



# tes s A

Dynamic Investment Trends.  
Bonds mit Kick (8):  
Asset Backed Securities -  
ein Wachstumsmarkt.  
März 2004.

# Asset Backed Securities - ein Wachstumsmarkt.

## Inhalt.

Klassen von ABS .....	3
Marktwachstum und -größe .....	4
Chancen und Risiken im ABS-Markt .....	4
Ausblick für 2004 .....	6
Investor's Corner .....	7
Exkurs: Funktionsweisen der ABS .....	8

Unsere aktuellen Studien finden Sie direkt unter [www.dit.de](http://www.dit.de) bzw. [www.dit.at](http://www.dit.at)  
Rubrik: Service/Marktanalysen.

Alle Publikationen sind abonnierbar unter [www.dit.de/newsletter.html](http://www.dit.de/newsletter.html)

Soweit nicht anders vermerkt, stammen die Daten von Dresdner Kleinwort Wasserstein.

## Impressum.

Deutscher Investment Trust  
Gesellschaft für Wertpapieranlagen mbH  
Mainzer Landstraße 11-13  
60329 Frankfurt am Main  
Kapitalmarktanalyse  
Hans-Jörg Naumer (hjn), Dr. Oliver Plein (pl)

Dieser Veröffentlichung liegen Daten bzw. Informationen zugrunde, die wir für zuverlässig halten. Die hierin enthaltenen Einschätzungen entsprechen unserer bestmöglichen Beurteilung zum jeweiligen Zeitpunkt, können sich jedoch – ohne Mitteilung hierüber – ändern. Für die

Richtigkeit bzw. Genauigkeit der Daten können wir keine Gewähr übernehmen. Diese Publikation dient lediglich Ihrer Information. Für eine Anlageentscheidung, die aufgrund der zur Verfügung gestellten Informationen getroffen worden ist, übernehmen wir keine Haftung.

# Asset Backed Securities: - ein Wachstumsmarkt.

Asset Backed Securities (ABS) haben sich über die letzten Jahre zu einem etablierten Marktsegment in Europa entwickelt. Der gesamte europäische ABS Markt hat Ende 2003 die beachtliche Größe von ca. 550 Milliarden Euro erreicht.

## Steigende Nachfrage der Anleger.

Das jährliche Emissionsvolumen hat 2003 erstmals die Marke von 180 Milliarden Euro überschritten und damit sogar den Jumbo-Pfandbriefmarkt hinter sich gelassen. Dies ist umso beeindruckender, wenn man bedenkt, dass bis vor ein paar Jahren ein ABS-Markt nur in den USA existiert hat.

Dabei haben sich ABS einen immer größer werdenden Anlegerkreis erschlossen und erfreuen sich steigender Nachfrage. Entsprechend positiv stellt sich auch die Wertentwicklung dieser Anlageklasse im Verhältnis zu anderen Produkten dar. Vergleicht man ABS mit Alternativen gleichen Risikos, gemessen am Rating, so übertraf im Jahr 2003 die Wertentwicklung der ABS diejenige von Staatsanleihen und Pfandbriefen.

## Klassen von Asset Backed Securities.

Asset Backed Securities sind Wertpapiere, die durch einen Pool von Forderungen besichert sind. Je nach der Art dieser Sicherheiten lassen sich ABS in 3 große Gruppen einteilen:

- Verbriefungen von wohnwirtschaftlichen Immobilien (RMBS - "Residential Mortgage Backed Securities") oder gewerblichen Immobilien (CMBS - "Commercial Mortgage Backed Securities")
- Verbriefungen von Unternehmenskrediten (CDO - "Collateralized Debt Obligation")

- Verbriefungen von sonstigen Forderungen wie z.B. Kreditkartenforderungen, Konsumentenkrediten oder Leasingforderungen.

Der Fantasie, welche Forderungen in ABS "umgewandelt" werden können, sind keine Grenzen gesetzt. So hat der italienische Staat beispielsweise zukünftige Einnahmen aus der staatlichen Lottogesellschaft als ABS verbrieft.

Je nach Sicherheit dieser zugrunde liegenden Forderungen werden die ABS von unabhängigen internationalen Rating Agenturen wie z.B. Standard&Poors, Moody's oder Fitch in verschiedene Risikoklassen eingeteilt. Diese fangen bei AAA als der sichersten Kategorie mit dem geringsten Ausfallrisiko an und gehen dann stufenweise mit steigendem Risiko abwärts. In der Regel erhalten alle am Kapitalmarkt regelmäßig gehandelten ABS-Klassen ein Rating im Bereich "Investmentqualität". Dieser erstreckt sich von AAA (höchste Qualität) über AA und A bis hin zu BBB- (mittlere Qualität).

