

**Nr. 01/10**

**Anforderungen  
an  
Structured Finance Ratings**

## **Impressum:**

DVFA  
Einsteinstraße 5  
63303 Dreieich  
Tel.: +49 (0)6103 - 58 33-0  
Fax: +49 (0)6103 - 58 33-34  
Mail: [info@dvfa.de](mailto:info@dvfa.de)  
Web: [www.dvfa.de](http://www.dvfa.de)

Das Werk einschließlich all seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jegliche Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetz ist ohne Zustimmung der DVFA unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

## **Anforderungen an Structured Finance Ratings**

### DVFA Committee Rating Standards Arbeitspapier der Expert Group 3 „Ratingmethoden für strukturierte Produkte“

#### **Leitung:**

Prof. Dr. Thomas Heidorn

Frankfurt School of Finance & Management  
gGmbH

#### **Mitglieder:**

Frank Cerveny

DZ BANK AG

Christian Junk, CCrA

NRW BANK

Dr. Peter König

DVFA GmbH

Dr. Karl Eugen Reis, CCrA

Dr. Reis und Kollegen GmbH & Co. KG

Dr. Oliver Steinkamp

HSBC Trinkaus & Burkhardt AG

Anna Yakimochkina

Finance and Business Administration / Goethe-  
Universität Frankfurt

#### **Ressortverantwortliche DVFA-Vorstandsmitglieder:**

Klaus Holschuh

DZ BANK AG

Dr. Peter Merk

Landesbank Baden-Württemberg

---

## Inhaltsverzeichnis

1	Management Summary .....	3
2	Einführung in die Asset Backed Securities (ABS) Technik .....	5
3	Überblick europäischer Verbriefungsmarkt .....	6
3.1	Entwicklung bis zur Krise .....	6
3.2	Entwicklung nach der Krise.....	7
3.3	Spreadausweitung und Rating-Modell-Anpassungen.....	8
4	Bedeutung des Ratings für ABS .....	9
4.1	Grundlagen des Ratings .....	9
4.1.1	Vorbereitung .....	9
4.1.2	Qualitative Analyse.....	9
4.1.3	Quantitative Analyse .....	11
4.2	Anforderungen an den Forderungspool .....	13
4.3	Anforderungen an den Originator / Servicer .....	14
4.4	Ratings von Verbriefungen im Kontext der Finanzmarktkrise .....	14
5	Ratingunterschiede bei strukturierten Finanzierungen gegenüber Unternehmen.....	16
5.1	Beispiel V Score.....	18
5.2	Beispiel Parameter Sensitivities.....	18
6	Gesamtergebnis.....	19

---

# 1 Management Summary

Seit dem Jahrtausendwechsel bis zum Ausbruch der Finanzkrise stellte der Verbriefungsmarkt<sup>1</sup> (**A**ss**e**t **B**ack**e**d **S**ecur**i**ties) hinsichtlich des Marktwachstums und der Produktinnovation ein hoch dynamisches Segment im Kapitalmarkt dar. ABS waren aber auch ein auslösendes Element dieser Krise. Der Markt für diese Produkte brach zusammen, Preise waren kaum noch verfügbar und es entstand ein umfassender Abschreibungsbedarf auf die Portfolien. Auf Grund dieser Investorenerfahrungen sind die Structured Finance Ratings in Verruf geraten. Ziel dieser Veröffentlichung ist es, Grundlagen für das Rating dieser Produkte festzulegen und damit das Vertrauen der Investoren in deren Aussagekraft und damit auch in diese Produkte wieder zu stärken.

Die Einsatzmöglichkeiten von ABS sind vielfältig. Für den Anbieter ergibt sich eine Vielzahl neuer attraktiver Refinanzierungsmöglichkeiten, hinzu kommen Ansätze zum Risikotransfer und zur Eigenkapitalentlastung. Für den Investor entstehen alternative Anlagemöglichkeiten. Mit ABS wird für ihn eine große Bandbreite von Rendite-Risiko-Profilen erschlossen. Dem Investor bietet sich ein großes Angebot vor allem an AAA-Anleihen, und die Risikoprämien sind - relativ zu anderen Credit-Produkten - attraktiv. Wesentlich für den Kapitalmarkt ist die nur hier mögliche Tranchierung, also die zusätzliche Information, in welcher Reihenfolge die Investoren von Ausfällen betroffen sind.

In der allgemeinen Kritik an ABS und ABS-Ratings ist es wichtig darauf hinzuweisen, dass die ausgeprägten Fehlentwicklungen nur auf einzelne Segmente<sup>2</sup> des Marktes zutrafen. Europäische ABS waren von diesen Problemen am Anfang kaum betroffen. Erst die Folgewirkungen in Form technischer Reaktionen, wie Illiquidität und Marktpreisverwerfungen im Zusammenspiel mit prozyklischen Effekten wie Rating-Herabstufungen auf Grund von Methodenänderungen bei den Ratingagenturen im Rahmen eines konjunkturellen Abschwungs, führten zur generellen Krise der ABS. Jedoch wurde diese erst durch eine zu undifferenzierte, laxe oder auch opportunistische Vorgehensweise aller am Markt agierenden Parteien ermöglicht.

Ratings sind im Bereich der ABS noch wichtiger als bei nicht strukturierten Kreditprodukten. Sie dienen in besonderem Maße der Komplexitätsreduktion und fungieren als Informationskatalysator. Ratings stellen nach wie vor eine wesentliche Grundlage von Kauf- bzw. Verkaufentscheidungen sowie für die Funktionsfähigkeit des Marktes insgesamt dar. Im Verlauf der Krise wurde besonders deutlich, dass Ratings, wie jede andere eindimensionale Entscheidungsgrundlage, zu kurz greifen. Sie beinhalten eine Information über die Wahrscheinlichkeit einer Zahlungsstörung, enthalten aber keine direkte Aussage über die Stabilität des Ratings, der durchschnittlichen Stärke einer Veränderung sowie der Liquidität des Papiers.

Structured Finance-Ratings haben somit eine große produktspezifische Bedeutung. Im Zuge der Krise sind leider auch methodische und handwerkliche Fehler zu Tage getreten. Um Investoren und anderen Marktteilnehmern eine Richtschnur zu geben, welche Basis ein Structured Finance-Rating mindestens haben sollte, bzw. welche Informationen über die eigentliche Rating-Einstufung hinaus bereit gestellt werden sollten, hat die Expert Group 3 des DVFA Rating Committee das vorliegende Arbeitspapier „Anforderungen an Structured Finance-Ratings aus Sicht des Investors“ verfasst. Die wesentlichen Anforderungen werden im Folgenden kurz zusammengefasst und werden dann detailliert beschrieben. Eine vollständige Checkliste ist im Anhang beigelegt.

---

<sup>1</sup> In diesem Arbeitspapier werden die Begriffe Verbriefung, Structured Finance und vereinfachend ABS „Asset Backed Securities“ im Sinne eines Oberbegriffs für alle Asset-Klassen synonym verwendet.

<sup>2</sup> Subprime-RMBS, Mehrfachverbriefungen (CDOs auf ABS), Arbitrage-CDOs, CPDOs

---

## **Anforderungen an Structured Finance-Ratings:**

### **Anforderungen an den Forderungspool**

1. Das verbrieft Portfolio soll grundsätzlich aus dem gewöhnlichen Geschäftsbetrieb des Originators stammen und sich qualitativ zu keinem Zeitpunkt signifikant von dessen - nicht verbrieftem - Gesamtportfolio unterscheiden. Insgesamt soll das Gesamtportfolio und damit insbesondere das verbrieft Portfolio strukturell und qualitativ homogen sein.
2. Die Portfoliostruktur im Hinblick auf den Diversifikationsgrad soll dem Investor detailliert offen gelegt, und dessen Einfluß auf die Ratingeinstufung bzw. mögliche Ratingsensitivität transparent gemacht werden, insbesondere unter Berücksichtigung möglicher Klumpen-Risiken.
3. Für die Prognose der Zahlungen, Ausfälle und Verwertungsquoten (Recoveries) im verbrieften Portfolio sollen ausreichend lange, belastbare Daten-Historien von Seiten des Originators vorliegen und dem Investor zugänglich gemacht werden.

### **Anforderungen an die Struktur**

4. Zu jedem Zeitpunkt der Transaktion sollen etwaige Kontrahenten-Risiken in der Struktur und ihr Einfluss auf das Rating, insbesondere im Falle einer Bonitätsverschlechterung des Kontrahenten dargelegt werden.

