

## Bond Basics

Januar 2007

### Bond Basics: Asset-Backed Securities

Asset-Backed Securities (ABS) können Investoren eine hohe Bonität sowie attraktive Renditen im Vergleich zu Staatsanleihen und Pfandbriefen bieten. Die Vielfalt innerhalb des ABS-Sektors bietet Investoren zudem die Möglichkeit, ihre qualitativ hochstehenden Anlagen ohne signifikant höhere Risiken zu diversifizieren.

Dieser Artikel erklärt die Grundlagen von ABS sowie die wichtigsten Ursachen für ihre Popularität bei Emittenten und Anlegern.

#### Was sind Asset-Backed Securities?

Asset-Backed Securities, die ihre Anfänge in den siebziger Jahren in den USA hatten, sind Anleihen, die durch Pools von Darlehen – wie zum Beispiel Leasing – gedeckt sind. ABS können in Europa aus einer Vielzahl von Assets generiert werden, wie zum Beispiel privaten oder gewerblichen Hypotheken, Autokrediten oder auch Kreditkartenschulden.

Der Prozess, in dem Anleihen aus einem Pool von Darlehen oder Forderungen generiert werden, nennt sich **Verbriefung (Securitisation)**. Bei diesem Vorgehen wählt ein so genannter Originator – typischerweise eine Bank, aber auch andere Finanzinstitute sowie Regierungen und andere Gläubiger kommen in Frage – einen bestimmten Forderungspool aus seiner bestehenden Bilanz aus. Diesen Darlehen-Pool verkauft der Originator an ein so genanntes Special Purpose Vehicle (SPV), eine Ein Zweckgesellschaft, die eigens für die Verbriefung errichtet wird. Das SPV seinerseits emittiert die ABS.

Ziel des Verbriefungsprozesses ist es, die Darlehen so weit vom Forderungsverkäufer (Originator) zu isolieren, dass die Zahlungen an die ABS-Investoren ausschliesslich vom Darlehen-Pool stammen anstatt vom Originator. Dazu muss es sich beim Verkauf des Darlehen-Pools an das SPV um einen so genannten „True Sale“ handeln, das heisst einen echten Verkauf in rechtlicher Hinsicht. Durch einen echten Verkauf erscheinen die Forderungen nicht mehr als Assets in der Bilanz des Darlehensgebers/Originators. Selbst wenn der Darlehensgeber in Konkurs gehen sollte, werden die Zahlungsansprüche der Anleger weiterhin aus dem Asset Pool gedeckt. Der „True Sale“ unterscheidet ABS von anderen Anleihenarten, in denen die Zahlungsverpflichtungen üblicherweise beim Darlehensgeber/Originator liegen.

Die Leistungen aus den zugrundeliegenden Darlehen können entweder direkt an die Anleger weitergegeben werden, sobald sie zum SPV gelangen, oder sie können im SPV für eine bestimmte Zeit gebündelt und gemäss einem bestimmten Zahlungsmodus, der auf die Präferenzen der Anleger zugeschnitten ist, in Form von Kapital und Zinsen ausgeschüttet werden. Einzelne Hypotheken- und Autokredit-ABS leiten die monatlichen Raten der Schuldner als monatliche Anleihen Zahlungen direkt an ABS-Investoren weiter. Die Zahlungsströme vieler anderer Asset-Typen, einschliesslich Kreditkarten, werden in der Regel im SPV gebündelt. Zinsen werden quartalsweise oder halbjährlich bezahlt und das Kapital am Ende der Laufzeit der ABS zurückbezahlt.

## Bond Basics

Januar 2007

Hier spricht man von einer „Bullet“-Zahlungsstruktur, die jener von vielen Unternehmensanleihen ähnelt.