Der folgende Artikel ist ein Gastbeitrag von **PIMCO**, der Nummer Eins unter den Rentenfondsmanagern der Welt. Seit 2000 ist **PIMCO** eine Tochter der Allianz und stellt sein Know-how auch dem diit zur Verfügung. Autoren sind Felix Blumenkamp & Frank Witt.

## Marktwachstum und -größe.

ABS-Tranchen mit einem AAA Rating stellen als sicherste Kategorie die größte Gruppe der Emissionen dar (vgl. Schaubild 1, S.4). Dementsprechend profitiert dieses Segment relativ zu den anderen Tranchen von einer größeren Liquidität und damit den geringsten Handelsspannen, also besten Preisen. In den Jahren seit 1998 hat sich der europäische ABS-Markt sehr dynamisch entwickelt und ist mit durchschnittlichen Raten von über 30% gewachsen (vgl. Schaubild 2, S.5). Hinsichtlich der unterschiedlichen Assetklassen stellen RMBS den größten Anteil der Emissionen im ABS Markt. CDOs, Konsumtenkredite und gewerbliche Hypotheken folgen mit deutlichem Abstand (vgl. Schaubild 3, S.5). Regional ist der ABS-Markt in Europa aufgrund unterschiedlicher gesetzlicher Rahmenbedingungen stark segmentiert. In Großbritannien ist der ABS-Markt schon relativ weit entwickelt und weist die höchsten Emissionsvolumina in Europa auf. In Kontinentaleuropa folgen Italien und Spanien, während in Deutschland die Volumina noch relativ gering sind (vgl. Schaubild 4, S.5).

Emissionen: Dynamische Entwicklung.

## Chancen und Risiken im ABS-Markt.

ABS bieten eine attraktive Verzinsung im Vergleich zu anderen Kapitalanlageinstrumenten. Gegenüber der normalen Geldmarktverzinsung, z.B. gemessen am Euribor ("Euro Interbank Offered Rate"), weisen ABS mit einem AAA Rating zur Zeit einen Renditevorteil von 0,2 bis 0,25 Prozentpunkten auf. Auch im Verhältnis zu Pfandbriefen beträgt der Vorteil von ABS derzeit noch etwa 0,15 bis 0,2 Prozentpunkte (Stand: Februar 2004). Sogar gegenüber Unternehmensanleihen liegen ABS in vergleichbaren Risikoklassen aktuell vorne. Letztlich spricht aber nicht nur der Renditevorteil, sondern auch die Stabilität der Ratings für ABS.

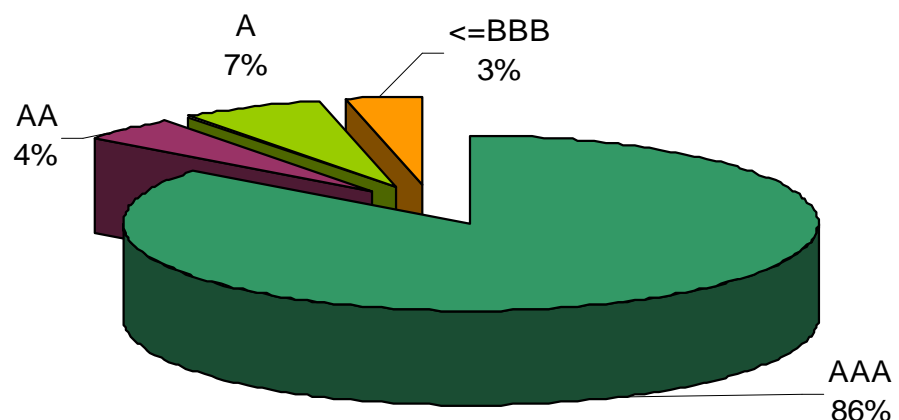
Tabelle 1 (Seite 6) zeigt, wie sich die Rating-Einstufungen innerhalb eines Jahres verändert haben. Neben der Stabilität der Ratings, d.h. wie viele der ursprünglichen Ratings am Jahresende noch Bestand haben, ist auch das Verhältnis von Rating-Verbesserungen zu Rating-Verschlechterungen entscheidend. Die Daten der Rating-Agentur "S&P" zeigen, dass ABS eine höhere Rating Stabilität im Vergleich zu Unternehmensanleihen aufweisen. Darüber hinaus stellt sich

## Europäische ABS - Ratingverteilung.

Schaubild 1.

