den besten relativen Wert bei geringstem Risiko zu finden, vereinen wir „Top-Down“-Konjunkturprognosen mit der gründlichen „Bottom-Up“-Kreditanalyse jeder einzelnen Transaktion. Unsere ABS-Überwachungssysteme lassen uns etwaige

Produkte im Fokus

Januar 2007

Probleme frühzeitig erkennen und sichern somit eine konstant hohe Qualität des Portfolios. Dabei ermöglicht die weitgehende Automatisierung bei der Überwachung einen optimalen Einsatz unserer Ressourcen.

London

PIMCO Europe Ltd
Nations House
103 Wigmore Street
London W1U 1QS
England
44-20-7872-1300

München

PIMCO Europe Ltd, Zweigniederlassung München
Nymphenburger Straße 112-116
80636 München
Deutschland
49-89-1221-90

Rotterdam

PIMCO Europe Ltd, Rotterdam Branch
Lichtenauerlaan 120-140
3062 ME Rotterdam
The Netherlands

PIMCO Europe Ltd., PIMCO Europe Ltd. Rotterdam Branch und PIMCO Europe Ltd. Zweigniederlassung München sind von der Financial Services Authority in Großbritannien zugelassen und werden von dieser beaufsichtigt. PIMCO Europe Ltd. Zweigniederlassung München unterliegt zusätzlich der Aufsicht durch die BaFin gemäß § 53b des Gesetzes über das Kreditwesen in Deutschland und PIMCO Europe Ltd. Rotterdam Branch unterliegt zusätzlich der Aufsicht durch die AFM in den Niederlanden. Die Dienstleistungen und Produkte, die PIMCO Europe Ltd. anbietet, sind nur für Anleger bestimmt, die unter die Kategorien "Market Counterparty" oder "Intermediate Customer" fallen, wie sie im Handbuch der Financial Services Authority definiert werden. Sie stehen Kleinanlegern nicht zur Verfügung, die sich nicht auf die vorliegende Mitteilung verlassen sollten.

Jeder Sektor des Rentenmarktes birgt Risiken. Manche Anleihen können Gewinne erzielen und es können von Zeit zu Zeit Steuerverbindlichkeiten entstehen. Jegliche Garantie bei Staatsanleihen bezieht sich lediglich auf die pünktliche Rückzahlung des gezahlten Kapitals und die Zinszahlungen. Die Anteile eines Portfolios, das in Staatsanleihen investiert, werden nicht garantiert. Bei Unternehmensanleihen gibt es keine Garantie, dass der Emittent seine Verpflichtungen erfüllen wird.

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist keine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung. Diese Veröffentlichung gibt die Meinung des Verfassers zum Zeitpunkt ihrer Erstellung wieder, aber nicht unbedingt die der PIMCO Gruppe. Sie stellt keine Empfehlung für eine bestimmte Wertpapierstrategie oder ein bestimmtes Anlageprodukt dar. Die vom Verfasser geäußerten Ansichten können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Diversifikation sichert nicht vor Verlusten. Die hier enthaltenen Informationen stammen aus Quellen, die wir für zuverlässig halten. Jedoch wird keine Gewähr für deren Richtigkeit und Vollständigkeit übernommen. Diese Veröffentlichung dient ausschließlich zu Informationszwecken und sollte nicht als Anlageberatung oder als ein Angebot zum Verkauf eines Wertpapiers verstanden werden. Ohne ausdrückliche schriftliche Erlaubnis darf kein Teil dieser Veröffentlichung in irgendeiner Form vervielfältigt oder in anderen Publikationen zitiert werden.