### **Anforderungen an den Originator / Servicer**

5. Grundvoraussetzung für die Homogenität des Portfolios ist die Definition und Einhaltung einheitlicher Standards für die Kreditvergabe (Origination) und die Kreditverwaltung (Servicing) bis hin zur Abwicklung (Work out) ausgefallener Forderungen.
6. Die quantitative und qualitative Ressourcenausstattung in Bezug auf Personal und EDV-Systeme sollte hohen Anforderungen genügen, und sollte idealerweise kontinuierlich im Rahmen eines Servicer-Ratings evaluiert werden.
7. Der Originator / Servicer soll Investoren bzw. dem Markt kontinuierlich, zeitnah und frei zugänglich alle für eine eigene Analyse erforderlichen Dokumente und Daten bereit stellen.

### **Anforderungen an die Erläuterung zur Rating-Einstufung**

8. Die Rating-Agentur soll fortlaufend die maßgeblichen (Parameter-) Annahmen für Basis- und Stress-Szenarien, auf denen die Rating-Einstufung basiert, veröffentlichen, ebenso wie die wesentlichen Rating-Treiber und die Sensitivität des Ratings in Bezug auf diese Treiber. Die Rating-Agentur soll ein Werkzeug (via Datei oder Internet-basiert) bereit stellen, mit dem Wenn-Dann-Szenario-Analysen bzw. vereinfachte Rating-Simulationen durchgeführt werden können.

---

## 2 Einführung in die Asset Backed Securities (ABS) Technik

Im Rahmen einer Verbriefungstransaktion bündelt der Initiator, in der Regel eine Bank oder ein Unternehmen, als Originator eine Anzahl von Vermögenswerten („Assets“) zu einem Portfolio und verkauft diese an eine Zweckgesellschaft, ein sog. Special Purpose Vehicle (SPV). Die Vermögenswerte stammen entweder aus dem Forderungsbestand des Originators oder werden eigens von ihm für die Transaktion eingegangen oder am Markt erworben. Die Zweckgesellschaft refinanziert den Ankauf der Vermögenswerte durch die Emission von Wertpapieren, die sog. Asset Backed Securities (ABS). Die emittierten Wertpapiere („Securities“) sind durch die Vermögenswerte gedeckt („backed“) und werden ausschließlich aus den Zahlungsströmen der Assets im zugrunde liegenden Portfolio bedient. Das Portfolio der Vermögenswerte ist im Regelfall umfangreich und komplex. Um einen effektiven Risikotransfer zu erzielen, muss bei der Verbriefungstransaktion eine auch im Extremfall funktionierende Abtrennung der Vermögenswerte aus der Bilanz des Originators und der Zweckgesellschaft der Transaktion stattfinden. Dieses Vorgehen erlaubt die insolvenzrechtliche Abgrenzung der Vermögenswerte von der Bilanz des Originators und macht so die Wertpapiere der Zweckgesellschaft unabhängig von der Bonität des Originators. Durch das Einbringen der Forderungen in ein Portfolio und der anschließenden Tranchierung der Anleihen findet im Rahmen der Verbriefung ein Risiko-Pooling statt. Dies ermöglicht dem Forderungsverkäufer, die aus der Verbriefung resultierenden Wertpapiere an Investoren mit unterschiedlichen Risikopräferenzen zu veräußern.

Um die Bedeutung von Verbriefungen und die nur hier mögliche Tranchierung zu verstehen, sollen zwei Aspekte in den Vordergrund gestellt werden, die in der bisherigen Diskussion etwas untergegangen sind. Sehr häufig wurde den Ratingagenturen vorgeworfen „aus Schrott AAA zu produzieren“, mit dem impliziten Vorwurf keine realistischen Ratings zu vergeben.

Grundsätzlich ist die Nachfrage nach sehr guten Bonitäten (AAA) relativ hoch, das Angebot an natürlichen AAA jedoch sehr gering. Dies führt dazu, dass der Risikoaufschlag (Spread) hier vergleichsweise klein ist. Umgekehrt ist das Angebot an mittlerer Kreditqualität (BBB) relativ reichlich, die Nachfrage aber vergleichsweise klein.

Daher werden Ausfallrisiken im schlechteren Bereich verglichen zu sehr guten Krediten überproportional vergütet. Der Wertgewinn einer ABS liegt in der Möglichkeit der Tranchierung. Mit der zusätzlichen Information über die Reihenfolge der Ausfälle kann nun ein großer Anteil des Portfolios als AAA Tranche emittiert werden, weil die Wahrscheinlichkeit, dass die davor liegenden Tranchen zur Absicherung nicht ausreichen, verschwindend gering ist. Der Effekt der zusätzlichen Information über die Reihenfolge führt häufig zu einem erhöhten Spread im Vergleich zum Rating für alle Tranchen und ein attraktives First Loss Piece. Auf diese Möglichkeit wird durch Aufgabe von ABS Transaktionen zum Schaden aller Beteiligten verzichtet.

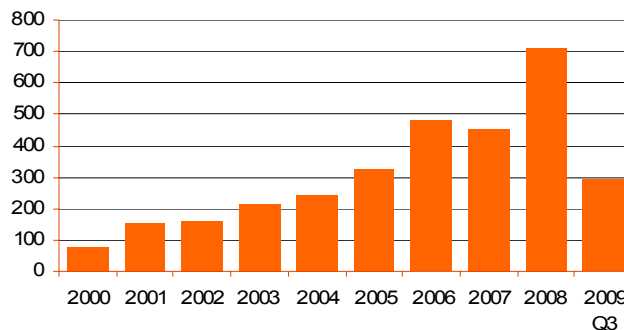
Ein weiterer positiver Einfluss auf die Vergütung von ABS Tranchen ist die Einsparung von ökonomischem Kapital. Für den Originator sind nicht die erwarteten Verluste, sondern die unerwarteten entscheidend. Diese müssen mit Eigenkapital unterlegt werden. Werden diese Verluste durch eine ABS übertragen, kann die höhere Vergütung von Eigenkapital durch günstigeres Fremdkapital ersetzt werden.

### 3 Überblick europäischer Verbriefungsmarkt

#### 3.1 Entwicklung bis zur Krise

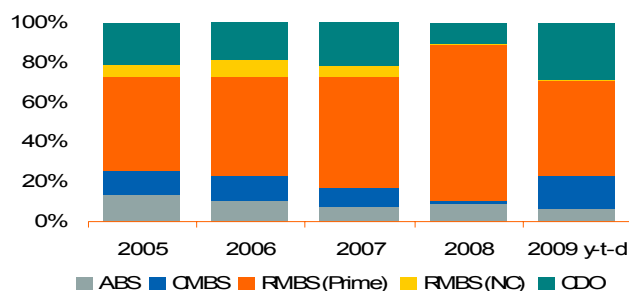
Seit dem Jahrtausendwechsel hat sich der Verbriefungsmarkt in Europa extrem dynamisch entwickelt, was jährliche Emissionsvolumina und Innovationen bei Asset-Klassen und Strukturen anbetrifft.<sup>3</sup> Klassische Credit-Produkte, wie Unternehmensanleihen oder Pfandbriefe, hatten in den letzten Jahren relativ an Bedeutung verloren. Aus Sicht der Anbieter fungieren strukturierte Credit-Produkte grundsätzlich als Instrument des ökonomischen Kreditrisikotransfers, der Finanzierung, der Entlastung des ökonomischen und regulatorischen Eigenkapitals sowie zur Generierung von Arbitrageerträgen. Für Investoren boten strukturierte Credit-Produkte die Möglichkeit, in alternative (Kredit-) Risiken zu investieren, eine große Bandbreite von Rendite-Risikoprofilen aus der Kapitalstruktur dieser Produkte auswählen zu können, in erheblichem Umfang Angebot an AAA-Anleihen zur Verfügung zu haben und nicht zuletzt relativ attraktive Risikoprämien zu erhalten.

**Emissionsvolumen Europa (Mrd. Euro)  
2000 - Q3 2009**



Quelle: ESF, DZ BANK

**Emissionsvolumen nach Assetklassen  
2005 - Q3 2009**



Quelle: ESF, DZ BANK

Verbriefungen von privaten und gewerblichen Immobiliendarlehen dominieren den Markt - auf sie entfiel während der letzten Jahre ein durchschnittlicher Marktanteil von 75%. Bei der bedeutendsten Asset-Klasse, den RMBS ist in Europa zu unterscheiden zwischen Prime- und Non Conforming Segment, welches in UK sowie implizit und nicht so deklariert zum Teil auch in Spanien anzutreffen ist. Einen Subprime-Markt analog zu den USA mit vergleichbaren Kreditprodukten gibt es in Europa nicht. Analog zum amerikanischen Markt haben sich in der Vergangenheit jedoch auch in Europa einige Originate-to-Distribute Modelle etabliert.