Stand: 2003.

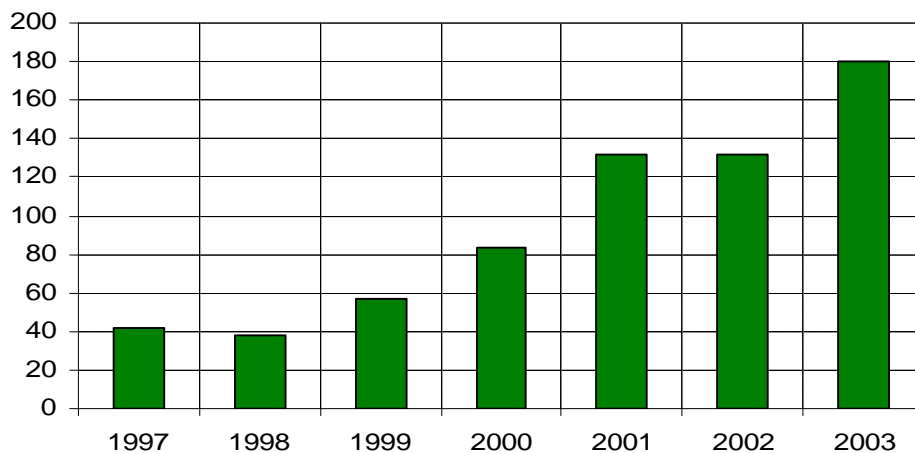
Soweit nicht anders vermerkt, stammen die Daten von Dresdner Kleinwort Wasserstein.



### Entwicklung des Emissionsvolumens.

Schaubild 2.

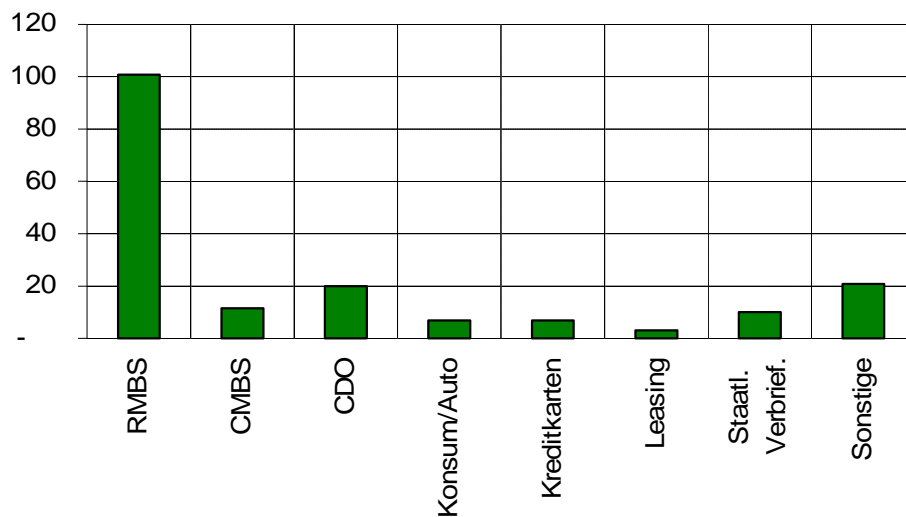
Europäische ABS in Milliarden Euro.



### Emissionsvolumen nach Assetklasse.

Schaubild 3.

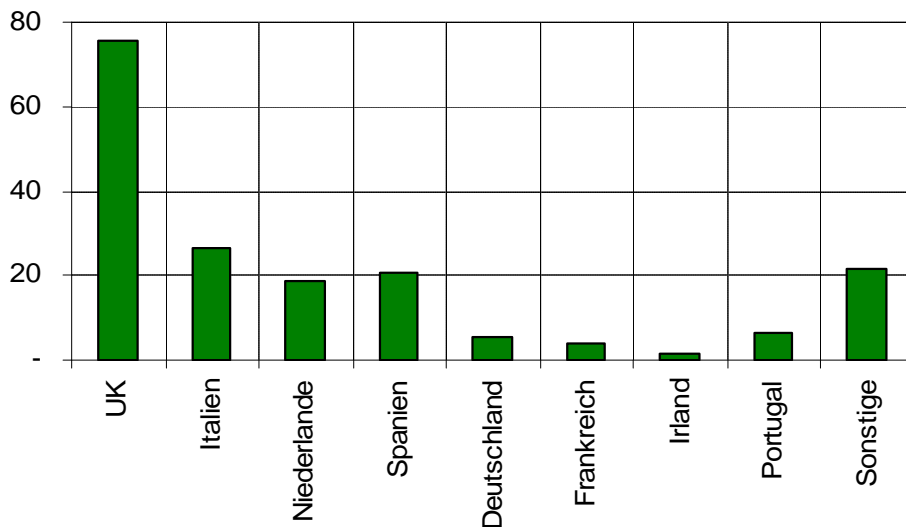
Emissionsvolumen europäischer ABS in 2003 in Milliarden Euro.