Die Zahlungsstruktur eines ABS hängt von der Nachfrage der Investoren und zu einem gewissen Grad von der Art der zugrundeliegenden Forderungen ab. Im Allgemeinen weisen Autokredit-, Kreditkarten- und andere Konsumkreditschulden kurze bis mittlere Laufzeiten zwischen drei und sieben Jahren auf. Der Grund für diese Laufzeitenwahl liegt in der relativ kurzfristigen Natur der Assets, die es erlaubt, die Nachfrage nach qualitativ hochstehenden Anlagen in diesem Laufzeitenspektrum zu erfüllen. ABS, die durch Hypotheken besichert sind – so genannte Mortgage-Backed Securities (MBS) –, verfügen meist über längere Laufzeiten und decken damit andere Investorenbedürfnisse ab. ABS, die mit äusserst kurzfristigen Verpflichtungen wie Kreditkartenforderungen besichert sind, können entsprechend den Bedürfnissen der Anleger für beliebige Laufzeiten gestaltet werden, da laufend neue Assets in den Pool fließen, während Schuldner ältere Forderungen abzahlen.

MBS sind in Europa im Allgemeinen in der Kategorie der ABS oder Verbriefungen enthalten. Dies ist ein wichtiger Unterschied zu den USA, wo sich zwei verschiedene Marktsegmente für Hypotheken und andere Kredite entwickelt haben.

Es gibt zwei wesentliche Gründe für diesen Unterschied. Erstens ist eine typische US-Privathypothek eine Anlage, die ein hohes **Risiko vorzeitiger Rückzahlungen oder Zinsänderungen** beinhaltet. Die meisten US-Hypotheken sind fest verzinst und die meisten Kreditgeber belasten Schuldner oft keine Gebühr für eine vorzeitige Rückzahlung. Ändert sich das Zinsniveau, können die Rückzahlungen von Hypotheken rasch zunehmen oder fallen. Anleger in hypothekenbesicherte ABS können dadurch ihr Geld früher oder später als erwartet zurückerhalten. Im Gegensatz dazu sind viele Hypotheken in Europa variabel verzinst und viele Kreditgeber erheben hohe Gebühren im Falle einer vorzeitigen Rückzahlung. Weil für europäische Hypothekenschuldner wenig Anreiz zur vorgezogenen Rückzahlung besteht, neigen MBS in Europa zu einem ähnlichen Rückzahlungsverhalten wie andere Formen von ABS.

Zweitens beinhalten die meisten US-Hypotheken eine ausdrückliche oder implizite Garantie der US-Regierung. Dadurch sind die Kreditrisiken im amerikanischen MBS-Markt relativ gering. Europa kennt keine ähnliche Garantie, weshalb europäische MBS ähnliche Kreditrisiken wie andere ABS beinhalten.

### „Credit Enhancement“ unterscheidet ABS von anderen Anlagen

Im Gegensatz zu den meisten anderen Anleihen hängt die Kreditqualität in einer ABS-Transaktion nicht vom Emittenten ab, sondern vielmehr von der Performance der zugrundeliegenden Kredite, das heisst ob Schuldner ihre Zahlungsverpflichtungen erfüllen. Um ABS-Anleger vor möglichen Zahlungsverzügen oder gar Kreditausfällen zu schützen, enthalten ABS so genanntes „Credit Enhancement“, das die Verpflichtungen aus der Emission stützt.

## Bond Basics

Januar 2007

Im Lauf der Zeit haben sich verschiedene Formen von Credit Enhancement entwickelt, die bei ABS-Transaktionen oft in Kombination zum Einsatz kommen. Die häufigsten Formen des Credit Enhancement sind:

- **Subordination.** Bei dieser Form des Credit Enhancement wird die ABS-Anleihe in verschiedene Tranchen unterteilt. Übergeordnete, so genannte „Senior“-Tranchen werden bei Zahlungen gegenüber nachrangigen, so genannten „Subordinated“-Klassen bevorzugt behandelt. Etwaige Verluste aus den zugrundeliegenden Forderungen betreffen damit zuerst die untergeordneten ABS-Tranchen. Entsprechend ihrem relativen Kreditrisiko erhalten übergeordnete Klassen üblicherweise das höchste Rating bei der geringsten Rendite, während die nachrangigen Tranchen tiefere Ratings und höhere Renditen bieten.
- **Excess Spread.** Excess Spread ist die überschüssige Renditedifferenz zwischen dem durchschnittlichen Coupon (oder Zins) auf den zugrundeliegenden Darlehen und dem Coupon der ABS. Wenn zum Beispiel ein Pool von Autokrediten einen durchschnittlichen Zins von 7% aufweist und die ABS basierend auf diesem Pool einen Coupon von 6% ausschütten, beträgt der Excess Spread aus dieser ABS-Transaktion einen Prozentpunkt. Dieses Polster von 1% kann zur Deckung von ersten Verlusten oder Zahlungsverzügen dienen, so dass die Anleger davon nicht betroffen sind.
- **Overcollateralisation.** Oft übersteigt der Wert der Assets in einem Forderung-Pool den Wert der emittierten Anleihen. Dieser Überschuss dient als Schutz vor Verlusten.
- **Cash Collateral Account oder Reserve Account.** Der Originator kann Barmittel in einem separaten Konto bereithalten, beispielsweise fünf bis zehn Prozent der gesamten ABS-Transaktion, um etwaige Verluste bei den Darlehen zu decken. Ein Bargeldkonto, das von einer Drittpartei gegen eine Gebühr geführt wird, nennt sich Cash Collateral Account, während ein vom Originator geführtes Konto als Reserve Account bezeichnet wird.
- **Financial Guarantees.** Unter diesen Finanzgarantien, auch „Wrap“ genannt, versteht man die Versicherung einer Anleihe, die vom Originator zum Schutz der Anleger vor Verlusten gekauft wird. Diese Garantien steigern die Attraktivität eines ABS für Investoren. Zu den Anbietern zählen Anleiheversicherungsgesellschaften wie Ambac, Financial Guaranty Insurance Company und MBIA.

### Warum werden ABS emittiert?

Ein Verbriefungsprogramm – einschliesslich eines Systems zur Überwachung der Performance der Assets – kann teuer sein. Allerdings bietet die Kapitalaufnahme mittels ABS mehrere Vorteile gegenüber traditionellen Formen der Finanzierung wie beispielsweise Unternehmenskrediten:

- **Geringere Kapitalkosten.** Weil die Assets vom Originator/Kreditgeber getrennt sind, kann ein ABS ein deutlich höheres Kreditrating erhalten als der Originator. Daraus ergeben sich niedrigere Zinszahlungen an Anleger, wodurch die Kapitalkosten insgesamt für den Originator reduziert werden.

## Bond Basics

Januar 2007

- **„Off-Balance-Sheet“-Behandlung.** Mit dem Verkauf der Kreditguthaben an eine eigenständige Gesellschaft in einem „True Sale“ werden die Positionen der Bilanz des Originators entnommen, also „Off Balance Sheet“. Dies erlaubt dem Originator, mehr Darlehen zu vergeben beziehungsweise mehr Forderungen zu generieren.
- **Reduzierte Eigenkapitalanforderungen.** Regulatoren verlangen, dass Banken die von ihnen vergebenen Kredite mit Eigenkapital zur Deckung möglicher Kreditausfälle unterlegen; die Kapitalanforderungen für verbriefte Darlehen sind deutlich geringer, da das Kreditrisiko weitgehend auf die ABS-Transaktion übertragen wurde.

### Warum in ABS investieren?

Aufgrund der Komplexität von ABS engagieren Anleger oftmals Spezialisten, um die Anleihen zu analysieren. Lohnt sich dieser Aufwand für ABS-Investoren?