<sup>3</sup> „Verbriefung“ soll hier umfassend verstanden werden im Sinne von „Platzierung von Kreditportfolio-Risiken am Kapitalmarkt“, und sowohl Balance Sheet-Transaktionen als auch Arbitrage-Transaktionen umfassen.



---

Bei geografischer Betrachtung führt, gemessen am Emissionsvolumen mit weitem Abstand UK, gefolgt von Spanien, Niederlanden und Italien. Der deutsche Markt hinkt auf Grund lange Zeit bestehender (steuer-) rechtlicher Hemmnisse hinsichtlich der Durchführung von True Sale Verbriefungen sowie der langen Tradition des Pfandbriefes als Instrument der Refinanzierung für Immobilienbanken mit einigem Abstand hinterher. Nach Gründung der True Sale Initiative (TSI) im Jahr 2004 konnten viele Hemmnisse beseitigt werden und der deutsche Verbriefungsmarkt belebte sich spürbar.

### **3.2 Entwicklung nach der Krise**

Seit Ausbruch der Finanzkrise hat sich die Lage am europäischen Verbriefungsmarkt grundlegend verändert. Originatoren nutzen Verbriefungen zwar weiterhin als wichtiges Refinanzierungsinstrument und haben das Neuemissionsvolumen 2008 auf einen neuen Rekordstand von 711 Mrd. Euro gesteigert, jedoch stehen auf der Nachfrageseite kaum Investoren gegenüber, so dass das vermarktete Emissionsvolumen 2008 nach Schätzungen nur noch 20 bis 30 Mrd. Euro erreichte. Der Großteil der Transaktionen wird von den Originatoren einbehalten bzw. zur Refinanzierung über Repo-Geschäfte bei den Zentralbanken eingesetzt. Trotz einiger Benchmark-Neuemissionen im laufenden Jahr, ist der ABS-Markt auch 2009 noch weit von einer Normalverfassung entfernt. Das trotz Einengung immer noch relativ hohe Spread-Niveau macht es weiter schwierig bis unmöglich, Verbriefungen ökonomisch sinnvoll durchzuführen.

Die Rangfolge am europäischen Verbriefungsmarkt hat sich auch nach Ausbruch der Finanzmarktkrise kaum verändert. Vor allem aus den Jurisdiktionen, in denen Verbriefung vor der Krise als wichtiges Refinanzierungsinstrument genutzt wurde, stammt auch weiterhin der wesentliche Anteil der Neuemissionen, aufgrund der Abhängigkeit der dort ansässigen Banken von dieser Refinanzierungsquelle. Großbritannien ist mit einem Anteil am Neuemissionsvolumen 2008 von 227 Mrd. Euro (38%) weiterhin das dominierende Herkunftsland in Europa vor Spanien mit 94 Mrd. Euro (14%), Italien mit 88 Mrd. Euro (14%) und den Niederlanden mit 82 Mrd. Euro (13%).

Die Verteilung des Volumens auf die Assetklassen zeigt hingegen deutliche Spuren der Finanzmarktkrise. In Folge der verschärften Kreditvergabebedingungen haben britische Kreditnehmer schwächerer Bonität oder negativer Kredithistorie kaum mehr Zugang zu Hypothekenkrediten. Die stark gesunkene Vergabe von Non-conforming (NC) Krediten in Großbritannien hat 2008 auch zu einem Schrumpfen des Emissionsvolumens von NC RMBS von über 25 Mrd. Euro auf unter 7 Mrd. Euro geführt, was einem Rückgang des Anteils von 5% auf 1% entspricht. Auch bei CMBS ist das Neuemissionsvolumen nach den Boomjahren 2006 (MFH-CMBS) und 2007 in Folge der Eintrübung der wirtschaftlichen Lage und dadurch zurückhaltende Vergabe gewerblicher Immobilienkredite gesunken, was den Anteil am Emissionsvolumen 2008 von 10% auf 1% reduzierte. Deutlich vergrößert hat sich der Anteil der RMBS von 56% auf 78% durch die Zunahme des Emissionsvolumens von 273 Mrd. Euro auf 510 Mrd. Euro. Dies ist u.a. darauf zurückzuführen, dass mit der Fokussierung auf die Liquiditätsbeschaffung über Repo-Geschäfte vor allem das verbrieft wurde, was wie Hypothekendarlehen ausreichend in den Bilanzen verfügbar ist.

Ursache für diese außergewöhnliche Situation steigender Emissionsvolumen bei fehlendem Investoreninteresse sind mehrere Faktoren. Nach dem Zusammenbruch der Geschäftsmodelle von ABCP-Conduits und SIVs, ist eine der größten Investorengruppen für Verbriefungen vom Markt verschwunden.

Darüber hinaus haben viele Investoren wie Banken und Versicherungen aufgrund des Vertrauensverlustes gegenüber Verbriefungen mit stark verschärften Investitionsvorgaben reagiert. Dies hat zu einer nahezu völligen Austrocknung der Nachfrage am europäischen Verbriefungsmarkt geführt. Andererseits sind ABS in Folge der massiven Spreadausweitungen aber auch eine relativ teure Refinanzierungsquelle.

Die meisten Forderungen, vor allem Hypothekendarlehen, verfügen nicht über eine ausreichende Marge, um die derzeit aufgrund der Spreadausweitungen erforderlichen hohen Anleihekupons zu erwirtschaften und eine ökonomische Durchführung einer Transaktion zu ermöglichen. Dementsprechend ist das Interesse von Originatoren, Neuemissionen auf den gegenwärtigen Spreadniveaus zu vermarkten, relativ gering, was zu einem Einbehalt der Anleihen als Collateral für Repo-Geschäfte führt.

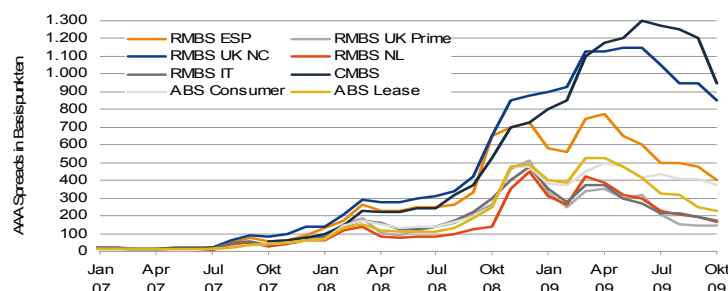
So werden Transaktionen gegenwärtig meist allein mit dem Ziel strukturiert, die Anleihen als Collateral für Repo-Geschäfte mit den Zentralbanken einzusetzen und dadurch eine günstige Liquiditätsbeschaffung im aktuell schwierigen Marktumfeld zu ermöglichen.

Die Fokussierung der Originatoren auf eine Refinanzierung mittels Repo-Geschäften geht einher mit einer kostengünstigen, nur die Mindestanforderungen der Zentralbanken erfüllenden, Strukturierung der Transaktionen. Das Eurosystem hat auf den Trend des „originate-to-repo“ und dessen Auswirkungen auf die Ausgestaltung der Transaktionen reagiert. Seit Februar 2009 wird für ABS als Collateral in Repo-Geschäften ein Mindestrating von AAA (vorher A) gefordert, keine CDO auf ABS mehr akzeptiert und die Sicherheitsabschläge („haircuts“) einheitlich auf 12% erhöht. Dadurch sollen Originatoren gedrängt werden, wieder Transaktionen zu strukturieren, die auch Investorenanforderungen entsprechen (z.B. Senior Tranche mit AAA-Rating), um die Grundlage für eine Wiederbelebung des Primärmarktes zu legen.

