

## Produkte im Fokus

Januar 2007

### Felix Blomenkamp erläutert den europäischen Markt für Asset-Backed Securities



#### Felix Blomenkamp, CFA

Senior Vice President, Portfolio Manager

Herr Blomenkamp ist Senior Vice President und Portfoliomanager bei PIMCO. Als Leiter des European Collateralized Sector Teams verantwortet er den Bereich Asset-Backed Securities und Pfandbriefe in Europa. Herr Blomenkamp trat 1998 in das Unternehmen ein, nachdem er bei der Allianz Lebensversicherungs-AG in Stuttgart als Portfoliomanager für den Darlehensbestand zuständig gewesen war. Herr Blomenkamp verfügt über elf Jahre Erfahrung im Portfoliomanagement und besitzt einen Abschluss als Diplom-Kaufmann in Betriebswirtschaft der Universität Würzburg.

*Asset-Backed Securities (ABS) sind eine relativ neue Anlageklasse in Europa, in der PIMCO eine weitläufige Expertise erarbeitet hat. Im untenstehenden Interview gibt Portfoliomanager Felix Blomenkamp einen Überblick über den europäischen ABS-Markt und erläutert ABS als Anlagealternative für europäische Anleiheninvestoren.*

**Q: Sie sind als europäischer Spezialist für Asset-Backed Securities (ABS) in einem globalen Team tätig. Welches sind, Ihrer Erfahrung nach, die größten Unterschiede zwischen dem europäischen und amerikanischen ABS-Markt?**

**Blomenkamp:** Zu den wesentlichen Unterschieden zwischen dem europäischen und amerikanischen ABS-Markt zählt, dass der amerikanische ABS-Markt deutlich älter ist als der europäische. Die Anfänge des US-Marktes liegen in den siebziger Jahren, als die klassischen Hypothekenverbriefungen, so genannte Mortgage-Backed Securities (MBS), an den Markt kamen. Zu Beginn der neunziger Jahre entwickelte sich der US-Markt weiter mit der Einführung von heute ebenfalls gängigen Verbriefungen wie Commercial Mortgage-Backed Securities (CMBS) und Konsumkredit-ABS. Das europäische ABS-Segment existiert erst seit Ende der neunziger Jahre in nennenswerter Größe. Dabei folgte der Markt dem Beispiel der USA.

Abgesehen vom Startzeitpunkt unterscheiden sich die beiden Märkte auch hinsichtlich ihrer Größe. Der amerikanische ABS-Markt ist trotz der starken Wachstumsraten in Europa immer noch deutlich tiefer. Der unterschiedliche Umfang wirkt sich auch auf die Liquidität aus. Obwohl Europa aufholt, ist der US-Markt weiterhin der liquidere, und dies spiegelt sich auch in den Renditedifferenzen, also den Spreads, wider. In den USA sind die Spreads in vielen ABS-Klassen enger, und es ist nicht die Qualität der Emission, die den Unterschied macht.

**Q: Warum haben ABS so lange gebraucht, um in Europa Fuss zu fassen?**

**Blomenkamp:** Im Allgemeinen, denke ich, ist es ein typisches Phänomen, dass sich Kapitalmarktrends zuerst in den USA entwickeln und dann den Weg nach Europa finden. Dazu muss man auch sagen, dass Europa vor der Einführung des Euros als

## Produkte im Fokus

Januar 2007

Buchwährung 1999 über keinen homogenen Markt verfügt hat. Trotz des nach Währungsräumen zersplitterten Marktes sind Mitte der neunziger Jahre zwar vereinzelt ABS in verschiedenen Währungen emittiert worden. Die Einführung des Euros hat das Wachstum des ABS-Marktes in Europa aber sehr begünstigt.

### Q: War die Größe der verfügbaren Asset Pools in Europa ein Problem für die Verbriefungen?

**Blomenkamp:** Nicht unbedingt. Natürlich haben wir in den USA und in Europa unterschiedliche Strukturen, insbesondere wenn ich an das größte Segment der MBS denke, das wir in Europa ebenfalls zu den ABS zählen. In Europa haben wir Pfandbriefe. Viele Banken können sich daher über Pfandbrief-Instrumente anstatt MBS finanzieren. Dies trifft neben Deutschland auch auf andere Länder mit Pfandbriefprodukten zu, wie etwa Dänemark. Großbritannien hat zwar ebenfalls einen großen Hypothekarmarkt, aber durch das Fehlen von Pfandbriefen werden massiv MBS zur Refinanzierung der Banken eingesetzt.