ABS bieten unter anderem folgende Vorteile:

- **Hohe Kreditqualität.** Im Lehman-Brothers-European-ABS-Index sind 91% der ABS mit der höchsten Bonität von Triple-A bewertet. Weil heute so wenig Gesellschaften und Banken über ein Triple- oder gar Double-A-Rating verfügen, können ABS das Bedürfnis von Anlegern nach Investitionen mit hoher Qualität abdecken.
- **Diversifizierung.** Mit dem Kauf von ABS können Anleger eine Diversifizierung gegenüber anderen Anleihen mit hohem Rating wie zum Beispiel Pfandbriefen, Staatsanleihen oder Agencies erlangen. Gleichzeitig ist das ABS-Universum sehr vielseitig, denn ABS werden mit sehr unterschiedlichen Darlehen besichert, die ausserdem individuelle Zahlungs- und Bonitätscharakteristika aufweisen.
- **Rendite.** ABS können bei ähnlichen Ratings und Laufzeiten höhere Renditen erwirtschaften als Staatsanleihen und vergleichbare Renditen wie Unternehmensanleihen.
- **Geringeres Event-Risiko.** Durch die Trennung der Assets vom Originator werden die ABS von Ereignissen separiert, die den Originator betreffen wie die Übernahme des Originators durch eine andere Gesellschaft oder eine Rating-Verschlechterung. Gut strukturierte ABS können sogar vom Konkurs eines Originators unbeeinflusst bleiben.

### Risiken einer Investition in ABS

Trotz der höheren Kreditqualität sind Risiken mit der Investition in ABS verbunden.

Wie Unternehmensanleihen tragen ABS ein **Kredit- oder Ausfallrisiko**. Wenn viele Schuldner der zugrundeliegenden Anleihen ihren Forderungen nicht nachkommen, können die Verluste das Niveau des Credit Enhancement übersteigen und zu Verlusten bei den ABS-Anlegern führen. Einzelne ABS beinhalten auch **Zinsrisiken** oder Risiken aus vorzeitiger Rückzahlung. Eine Zinsänderung kann das Zahlungsverhalten bei Darlehensnehmern verändern, was wiederum den Ertrag auf einer ABS-Investition beeinflussen kann. Obwohl viele Kreditgeber in Europa Gebühren für die vorzeitige Rückzahlung einer Hypothek erheben, ist dennoch eine Häufung vorzeitiger

## Bond Basics

Januar 2007

Rückzahlungen bei Hypotheken oder anderen Assets, zum Beispiel bei Autokrediten, möglich.

ABS beinhalten auch Strukturrisiken aufgrund einer ABS spezifischen Eigenschaft, der **frühzeitigen Amortisation**, auch „**Early Payout**“-**Risiko** genannt. Um Anleger vor Verlusten zu schützen, werden Auslöser, so genannte „Trigger“, in die ABS-Struktur eingebaut, die zu einer vorzeitigen Rückzahlung der Anleihe führen können. Diese Trigger sind bei jeder Transaktion unterschiedlich gestaltet und können unter anderem folgende Formen umfassen: einen starken Anstieg der Kreditausfälle bei den zugrundeliegende Darlehen, einen starken Fall der „Credit Enhancement“-Niveaus oder auch den Konkurs des Originators. Sobald die frühzeitige Amortisation beginnt, werden alle Kreditleistungen der Schuldner dazu benutzt, die Anleihe so rasch wie möglich zurückzuzahlen.

### Schlussfolgerung

Für Anleger können ABS aufgrund höherer Qualität, höheren Renditen im Vergleich zu anderen Anleihen und aufgrund des Diversifikationseffektes attraktiv sein. Die Verbriefung erlaubt Banken, Regierungen und anderen Gläubigern, Anleihen aus den Zahlungsströmen ihrer Darlehen zu schaffen. Das Schlüsselement bei der Verbriefung ist der echte rechtliche Verkauf vom Kreditgeber/Originator an eine Einzweckgesellschaft, das SPV. Im Falle eines solchen „True Sale“ gehen die Zahlungsverpflichtungen vom Originator auf das SPV über. Dadurch fallen die Darlehen aus der Bilanz des Kreditgebers, und ABS-Anleger sind geschützt, selbst wenn der Originator in Konkurs gehen sollte, weil sie die alleinigen Rechte an den Zahlungsströmen aus den zugrundeliegenden Darlehen haben.

#### 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

## Bond Basics

Januar 2007

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.