### 3.3 Spreadausweitung und Rating-Modell-Anpassungen

Der massive Vertrauensverlust gegenüber Verbriefungen und die Verunsicherung der Investoren drücken sich in der Entwicklung der Spreadniveaus am Sekundärmarkt aus. Bis Mitte 2009 entwickelten sich historische Höchststände. Hintergrund ist einerseits die nachlassende Portfoliopformance in den meisten Assetklassen bedingt durch die wirtschaftliche Eintrübung und Immobilienpreisrückgänge, aber auch andererseits die Verunsicherung durch zahlreiche Downgrades in Folge von hektischen Anpassungen der Rating-Modelle durch die Rating-Agenturen, sowie nicht zuletzt die technische Verfassung des Marktes. Im dritten Quartal 2009 ist jedoch bereits wieder eine spürbare Erholung des Marktes zu verzeichnen, der sich zumindest für einzelne Neuemissionen wieder aufnahmebereit zeigt, und dessen Sekundärmarktumsätze ebenfalls wieder etwas anziehen.

**Spreadentwicklung am europäischen Structured Finance Markt (Januar 2007 bis Oktober 2009)**



Quelle: DZ BANK

Nachdem bis 2007 vor allem bei europäischen RMBS und CMBS Downgrades Seltenheitswert hatten, und das Verhältnis von Upgrades zu Downgrades teilweise weit über 10:1 lag, hat sich die Situation 2008 umgedreht. Einzig bei ABS überwiegen noch die Upgrades. Bei RMBS ist der Anteil der abgestuften Tranchen sprunghaft angestiegen. Hier spiegelt sich u. a. die Verschlechterung der Portfoliopformance aufgrund der wirtschaftlichen Eintrübung und der stark fallenden Immobilienpreise in mehreren europäischen Ländern, vor allem Spanien und Großbritannien, wider.

Da Kreditnehmer schwächerer Bonität überproportional hart von wirtschaftlichen Schwächephase betroffen sind, stieg bei NC RMBS der Anteil der abgestuften Tranchen auf 15% der ausstehenden Tranchen am deutlichsten an. Jedoch sind auch zahlreiche Downgrades von RMBS durch Anpassungen der Rating-Modelle und Veränderungen der Rating-Annahmen ausgelöst worden. Davon betroffen sind auch Senior-Tranchen die ihr AAA-Rating trotz relativ stabiler Portfolioperformance verloren.

Ratingentwicklung nach Assetklassen												
in %	2008				2007				2006			
	Up	Stabil	Down	U/D	Up	Stabil	Down	U/D	Up	Stabil	Down	U/D
<b>ABS*</b>	<b>5,1</b>	<b>91,0</b>	<b>3,9</b>	<b>1,3</b>	<b>1,9</b>	<b>97,6</b>	<b>0,5</b>	<b>3,8</b>	<b>0,6</b>	<b>96,6</b>	<b>2,8</b>	<b>0,2</b>
Auto ABS	8,3	86,4	5,3	1,6	1,5	98,5	0,0	-	0,8	99,2	0,0	-
Leasing ABS	14,6	84,1	1,2	12,2	2,8	94,4	2,8	1,0	0,0	100,0	0,0	-
CC ABS	0,0	100,0	0,0	-	0,0	100,0	0,0	-	0,0	100,0	0,0	-
<b>CMBS</b>	<b>1,6</b>	<b>90,9</b>	<b>7,6</b>	<b>0,2</b>	<b>5,3</b>	<b>94,2</b>	<b>0,5</b>	<b>10,6</b>	<b>8,8</b>	<b>90,5</b>	<b>0,7</b>	<b>12,6</b>
<b>RMBS</b>	<b>2,3</b>	<b>91,6</b>	<b>6,1</b>	<b>0,4</b>	<b>4,2</b>	<b>95,5</b>	<b>0,3</b>	<b>14,0</b>	<b>10,2</b>	<b>89,6</b>	<b>0,2</b>	<b>51,0</b>
Prime	2,0	94,1	3,9	0,5	5,1	94,5	0,4	12,8	10,6	89,1	0,3	35,3
Non-conf.	4,0	81,2	14,8	0,3	3,2	96,8	0,0	-	9,5	90,5	0,0	-
<b>CDO</b>	<b>0,1</b>	<b>71,5</b>	<b>28,4</b>	<b>0,0</b>	<b>5,7</b>	<b>90,2</b>	<b>4,1</b>	<b>1,4</b>	<b>5,0</b>	<b>90,2</b>	<b>4,8</b>	<b>1,0</b>
SMECLO	0,5	93,3	5,6	0,1	5,3	94,0	0,7	7,6	2,4	97,6	0,0	-

Quelle: S&P  
\*ohne Aircraft ABS

## 4 Bedeutung des Ratings für ABS

Beim Rating einer Verbriefungstransaktion kann es sich nur um ein Emissionsrating für die verschiedenen Wertpapiere der Emission und nicht um ein Rating des Emittenten selbst handeln.

Das Rating ist ein unverzichtbarer Teil einer Verbriefungstransaktion und alle international anerkannten Ratingagenturen haben Methoden entwickelt, die verschiedenen Tranchen einer Verbriefungstransaktion mit einem Rating zu versehen. Da eine Einschätzung vom Investor nur bedingt möglich ist, ist die Transparenz und die Prognosegüte des Ratingprozesses zentraler Bestandteil für eine Investitionsentscheidung.

### 4.1 Grundlagen des Ratings

Im Ratingprozess von Verbriefungstransaktionen werden üblicherweise die folgenden fünf Schritte durchlaufen: Vorbereitung des Prozesses, die qualitative Analyse, die quantitative Analyse, die Festlegung der Ratings und Vermarktungsphase sowie die Überwachung („Surveillance“) und Monitoring der Transaktion bis zur Fälligkeit.

#### 4.1.1 Vorbereitung

Die Vorbereitung geht dem eigentlichen Ratingprozess voraus und umfasst die Zusammenstellung des Portfolios durch den Originator und die damit verbundene Aufbereitung der Daten für die Ratingagenturen.

In diese Phase fällt auch die Strukturierung der Transaktion durch einen Arranger, in der die Lösungen und Vereinbarungen für die im Folgenden beschriebenen Fragestellungen erarbeitet und zwischen verschiedenen beteiligten Parteien koordiniert werden. Insbesondere wird die Dokumentation der Verbriefungstransaktionen erstellt und, wenn nötig, die Zweckgesellschaft gegründet.

#### 4.1.2 Qualitative Analyse

Die Ratinganalyse von Verbriefungstransaktionen besteht aus zwei zentralen Komplexen: Erstens aus der qualitativen Analyse der Struktur, und zweitens aus der quantitativen Analyse der Assets im Portfolio und den strukturellen Merkmalen der verschiedenen Verbriefungstranchen.

---

Im Rahmen der qualitativen Analyse werden von den Ratingagenturen u. a. die folgenden Fragestellungen analysiert und hinsichtlich ihrer potenziellen Risiken für die Investoren in die Wertpapiere bewertet.

### **Solvabilität des Emittenten (SPV)**

Die Überprüfung der insolvenzrechtlichen Abgrenzung vom Originator ist somit erster zentraler Bestandteil eines Ratingprozesses. Des Weiteren muss geprüft werden, ob bei einem Ausfall des Originators die Forderungen weiter bedient werden und in welcher Form das Servicing dann erfolgt. Nur Pools, bei denen sichergestellt werden kann, dass der Ausfall des Originators keine negativen Folgen für die Forderungen hat, können grundsätzlich verbrieft werden. Darüber hinaus muss auch bei der Zweckgesellschaft sichergestellt werden, dass nur Ausfälle im Pool zu Störungen führen, alle Formen des operationellen Risikos müssen ausgeschlossen werden.

Die Zweckgesellschaften werden insolvenzfern strukturiert. Die Überprüfung dieses Sachverhalts durch die Ratingagenturen ist dennoch ein aufwändiger Vorgang. So ist die Übertragung der Assets vom Originator zum Emittenten ein kritischer Schritt, da die gesellschaftsrechtlichen Regelungen bzw. die Insolvenzordnungen in vielen Jurisdiktionen den Transfer von Vermögensgegenständen aus einer insolventen Gesellschaft verhindern. Ebenfalls können Übertragungen von Vermögensgegenständen aus einer Gesellschaft in einem gewissen Zeitraum vor der Insolvenz rechtlich anfechtbar sein.

Tritt nun die Insolvenz des Originators in einen zeitlich engen Zusammenhang mit einer Verbriefungstransaktion, könnte die Zweckgesellschaft (und damit mittelbar die Investoren in die Wertpapiere) die Ansprüche aus den Vermögenswerten verlieren. Für solche und ähnliche Szenarien muss im Rahmen der Strukturierung Vorsorge getroffen werden. Es ist die Aufgabe der Ratingagenturen sicherzustellen, dass die Regelungen im Kontext der jeweiligen Jurisdiktion wirksam sind und keine zusätzlichen Risiken für Investoren darstellen.