### Emissionsvolumen nach Ländern.

Schaubild 4.

Europäische ABS nach Ländern in 2003 in Milliarden Euro.



### Höhere Stabilität der Ratings.

das Verhältnis von Herauf- zu Herabstufungen bei ABS besser als bei Unternehmensanleihen dar.

Die Risiken, die bei einer Investition in ABS eingegangen werden, unterscheiden sich grundsätzlich von denen bei einem Engagement in Unternehmensanleihen. Durch die hohe Streuung und Mischung von kleinen Einzelrisiken der zugrunde liegenden Forderungen tritt ein unternehmensspezifisches Risiko, wie es bei Anleihen einzelner Unternehmen auftreten kann, in den Hintergrund. Stattdessen spielen eher volkswirtschaftliche Risiken eine Rolle. So kann zum Beispiel ein Anstieg der Arbeitslosigkeit in einem Land zu erhöhten Zahlungsausfällen bei Konsumentenkrediten führen. Entsprechend wichtig bei der Analyse von ABS ist, dass die Tranche, in die investiert werden soll, einem angenommenen "worst-case"-Szenario (also einem hypothetischen, ungünstigsten Fall) standhält.

### Kasten 1.

**In der Reihe „Bonds mit Kick“ sind bisher folgende Publikationen erschienen:**

- „Grundlagen.“
- „Unternehmensanleihen - darf's ein bisschen mehr sein?“
- „Unternehmensanleihen - eine Klasse für sich?“
- „Emerging Markets-Anleihen - hohe Renditen und große Risiken.“
- „Rentenbenchmarks - alles andere als ein Langweiler.“
- „Bewertung und Sensitivitätsmaße von Anleihen.“
- „Vor oder hinter der Kurve? - Strategien mit Renten(-fonds).“

Die Studien finden Sie direkt unter [www.dit.de](http://www.dit.de) Rubrik: Service/Marktanalysen in der Reihe „Asset Allocation“  
Alle Publikationen sind abonnierbar unter [www.dit.de/newsletter.html](http://www.dit.de/newsletter.html).

**Tabelle 1:**  
**Durchschnittliche 1-Jahres Rating-Stabilität.**

	ABS	Unternehmensanleihen
AAA	96.3%	87.9%
AA	91.8%	87.2%
A	91.7%	88.2%
BBB	91.0%	84.3%
BB	82.1%	77.8%

Beispiel: Nach Ablauf eines Jahres haben durchschnittlich 91,8% der mit AA eingestuftten ABS noch immer eine Bonität von unverändert AA, bei Unternehmensanleihen sind es nur 87,2%, zumindest ergeben dies die Erhebungen der Vergangenheit.

Quelle: S&P

Insgesamt lässt sich festhalten, dass ABS durch ihre attraktive Rendite bei einem kalkulierbaren, diversifizierten Risiko ein sehr interessantes Chance-Risiko-Profil aufweisen.

## Ausblick für 2004.

Aufgrund der Stabilisierung der wirtschaftlichen Entwicklung im Euroraum sehen wir für das ABS-Segment auch in der Zukunft ein attraktives Umfeld. Eine konjunkturelle Belebung sollte die Entwicklung der verbrieften Portfolios hinsichtlich der Cashflows positiv beeinflussen. Das Angebot an ABS-Emissionen sollte sich durch die zunehmende Nachfrage nach diesen Papieren auch weiterhin verstärken. In Deutschland sehen wir insbesondere wegen verbesserter gesetzlicher Rahmenbedingungen und der von den deutschen Banken und der KfW initiierten "True Sale Initiative" eine dynamische Entwicklung. Insgesamt erwarten wir, dass sich ABS auch im Jahr 2004 überdurchschnittlich entwickeln werden.