### Q: Gab es europäische Länder, die bei der Einführung von ABS schneller waren als andere?

**Blomenkamp:** Großbritannien spielte, geprägt unter anderem durch die sprachliche Nähe zu den USA, eine Vorreiterrolle im europäischen ABS-Markt. In erster Linie sahen und sehen wir in Großbritannien immer noch MBS als dominierende Klasse, weil dort kein gängiges Pfandbriefprodukt eingesetzt wird. Die großen Hypothekenhäuser nutzen daher den MBS-Markt sehr rege und Emissionsvolumen von bis zu 4 oder 5 Milliarden £ sind keine Seltenheit. Durch diese hohen Volumina hat sich auch die Liquidität verbessert.

### Q: Sehen Sie unterschiedliche Trends und Vorlieben bezüglich ABS-Produkten in einzelnen europäischen Ländern?

**Blomenkamp:** Selbst wenn man Großbritannien ausklammert, gibt es im einheitlichen Währungsraum des Euros deutliche Unterschiede zwischen den Ländern. Diese Unterschiede hängen mit den verschiedenen Rahmenbedingungen für Verbriefungen zusammen, denn einzelne Länder waren bei der ABS-freundlichen Gestaltung schneller als andere. Italien hat zum Beispiel einen sehr entwickelten ABS-Markt, in dem neben Hypotheken zum Beispiel auch Leasing-Kredite verbrieft werden. Wir sehen auch Transaktionen des italienischen Staates, der Forderungen verbrieft, um Mittel für sein Budget aufzunehmen. Das Angebot an ABS ist in Italien also sehr vielfältig, und andere Länder waren da vielleicht nicht ganz so kreativ.

In Deutschland hatten wir in den vergangenen Jahren ebenfalls einen aktiven Markt. Aufgrund der gesetzlichen Rahmenbedingungen in Deutschland haben synthetische ABS den Großteil der Emissionen ausgemacht, während nur ein kleiner Teil der Transaktionen Cash Deals waren. Im Rahmen einer synthetischen ABS-Struktur wird der Risikotransfer in erster Linie mit einem Kreditderivat erzielt, einem so genannten Credit Default Swap (CDS).

## Produkte im Fokus

Januar 2007

Zwei Aspekte innerhalb der gesetzlichen Rahmenbedingungen in Deutschland waren für die Bevorzugung von synthetischen Strukturen ausschlaggebend. Erstens brachte das Regelwerk Probleme bei der Übertragbarkeit der Assets. Zweitens braucht eine Bank oft nicht zwingend liquide Mittel, sondern will nur eine Entlastung des Eigenkapitals erreichen; dazu genügt eine synthetische Transaktion. Das Volumen an Cash-Transaktionen ist jüngst unter anderem aufgrund einer Gesetzesinitiative deutlich gewachsen, welche die Rahmenbedingungen für Cash-Transaktionen verbessern soll.

### **Q: Welche Aspekte der Rahmenbedingungen beeinflussen die Entwicklung des ABS-Marktes am stärksten?**

**Blomenkamp:** Bei den Rahmenbedingungen geht es allgemein um das gesetzliche Regelwerk, das die Abtretung und Übertragung von Forderungen an eine andere Gesellschaft ermöglicht. Steuerliche Aspekte zählen ebenfalls dazu. Ein Beispiel dazu aus Deutschland ist die Frage, ob die Übertragung von Forderungen an eine Einzweckgesellschaft (Special Purpose Vehicle) umsatzsteuerpflichtig ist.

Es kommt also auf jedes einzelne Land an, inwieweit es die Attraktivität von ABS fördern und den Kapitalmarkt pflegen will. Nehmen wir zum Beispiel einen Gesetzgeber, der bei einer Emission keine Kündigungsmöglichkeit vorsieht. Gerade MBS haben jedoch sehr lange Laufzeiten, und das Fehlen einer Kündigungsmöglichkeit kann MBS relativ unattraktiv machen. Insofern spielen die Rahmenbedingungen also eine wichtige Rolle bei der Entwicklung eines Marktes.