### **Rechtliche Struktur**

Im Rahmen einer Verbriefungstransaktion sind zahlreiche rechtliche Fragestellungen zu klären. Dies umfasst u. a. die Fragen, ob der Transfer der Assets rechtlich einwandfrei und unanfechtbar ist und ob die zugrunde liegenden Vermögenswerte selbst rechtmäßig und unanfechtbar sind. Ebenso ist zu prüfen, ob die Ansprüche aus den Assets vollstreckbar sind und wie das Verfahren im Falle eines Zahlungsverzugs geregelt ist. In der Regel fordern Ratingagenturen Rechtsgutachten („legal opinions“) zur Wirksamkeit der innerhalb der Verbriefungstransaktion verwendeten Lösungen der einzelnen rechtlichen Fragen.

### **Steuerliche Aspekte**

Die mit Verbriefungstransaktionen verbundenen steuerlichen Fragen sind ein weites Feld. Aus Sicht der Ratingagenturen stehen hier Risiken im Vordergrund, die die Ansprüche der Investoren auf die versprochenen Zahlungsströme der Wertpapiere durch steuerliche Vorgaben wie Kapitalertragssteuer, Gewerbe- oder Einkommenssteuerpflicht auf Ebene der Zweckgesellschaft beeinträchtigen können. Dabei steht nicht die Vermeidung von Steuerzahlungen im Vordergrund, sondern die Abschätzung, ob es durch evtl. unklare Regelungen oder unerwartete Auslegungen der Steuergesetze zu Einbußen für die Investoren kommen kann.

### **Bonität beteiligter Parteien**

Da Zweckgesellschaften in der Regel keine Angestellten haben, sind weitere Parteien in verschiedenen Funktionen an einer Verbriefungstransaktion beteiligt. Dies sind u. a. der Administrator und Treuhänder der Zweckgesellschaft, der Servicer der zugrunde liegenden Vermögenswerte sowie Liquiditäts- und/oder Credit Enhancement Provider.

---

Hat die Zweckgesellschaft Derivate wie z.B. Zinsswaps zur Steuerung der Zahlungsströme im Rahmen der Transaktion abgeschlossen, werden die Kontrahentenrisiken aus diesen Geschäften analysiert, da der Ausfall eines Kontrahenten schwerwiegende Konsequenzen für die Zahlungsströme der Wertpapiere haben kann. Für alle an der Transaktion beteiligten Parteien werden neben der Bonität der einzelnen Kontrahenten auch die Vorkehrungen für einen möglichen Austausch im Falle einer Insolvenz oder sonstiger Nicht-Erfüllung vertraglicher Pflichten einer der Beteiligten und die daraus für die Investoren resultierenden Risiken beurteilt.

#### **4.1.3 Quantitative Analyse**

Das Risiko einer Tranche aus einer Verbriefungstransaktion wird durch zwei Determinanten geprägt: Die Kreditqualität der Assets im verbrieften Portfolio und die strukturelle Ausgestaltung der Tranchierung sind die wesentlichen Treiber für das Risiko einer Verbriefungstransaktion und stehen damit unter besonderer Beobachtung durch die Ratingagenturen. Beide Aspekte werden im Rahmen der quantitativen Analyse untersucht, die in der Regel die folgenden vier Schritte umfasst:

1. Analyse und Modellierung der Kreditrisiken der einzelnen Assets
2. Modellierung der Verlustverteilung im Pool
3. Festlegung der Tranchierung
4. Stresstest und Robustheitsprüfung der Tranchenstruktur

#### **Analyse und Modellierung der Kreditrisiken der einzelnen Assets**

Die Analyse und Modellierung der Kreditqualität der Assets ist natürlich stark von der jeweiligen Assetklasse bestimmt und kann sich je nach Ansatz der jeweiligen Ratingagentur unterscheiden. Allgemein lässt sich jedoch sagen, dass Ratingagenturen unabhängig von der Assetklasse für die Analyse der zugrunde liegenden Vermögenswerte historische Ausfallstatistiken verwenden.

Bei der Modellierung der Kreditrisiken der einzelnen Assets in einem Verbriefungsportfolio kann man einerseits zwischen klassischen ABS Assets, wie z.B. Hypothekenkrediten, Autofinanzierungen oder Kreditkartenforderungen und andererseits zwischen CDO Portfolien, die selbst aus Unternehmenskrediten oder -anleihen bestehen, unterscheiden.

Klassische ABS Portfolien zeichnen sich in der Regel durch ein sehr großes, homogenes und gut diversifiziertes Portfolio aus, das relativ geringe idiosynkratische Risiken birgt und dessen Ausfallcharakteristika daher gut durch statistische Kennzahlen beschrieben werden können. Im Gegensatz dazu bestehen CDO Portfolien aus einer relativ kleinen Anzahl von eher heterogenen Assets mit oft sehr unterschiedlichen Diversifikationseigenschaften, so dass idiosynkratische Risiken hier eine deutlich größere Rolle spielen und so die Ausfallcharakteristika jedes einzelnen Assets modelliert werden müssen. Für Assets, die selbst von den Agenturen mit einem Rating versehen worden sind, wird in der Regel dieses Rating verwendet. Dies gilt z.B. für Unternehmensrisiken bzw. Unternehmensanleihen, aber auch für Verbriefungstranchen, die selbst wieder Assets im Portfolio einer Verbriefungstransaktion sein können.

#### **Modellierung der Verlustverteilung im Pool**

Für die Analyse der Struktur verwenden Ratingagenturen Cashflow-Modelle, die die Zahlungsströme der zugrunde liegenden Assets unter allen möglichen Ausfallszenarien auf die Zahlungsströme der emittierten Wertpapiere abbilden. Ein weiteres zentrales Objekt der Betrachtung ist die Wahrscheinlichkeitsverteilung der kumulierten Portfolioverluste, die sich aus den Ausfallwahrscheinlichkeiten, Recovery-Raten und den Ausfallkorrelationen der Assets im Portfolio mit Hilfe verschiedener mathematischer Verfahren berechnen oder durch eine Monte Carlo Simulation bestimmen lässt.

---

Dabei steht die Ausfallkorrelation, die ein Maß für die Tendenz zu gleichartigem Ausfallverhalten der Assets darstellt, in einem engen Zusammenhang mit der Streuung der Verteilung der kumulierten Portfolioverluste um ihren Erwartungswert. Je höher die Korrelation, um so größer ist die Wahrscheinlichkeit, dass viele Kreditnehmer gemeinsam ausfallen. Dies wirkt sich negativ auf das Rating der Investment Grade Tranchen aus. Der Effekt ist jedoch bei den untersten Tranchen (Equity bzw. First Loss Piece) spiegelverkehrt, da die Wahrscheinlichkeit, kaum Verluste zu erleiden, zunimmt.

### **Festlegung der Tranchierung**

Der zweite Risikotreiber einer Tranche ist die strukturelle Ausgestaltung der Tranchierung einer Verbriefungstransaktion. Üblicherweise wird die Tranchierung durch das Wasserfallprinzip dargestellt, indem vorrangige Tranchen als erstes aus den Zahlungsströmen der Assets im Portfolio bedient werden. Eine Bedienung nachrangiger Tranchen findet erst dann statt, wenn sämtliche Ansprüche aller vorrangigen Tranchen vollständig bedient worden sind. Der Wasserfallmechanismus kann je nach Transaktion und Assetklasse mehr oder weniger komplex ausgestaltet sein.

Die Kombination von Szenarioanalysen der Cashflow-Modelle und der Verteilung der kumulierten Portfolioverluste erlaubt es, den einzelnen Ausfallszenarien Wahrscheinlichkeiten zuzuordnen, so dass sich daraus erwartete Verluste einzelner Tranchen und Wahrscheinlichkeiten für das Auftreten von Beeinträchtigungen der Zahlungsströme der Wertpapiere ableiten lassen. Je nach Methodik der einzelnen Ratingagentur lassen sich aus diesen Ergebnissen Ratings für die Wertpapiere der Verbriefungstransaktion ableiten.