## Investor´s Corner.

Insgesamt werden innerhalb der Allianz Dresdner Asset Management, zu der auch der dit gehört, über 4 Milliarden Euro an ABS verwaltet (Stand: Februar 2004). Ein kleinerer Teil wird in Spezialfonds gemanagt, die ausschließlich auf das ABS Segment ausgerichtet sind. Der überwiegende Teil wird als alternatives Anlageinstrument in gemischten Mandaten eingesetzt, die in Staatsanleihen, Pfandbriefen und Unternehmensanleihen investieren. Wie in dieser Publikation dargestellt, spielen bei der Berücksichtigung von ABS neben der absoluten Rendite insbesondere die relative Attraktivität gegenüber vergleichbaren Anleihen eine Rolle. So werden bei dem Rentenfondsmanager PIMCO etwa AAA eingestufte, hypotheckenbesicherte ABS als Alternative für einen Pfandbrief eingesetzt. Bei vergleichbarer Kreditqualität ergibt sich so die Möglichkeit, einen Mehrertrag für den Anleger zu erwirtschaftet.

Auch im Bereich der **Publikumsfonds** werden ABS aktiv zur Renditeverbesserung eingesetzt. Publikumsfonds stellen hohe Anforderungen an die Liquidität der Anlagen, da bei möglichen Abflüs-

sen ein kurzfristiger Verkauf der Anlagen ohne Preisabschlag realisierbar sein muss. In den Renten- und Geldmarktfonds des dit, wie z.B. dem **dit-Dresdner Bank Geldmarktfonds Spezial** (ISIN: DE0008476276) und dem **dit-Euro Bond Total Return** (ISIN: LU0140355917) werden ABS zur Beimischung eingesetzt.

**Die von uns genannten Fonds verstehen sich als Portfoliobeimischung, bei deren Umsetzung die individuellen Verhältnisse inklusive des jeweiligen Risiko-/Ertragsziels des Anlegers berücksichtigt werden müssen. Auch empfiehlt sich die Beratung durch einen Anlagespezialisten. Verkaufsprospekte sowie alle weiteren Informationen zu den einzelnen Fonds erhalten Sie direkt bei Ihrem Anlageberater oder beim dit.**

**Auf die Vergangenheit bezogene Daten erlauben keine Prognose für die Zukunft.**

**Die in diesem „Dynamic Investment Trends“ erwähnten Fonds sind nicht zum öffentlichen Vertrieb in Österreich zugelassen.**

## Exkurs: Funktionsweise der ABS.

Bei Asset Backed Securities geht es um die Verbriefung von Forderungen. Was aber genau ist das? Wie funktioniert eine „Verbriefung“ in der Praxis?

Bei einer Verbriefung übernimmt eine Einzweckgesellschaft (neudeutsch: SPV oder "Special Purpose Vehicle") die Forderungen vom bisherigen Forderungsinhaber und refinanziert den Ankauf der Forderungen mit der Emission eines ABS. Durch den rechtlichen Übertrag der Forderungen auf das SPV wird die ABS-Emission vom Ausfallrisiko des Forderungsverkäufers separiert. Für die Zins- und Rückzahlungen der ABS-Emission können ausschließlich die Cashflows aus dem angekauften Forderungspool herangezogen werden. Wichtig für die Beurteilung des Kreditrisikos eines ABS-Investments ist nicht nur die Qualität der einzelnen Forderungen an sich, sondern insbesondere deren Mischung und Streuung. Da in einem ABS eine Vielzahl von Forderungen zusammengefasst werden, tritt das Risiko eines individuellen Forderungs-

ausfalls in den Hintergrund. Mit den Annahmen über erwartete Ausfälle in einem diversifizierten Forderungspool lässt sich, statt Einzelrisiken abschätzen zu müssen, die Qualität anhand von statistischen Kennzahlen des Pools erfassen.

Üblicherweise wird die Refinanzierung des Forderungspools als ABS-Transaktion mit mehreren "Tranchen" durchgeführt. Diese sind nicht gleichrangig zueinander, d.h. Verluste aus den Forderungen werden unterschiedlich zugeteilt. Nachrangige Tranchen, die entsprechend von den Rating Agenturen ein niedriges Rating erhalten, sind zuerst von potentiellen Verlusten betroffen. Die Tranche, die als letzte von theoretischen Verlusten erfasst wird, erhält in der Regel das höchstmögliche Rating AAA. Zusätzlich zu der Nachrangigkeit von bestimmten Tranchen können weitere Kreditverbesserungen wie z.B. eine Barreserve, Kreditlinien oder auch externe Garantien die Kreditqualität erhöhen und zu einem höheren Rating einer ABS-Tranche beitragen.