### **Q: Welches sind die wichtigsten Akteure im europäischen ABS-Markt?**

**Blomenkamp:** Großbritannien dominiert den europäischen ABS-Markt ganz klar. Geschätzte 40 bis 45 Prozent aller Transaktionen kommen aus Großbritannien, getrieben durch die großvolumigen Hypothekenverbriefungen. Daneben ist Italien ein sehr starker Player mit einem Emissionsvolumensanteil von 15 bis 20 Prozent. Spanien hat ebenfalls einen starken Markt für MBS, gefolgt von den Niederlanden und Deutschland. Über die Jahre gab es kaum Verschiebungen in dieser Rangliste. Deutschland gewann zum Beispiel durch die erwähnte Gesetzesänderung zwar an Cash-Volumen, allerdings war der Risikotransfer mit synthetischen ABS zuvor schon hoch.

### **Q: Wie haben sich die Emissionsvolumen im europäischen ABS-Markt entwickelt?**

**Blomenkamp:** Das Wachstum ist immer noch recht dynamisch. Wir hatten in 2005 Emissionsvolumen von insgesamt fast 320 Milliarden €. Diese Summe umfasst alle Währungen, aber Euro- und Pfund-Sterling-Emissionen machen den Großteil aus. Für 2006 erwarten wir wiederum ein Volumen von deutlich über 300 Mrd €. In 1998 und 1999 lag das Niveau der Emissionen noch unter 50 Mrd €. Das sind also doch recht hohe Wachstumsraten.

## Produkte im Fokus

Januar 2007

### **Q: Hat in Europa die Nachfrage nach ABS mit dem Emissionsangebot mitgehalten?**

**Blomenkamp:** Auf jeden Fall. Im Grunde ist es noch immer ein recht junges Marktsegment, und es findet immer mehr Zuspruch unter Anlegern. Die Nachfrage ist aber nicht nur mitgewachsen, sondern ist inzwischen so hoch, dass Emissionen jeweils deutlich überzeichnet sind. Die größten Investoren in ABS sind unter anderem Banken, Vermögensverwalter und Versicherungen.

### **Q: Woher rührt diese hohe Nachfrage nach ABS?**

**Blomenkamp:** Die hohe Nachfrage hängt erstens mit den interessanten Charakteristika der ABS zusammen. Dazu gehören zum Beispiel die hohe Rating-Stabilität im Vergleich zu anderen Kreditprodukten bei gleichzeitig attraktivem Spread in Anbetracht des Risikoprofils. Ein weiteres Charakteristikum ist die Möglichkeit zur Diversifizierung. In der Regel sind bereits die Asset Pools einer einzelnen Verbriefung sehr breit gestreut. Gleichzeitig kann ich innerhalb des ABS-Bereichs auch über verschiedene Asset-Klassen diversifizieren wie Autokredite, Konsumkredite oder Hypotheken, und das wiederum in verschiedenen Ländern. Die Diversifizierung bedeutet auch, dass die Performance von ABS in erster Linie von langfristigen makroökonomischen Trends abhängt, wie steigenden Zinsen oder Arbeitslosigkeit.

Zweitens sind ABS ein neues Marktsegment, das stützt auf jeden Fall die Nachfrage. Die Marktteilnehmer werden immer stärker vertraut mit ABS. Dieser Lerneffekt führt zu einer Verbreiterung des Marktes mit mehr Teilnehmern und Spezialisten, die ABS analysieren. Diese zunehmende Vertrautheit mit ABS ist eine notwendige Voraussetzung, damit Anleger investieren. Denn ABS sind immer noch eine Anlageklasse, die sehr Research-intensiv ist. Je mehr Analysten sich mit dem Bereich beschäftigen, desto stärker kann auch die Nachfrage wachsen.

### **Q: Welchen Ansatz verfolgt PIMCO beim Research von ABS-Transaktionen?**

**Blomenkamp:** Das ABS-Research bei PIMCO hebt sich dadurch hervor, dass wir jede einzelne Transaktion individuell durchleuchten, bevor wir investieren. Dazu brauchen wir natürlich analytische Kapazitäten. Hier hat PIMCO den Vorteil, die entsprechende Größe und Manpower zu besitzen. Mit der Expertise, die PIMCO über Jahrzehnte in den USA und seit Ende der neunziger Jahre in Europa aufgebaut hat, sind wir in der Lage, den ABS-Markt sehr gut abzudecken. Bei PIMCO beschäftigen wir ein globales Team von regionalen ABS-Spezialisten, weil wir glauben, dass die lokalen Spezialisten den globalen Analysten überlegen sind.