Ein Vergleich der quantitativen Modelle der Ratingagenturen zeigt deutliche Unterschiede im Modelldesign. So basiert das Modell von Moody's auf dem erwarteten Verlust eines Wertpapiers, der dann auf ein Rating abgebildet wird, während S&P und FITCH ihr Rating auf der Basis von Eintrittswahrscheinlichkeiten für das Auftreten des ersten Verlustes aus dem Wertpapier vergeben. Zur Validierung der Ergebnisse untersuchen die Agenturen das Verhalten der Tranchen unter definierten Stress-Szenarien, um so die Robustheit der Ratings unter einer Vielzahl von Worst-Case Annahmen zu prüfen.

### **Festlegung des Ratings und Vermarktungsphase**

Den Abschluss des Ratingprozesses bildet in der Regel ein so genanntes Ratingkomitee, bei dem die mit der Bewertung befassten Ratinganalysten den einzelnen Tranchen auf Basis der quantitativen und qualitativen Analysen ein vorläufiges Rating verleihen. Typischerweise werden die Ergebnisse des Ratingkomitees und die Analysen in Form eines so genannten Pre-Sale-Reports von den Agenturen veröffentlicht und interessierten Investoren während der Vermarktungsphase zur Verfügung gestellt. Der Ratingprozess ist im Idealfall wenige Wochen vor der geplanten Emission beendet, damit die vorläufigen Ratings in den Preisbildungsprozess der Emission mit einbezogen werden können. Nach Vermarktung und Platzierung der Transaktion werden dann üblicherweise endgültige Ratings vergeben.

### **Surveillance/Monitoring**

Jedes von einer Ratingagentur vergebene Rating wird in regelmäßigen Abständen überprüft. Sollten sich bei der Überprüfung Hinweise auf eine Änderung der dem jeweiligen Wertpapier innewohnenden Kreditrisiken ergeben, werden diese Wertpapiere auf eine so genannte Watch List gesetzt und das Rating wird gegebenenfalls unter wiederholter Anwendung des Ratingprozesses angepasst. Neben den turnusmäßigen Überprüfungen, die in der Regel alle zwölf Monate stattfinden, unternehmen die Ratingagenturen auch anlassbezogene Überprüfungen, die z.B. durch die Insolvenz eines Schuldners im Portfolio, oder durch die Änderung eines Ratings eines der an der Transaktion beteiligten Partners, oder durch allgemeine Veränderungen in der Kreditqualität des Portfolios wie Migrationen ausgelöst werden kann.

---

## 4.2 Anforderungen an den Forderungspool

Die Qualität des Forderungspools ist zentral für die Stabilität der Zahlungsströme und folglich das Rating. Im Rahmen der Qualitätsüberprüfung durch die Ratingagentur werden Informationen über das Volumen der Forderungsbestände, vertragliche Zahlungsbedingungen, Informationen über tatsächliche Zahlungseingänge und eventuelle Zahlungsverzögerungen, Altersstruktur, historische Ausfallraten, Kreditrichtlinien und Mahnwesen analysiert. Die der Verbriefung zugrundeliegenden Vermögenswerte müssen bestimmten Auswahlkriterien, so genannten „Eligibility Criteria“ genügen.

Ein zentraler Punkt ist dabei sicherzustellen, dass bei den verbrieften Forderungen der Originator bei der Qualitätseinschätzung und der Servicer bei der Abwicklung, vor allem bei Zahlungsstörungen sich so verhält, als ob die Forderungen nicht verkauft worden wären. Es muss sichergestellt werden, dass bei der Auswahl der Forderungen keine „adverse selection“ durch den Originator möglich ist, da ein intrinsisches Interesse zur Weitergabe der problematischen Kredite („lemons“) auf Grund des Informationsvorsprungs verhindert werden muss (Moral Hazard).

Insbesondere war eine ständige Verschlechterung der verbrieften Assetpools im Subprimebereich ein Kernausschlag der Krise. Daher sollten Ratingagenturen gegenüber den Investoren klar stellen, welche Anforderungen an die zu verbrieften Forderungen gestellt wurden. Grundsätzlich sollten die Forderungen folgenden Kriterien entsprechen:

- Die **Homogenität des Forderungspools** ist eine wesentliche Voraussetzung für die Qualität der Verbriefung. Die Homogenität wird durch einheitliche Gestaltung der Vergaberichtlinien und entsprechendes Forderungsmanagement erreicht. Grundsätzlich sollten die Forderungen aus dem gewöhnlichen Geschäftsbetrieb des Originators stammen. Sie müssen den Grundanforderungen an „gesunde“ Forderungen genügen. Ferner müssen diese rechtswirksam, verbindlich und juristisch durchsetzbar sein. Überfällige oder notleidende Kreditforderungen dürfen grundsätzlich nicht für die Verbriefung verwendet werden. Bei der Verbriefung von Non Performing Loans muss der Investor explizit darauf hingewiesen werden.
- Dem Investor sollte klar kommuniziert werden, wie der **Diversifikationsgrad** des Forderungspool sich auf die Ratingeinschätzung auswirkt. Vor allem durch eine breite Streuung nach Branchen, Kreditnehmern und Regionen können systematische Risiken vermieden werden. Dadurch wird die Kumulation und damit der Einfluss der einzelnen Ausfallrisiken vermieden. Aus diesem Grund müssen auch Klumpenrisiken möglichst ausgeschlossen werden.
- Im Falle eines möglichen Forderungsausfalls möchte man die Höhe des Verlustes beim Investor minimieren. Die unterlegten **Kreditsicherheiten** sollen daher quantitativ be- und verwertbar sein. Es muss die Möglichkeit bestehen, die **Sicherheiten schnell** und zu vertretbaren Kosten verwerten zu können. Insbesondere muss auch das prozyklische Verhalten bei den Recoveries berücksichtigt werden.
- Bei dynamischen Pools muss sichergestellt werden, dass das **ursprüngliche Risikoprofil** des Pools **eingehalten** wird.
- Die Forderungen im Pool müssen über einen zeitlich **prognostizierbaren** und mit hinreichender Wahrscheinlichkeit zu bestimmenden Zahlungsstrom verfügen. Die Prüfung der Forderungsqualität und der Fälligkeitsstruktur erfordert vor allem eine einwandfreie Daten-Historie. Vor allem muss die Ausfallprognose mit belastbaren Daten belegbar sein. Zusätzlich ist die Stabilität der Zahlungsströme essentiell für eine erfolgreiche Verbriefung.

- 
- Wird eine zusätzliche Risikoabsicherung in der Form einer Kreditversicherung oder zusätzliche Sicherungsinstrumente (sog. Credit Enhancements) genutzt, müssen die Risiken einer **Bonitätsveränderung** beim **Sicherheitengeber** berücksichtigt werden. Dies gilt auch bei dem Einsatz eines Collateralpools bei synthetischen Transaktionen.

### 4.3 Anforderungen an den Originator / Servicer

Die Risiken des Kreditportfolios werden im Rahmen der Verbriefungstransaktion von den Struktur- und Insolvenzrisiken des Originators getrennt. Gleichwohl bleiben die Verwaltung der verbrieften Kredite und der zukünftigen Zahlungsströme, aufgrund des Ursprungs und Charakters der Forderungen, in der Regel beim Originator. Die Verwaltungskompetenzen und IT-Infrastruktur des Originators spielen daher auch nach dem Verkauf der Forderungen eine wichtige Rolle.

- Grundsätzlich wird vom Originator ein **standardisiertes** und **objektives** Verfahren bei der **Kreditvergabe** und -betreuung (Mahnwesen, Abwicklung) sowie der daraus folgenden Betriebsprozesse erwartet.
- Die Anzahl und **Kompetenz** der **Mitarbeiter** und die **technische Ausstattung** des Kreditunternehmens spielen eine wichtige Rolle. So müssen technische Anforderungen gestellt werden, vor allem an das Buchhaltungssystem und an zeitnahe Controlling-, Reporting- und Revisionssysteme.

### 4.4 Ratings von Verbriefungen im Kontext der Finanzmarktkrise

In Folge der globalen Finanzmarktkrise sind zahlreiche Banken, Versicherungsgesellschaften (insbesondere Monoliner, die Wertpapiere garantieren) und zunehmend auch Unternehmen der Realwirtschaft in ihrer Existenz bedroht. Der Versuch einer Systemstabilisierung seitens staatlicher Organe wurde bereits durch vielfältige Stützungsmaßnahmen vorangebracht. Die Regierungen bemühen sich gemeinschaftlich durch Bereinigung der Finanzmarktarchitektur, ein nachhaltiges Fundament zur Überwindung der Systemkrise zu schaffen. Die G-20-Staaten haben beim Finanzgipfel am 2. April 2009 bereits strengere Kontrollen für die Finanzmärkte beschlossen und die Grundlagen für ein neues Regelwerk geschaffen. Eine neue Aufsichtsstruktur soll ein einheitliches Vorgehen von Aufsichtsbehörden gewährleisten und durch enge Kooperation und zu erstellende allgemeingültige Leitlinien (CESR) helfen, die Regelung und Überwachung im internationalen Finanzsektor zu verbessern.