### **Q: Haben sich bei ABS die Spreads ähnlich verengt wie in anderen Anlageklassen?**

**Blomenkamp:** Ja. ABS Spreads weisen zwar eine recht niedrige Korrelation zu anderen Asset-Klassen auf, jedoch tendieren die Spreads in die gleiche Richtung, weil jeder Investor in der Lage ist, die verschiedenen Anlageklassen gegeneinander zu spielen und relative Vorteile zu nutzen. Wenn wir Renditedifferenzen bei ABS

## Produkte im Fokus

Januar 2007

betrachten, müssen wir eine Komplexitätsprämie mit einbeziehen. Das heisst, dass Anleger bei ABS einen Teil der Prämie auch dafür erhalten, dass ABS kein Standardprodukt sind und man für jede einzelne Transaktion eine neue Analyse durchführen muss.

Die Frage im Fall von ABS ist nun, ob die Spread-Verengung aufgrund der hohen Nachfrage ein technischer Aspekt ist, oder ob durch die Vertrautheit mit ABS die Komplexitätsprämie zurückgegangen ist. Tatsächlich dürften beide Faktoren eine Rolle gespielt haben.

### **Q: Sind europäische ABS trotz der engeren Spreads noch attraktiv?**

**Blomenkamp:** Obwohl Spreads auch in Europa enger geworden sind, sehen wir immer noch ein attraktives Chancen-Risiko-Profil. Insbesondere die Rating-Klasse Triple-A bietet im Floating-Rate-Bereich eine attraktive Verzinsung über Euribor, im Vergleich zu Papieren derselben Ratingklasse in anderen Sektoren.

Allgemein bevorzugen wir gute Pool-Qualitäten sowie Transaktionen, die bereits zwei oder drei Jahre auf dem Markt sind und wo wir die Performance besser kennen. Die Renditedifferenzen über die verschiedenen Pool-Qualitäten und Asset-Klassen in einem Land sind gering. Daher legt PIMCO besonderen Wert auf eine tiefgreifende Analyse, indem wir nur sehr selektiv Transaktionen in unsere Portfolios aufnehmen.

### **Q: Gibt es bestimmte Asset-Klassen oder Regionen, die PIMCO bevorzugt?**

**Blomenkamp:** Gewerbliche Hypothekerverbriefungen, also CMBS sind derzeit ein interessanter Bereich. Im CMBS-Segment haben wir in diesem Jahr eine Reihe neuer Emissionen gesehen. Durch die Größe der gewerblichen Immobilien und daher die geringere Zahl an Immobilienkrediten in einem Asset Pool, ist die Diversifizierung allerdings geringer. Deshalb führen wir eine noch intensivere Analyse durch, in der wir jedes einzelne Objekt betrachten. Gleichzeitig sind die Renditen von CMBS attraktiv. Wer sich die Mühe macht, die Risiken zu analysieren, dem bieten CMBS gegenüber anderen Asset-Klassen einen willkommenen Spread-Aufschlag.

Was die Regionen betrifft, so sind wir in Spanien derzeit etwas vorsichtiger. Hauseigentümer in Spanien halten – wie in Großbritannien – mehrheitlich variable Hypotheken. Mit weiteren Zinserhöhungen der Europäischen Zentralbank steigen die Zinsverpflichtungen der Eigenheimbesitzer in Spanien. Das könnte unter Umständen in einzelnen Pools zu Problemen führen und die Performance von spanischen MBS-Papieren beeinträchtigen. Spanien ist daher eine Region, die wir im Bereich der MBS untergewichten und sehr genau im Auge behalten. Ansonsten sind wir gegenüber MBS immer noch sehr optimistisch.

### **Q: Vielen Dank für das Gespräch, Herr Blomenkamp.**

## Produkte im Fokus

Januar 2007

### 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. 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. 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. Risikostreuung sichert nicht vor Verlusten.

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist keine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung und es wird keine Garantie dafür gegeben, dass die oben genannten Szenarien definitiv eintreten werden. 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. 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.