Ratingagenturen unterliegen fortan nicht mehr allein einer freiwilligen Selbstbeschränkung. Gemäß Verordnung der EU-Kommission besteht für Ratingagenturen nunmehr eine Registrierungspflicht und unabhängige Kontrolle durch die laufende Aufsicht, zumal deren Einstufungen auch regulatorischen Zwecken dienen (Basel II). Auch die amerikanische Börsenaufsicht SEC verschärft ihre Auflagen für die Agenturen: Wenn Emittenten eine Ratingagentur beauftragen, sind der Konkurrenz dieselben Informationen zur Verfügung zu stellen. Außerdem wird ein wesentlicher Eingriff in das Geschäftsmodell der Ratingagenturen vorgenommen: Beratungsdienstleistungen gegenüber geratenen Kunden sind nicht mehr erlaubt, da diese in der Vergangenheit offenbar tief greifende Interessenkonflikte bewirkt hatten.

Der Auslöser der Krise im Markt von ABS waren hohe Ausfallquoten privater Hypothekendarlehen mit unzureichender oder minderer Bonität (Subprime und Alternative-A) am US-Immobilienmarkt. Diese Darlehen wurden häufig ohne hinreichende Prüfung der Kreditnehmer und deren Einkommensverhältnisse vergeben, im Rahmen von Residential Mortgage Backed Securities (RMBS) verbrieft und zwecks Risikoverteilung weltweit am Kapitalmarkt ausplatziert. Käufer waren Banken und Finanzinvestoren, die diese Papiere zum Teil auch in unkonsolidierten außerbilanziellen Investment-Vehikeln (sog. Conduits) ausgelagert hatten. Innovative Verbriefungstechnologien ermöglichten durch Hebelfinanzierung eine Ausdehnung der Fristentransformation auch außerhalb der Bankbilanzen.



---

Als es zu hohen Abschreibungen auf die bonitätsschwachen Hauskredite in den Kreditportfolien kam und ihr Marktwert rapide sank, stieg der Liquiditätsbedarf der Banken sprunghaft an, speziell wenn diese zur Liquiditätssicherung ihrer Investment-Vehikel verpflichtet waren. Überdies war eine Liquidierung der gehaltenen Wertpapiere aufgrund der teilweise zum Erliegen gekommenen Nachfrage nur noch sehr eingeschränkt durchführbar.

Die strukturellen Ursachen für die Verschlechterung der Qualität der verbrieften Pools sind vielfältiger Natur. Im Vorfeld der Krise waren über viele Jahre sinkende Risikoprämien bei gleichzeitig starker Ausweitung der Kreditvolumina festzustellen. Weil sich im klassischen Kreditgeschäft die Zinsmargen insbesondere im Zeitraum von 2002 bis 2006 sukzessive verringert hatten, stieg unweigerlich der Anteil an ertragreicheren - wenn auch riskanteren - Kreditinstrumenten. Neben Kreditderivaten zählen hierzu vor allem Verbriefungen, die in ihrer Komplexität beständig weiterentwickelt wurden. Insbesondere der Vertrieb von RMBS wurde stark internationalisiert. So stieg der Anteil von Subprime bei den Hausfinanzierungen dramatisch an. Kreditvergabestandards waren hier fast nicht mehr existent.

Die Emissionsvolumina von Verbriefungen erreichten in dieser Phase immer neue Rekordstände. Getragen wurde diese Entwicklung im Wesentlichen durch den Renditedruck, tendenziell gestiegene Risikoneigung der Investoren, ein über viele Jahre vorherrschendes Niedrigzinsumfeld, fortgeschrittene Deregulierung, Schwächen in den Rechnungslegungsvorschriften sowie eine schleichende Absenkung von Kreditvergabestandards (insbesondere innerhalb der Verbriefungskette).

Die in der Vorzeit der Krise stark gestiegene Liquidität an den Märkten hatte Anreize zu riskanteren Geschäftsmodellen gestiftet. Die Analyse und Bewertung von Verbriefungen ist jedoch deutlich aufwendiger als beim traditionellen Rating. Sie erfordert spezifische Fachkenntnis und einen hohen Zeitaufwand. Es bestand daher die allgemeine Tendenz bei den Marktteilnehmern, die eigene Risikoanalyse maßgeblich auf Grundlage externer Ratings aufzubauen. Allerdings ist die Ratinghistorie von Verbriefungen und Unternehmensrisiken keineswegs vergleichbar. Die meisten Zeitreihen von Immobilientransaktionen wiesen keine Phasen gravierenden ökonomischen Stresses auf. Insofern fiel es den Ratingagenturen schwer, echte „through-the-cycle“ Ratings zu vergeben. Die Agenturen besaßen geringe Erfahrungswerte mit den neuen Assetklassen (insbesondere mit Subprime oder Alt-A), die sich zudem sehr schnell aus ihrem Nischendasein zu bedeutenden Marktsegmenten entwickelt hatten.

Verbriefungen stellen an sich ein wichtiges Marktsegment dar, das zu einer verbesserten Verteilung der Risiken sowie deren Steuerung beiträgt. Die Risikosteuerung des Kreditgeschäfts erfordert dabei jedoch zuverlässige Ratingergebnisse, sei es mittels tragfähiger interner Ratingsysteme oder durch die Nutzung von Ratingergebnissen externer Ratingagenturen. Idealtypisch sollen Ratingagenturen die Rolle einer neutralen Bewertungsinstanz einnehmen und damit Informationsasymmetrien zwischen Originatoren und Investoren minimalisieren. Mit Blick auf Verbriefungstransaktionen liegt ihre Kernaufgabe in der Unterstützung der Investitionsentscheidung bei der Beurteilung der Sicherheit von Zahlungsströmen.

Zweck des Ratingverfahrens im Rahmen von Verbriefungen ist es, die Fähigkeit zur Erwirtschaftung eines ausreichenden Cashflows aus den zugrunde liegenden Aktiva für die Rückzahlung von Zinsen und Kapital bei jeder Art von Verbriefung zu bewerten.

Die Ratingagenturen haben bei der Bonitätseinschätzung von Verbriefungen eine zentrale Marktfunktion, auf die sich viele Marktteilnehmer vertrauensvoll stützen. Auch wenn nunmehr evident ist, dass externe Ratings keinen Ersatz für eine angemessene interne Risikoeinschätzung von Liquidität, Marktpreis und Ausfallrisiko darstellen, bedarf es doch geeigneter Ratingsysteme sowie einer ausreichenden qualitativen wie quantitativen Datengrundlage mit allen erforderlichen Zusatzinformationen, um die externe Risikoeinschätzung transparent zu machen und die Methodik der Agenturen im Detail nachvollziehen zu können.

Im Rahmen der Finanzmarktkrise gab es nun generelle Zweifel an der Kompetenz und Objektivität der Ratingagenturen. Besonders bei den Ratings für Verbriefungen kam es zu einem undifferenzierten Vertrauensverlust, mit weitreichenden Konsequenzen am Primär- und Sekundärmarkt. Dies führte zu erheblichen Spreadausweitungen und steigenden Volatilitäten bei gleichzeitiger Liquiditätsverknappung. Die seit Juli 2007 abrupt nach oben angepassten Risikoaufschläge (Spreadausweitungen) erreichten dabei historische Höchststände.

Gleichzeitig sanken für eine Vielzahl von Verbriefungen die Marktwerte rapide oder sie wurden schlichtweg unverkäuflich. Der Preisverfall der Verbriefungen resultierte im Wesentlichen aus der Unsicherheit über die Korrektheit der Ausfallwahrscheinlichkeiten und Ausfallkorrelationen der zugrunde liegenden Kreditforderungen und damit der Verlusterwartung für die Instrumente selbst.

Wegen der schlechter als erwarteten Portfolioperformance für viele Assetklassen, sind die Ratingagenturen kontinuierlich mit der Adjustierung der Input-Parameter und Nachbesserung zugrunde liegender Ratingmodelle beschäftigt.

## 5 Ratingunterschiede bei strukturierten Finanzierungen gegenüber Unternehmen

Ratings von strukturierten Wertpapieren unterscheiden sich aus der bisherigen Vergangenheitsanalyse in folgenden Punkten: Grundsätzlich, d.h. bei langfristiger Betrachtung sind Ratings von strukturierten Papieren in der Tendenz stabiler als die Ratings von Industriefinanzierungen, was folgende Auswertung von Statistiken der Rating-Agentur Moody's unter Einbezug des Krisenzeitraum 2. Halbjahr 2007 sowie Kalenderjahr 2008 zumindest für Europa belegt. Dies bedeutet, dass die Wahrscheinlichkeit in derselben Ratingkategorie zu bleiben bzw. aufzusteigen höher ist. Dies beruht auf einer grundsätzlichen eher sehr konservativen Annahme über die zeitliche Verteilung der Verluste. Da die Agenturen im Regelfall die Verluste sehr früh annehmen, führen durchschnittliche erste Jahre (oder besser) im Sinne der Ausfälle bereits zu einer Ratingverbesserung.

**Durchschnittliche Anteile stabiler Ratings diverser Asset-Klassen nach Rating-Buckets**

Durchschnitt	EMEA SF 1988-2008	EMEA SF ex CDOs 1988-2008	Global SF 1984-2008	Global SF ex CDOs* 1984-2008	Global Corporates 1996-2008	Covered Bonds 1996-2008
Aaa	97.47%	96.22%	85.16%	84.74%	89.24%	97.17%
Aa	92.75%	94.42%	80.83%	82.79%	87.22%	83.55%
A	93.09%	97.56%	79.37%	83.67%	85.88%	73.47%
Baa	93.69%	97.13%	77.87%	83.70%	84.15%	
Ba	91.73%	98.09%	77.23%	83.55%	72.29%	
B	85.41%	94.87%	79.02%	82.94%	73.03%	
Caa-C	98.26%	100.00%	89.34%	90.50%	62.98%	

\* und Subprime RMBS (2005-07)

Quelle: Moody's

Auf globaler Ebene schneiden Structured Finance Papiere bereits bei dieser Betrachtung schlechter ab als Unternehmensanleihen, da hier der US-amerikanische Markt mit erfasst wird, der vor allem auf Grund seiner Asset-Klassen mit Subprime-Bezug ein desaströses Bild bezüglich Rating-Stabilität abgibt.

**Ratingänderungen von US-Asset-Klassen mit Subprime-Bezug (Stand August 2009)**

Asset-Klasse	Emissionsvolumen	Downgraded	Downgraded (%)	IG to SG	Defaulted	Defaulted (%)	CW negative	Downgraded CW negative
Cash Flow CDO of ABS	279,76	261,37	93,43%	234,12	27,70	9,90%	119,37	118,61
Hybride CDO (v.a. CDO of ABS)	148,08	145,99	98,59%	141,41	67,51	45,59%	27,3	27,29
Market Value CDOs / SIV lites	34,74	4,91	14,13%	3,55	1,89	5,44%	1,47	1,37
Synthetische CDO of ABS	15,89	13,03	82,00%	11,29	2,48	15,61%	0,09	0,07
<b>CDOs gesamt</b>	<b>478,47</b>	<b>425,3</b>	<b>88,89%</b>	<b>390,38</b>	<b>99,57</b>	<b>20,81%</b>	<b>148,23</b>	<b>147,33</b>
U.S. RMBS Alt-A	1.042,93	620,56	59,50%	527,11	23,16	2,22%	219,69	60,48
U.S. RMBS CES	83,31	70,89	85,09%	46,47	20,70	24,85%	4,07	2,07
U.S. RMBS NIMS	26,23	18,07	68,89%	15,49	0,00	0,00%	0,82	0,78
U.S. RMBS - sonstige	215,52	75,12	34,86%	38,67	2,86	1,33%	19,07	12,31
U.S. RMBS Prime	373,92	250,73	67,05%	172,05	1,25	0,33%	20,06	2,56
U.S. RMBS Subprime	1.065,23	462,09	43,38%	372,19	44,43	4,17%	80,02	31,98
<b>RMBS gesamt</b>	<b>2.807,14</b>	<b>1.497,46</b>	<b>53,34%</b>	<b>1.171,98</b>	<b>92,40</b>	<b>3,29%</b>	<b>343,73</b>	<b>110,17</b>
<b>Total</b>	<b>3.285,60</b>	<b>1.922,76</b>	<b>58,52%</b>	<b>1.562,35</b>	<b>191,97</b>	<b>5,84%</b>	<b>491,96</b>	<b>257,5</b>

Quelle: S&P

Betrachtet man isoliert die beiden Krisen-Jahre 2007 (2. Halbjahr) sowie 2008 schneiden Structured Finance-Ratings in den Rating-Segmenten AAA und AA sowohl auf europäischer und globaler Ebene, als auch bezogen auf den US-Markt besser ab, als Unternehmens-Ratings, wobei hier zusätzlich die Grundgesamtheit für das Structured Finance-Segment sehr viel größer ist. In den folgenden Rating-Klassen muss differenziert werden. Europäische Produkte stellen sich durchgängig ratingstabiler dar, als Unternehmen, wogegen US- bzw. globale Ratings bereits hier zum Teil abfallen. Im zweiten bzw. dem ersten vollen Krisenjahr zeigen Structured Finance-Ratings für alle regionalen Abgrenzungen einen deutlich geringeren Anteil stabiler Ratings als Unternehmen, wobei Europa auch hier immer noch ein deutlich besseres Bild abgibt als die USA. Einschränkend ist anzumerken, dass die Zahlen insoweit nur eingeschränkt miteinander zu vergleichen sind, als im Jahr 2008 nicht nur fundamentale Effekte auf die ausstehenden Transaktionen einwirkten, bzw. die Ratings auf die Probe stellten, sondern die Rating-Agenturen damit begannen, in großem Umfang Methoden und Modelle zu modifizieren, und im Ergebnis zum Teil ganze Asset-Klassen auf den Prüfstand gestellt, bzw. in der Folge herabgestuft wurden - ein Trend, der sich bis zum heutigen Zeitpunkt fortschreibt.

**Anteil stabiler Ratings 2007**

Durchschnitt	Global			
	EMEA SF	US SF	Global SF	Corporates
	2007	2007	2007	2007
<b>Aaa</b>	99,35%	99,59%	99,58%	95,88%
<b>Aa</b>	93,39%	93,66%	93,66%	91,16%
<b>A</b>	94,66%	80,56%	82,45%	87,27%
<b>Baa</b>	94,83%	73,40%	76,10%	88,55%
<b>Ba</b>	94,80%	73,39%	76,01%	83,62%
<b>B</b>	100,00%	91,74%	91,66%	83,84%
<b>Caa-C</b>	94,55%	99,19%	98,99%	84,02%

**Anteil stabiler Ratings 2008**

Durchschnitt	Global			
	EMEA SF	US SF	Global SF	Corporates
	2008	2008	2008	2008
<b>Aaa</b>	82,63%	72,59%	73,89%	95,85%
<b>Aa</b>	75,17%	51,37%	55,51%	91,25%
<b>A</b>	79,87%	54,33%	58,86%	87,10%
<b>Baa</b>	84,83%	50,08%	55,42%	88,63%
<b>Ba</b>	83,31%	49,90%	54,67%	83,70%
<b>B</b>	78,13%	44,30%	45,65%	83,60%
<b>Caa-C</b>	100,00%	99,86%	99,87%	84,88%

Quelle: Moody's

Aufgrund der Bedeutung der Korrelation sind die strukturierten Wertpapiere sehr viel sensitiver, wenn es zu einer Ratingveränderung kommt. Entsprechend ist eine Ratingverschlechterung bei einem strukturierten Papier meist sehr viel grösser verglichen zu einer Industrieanleihe.

Darüber hinaus ist die Gefahr nicht erkannter systematischer Risiken bei ABS vergleichsweise groß. Die Tranchierung kann nur funktionieren, wenn die darunter liegenden Korrelationen über die Ausfälle sich bewahrheiten. Gibt es einen oder wenige systematische Faktoren (wie z.B. die Immobilienpreise bei US-Subprime) kommt es zu den Verwerfungen, die wir in der Krise beobachten konnten. Insbesondere bei ABS auf ABS ist das Risiko extrem, solchen Faktoren ausgesetzt zu sein. Hier ist es fraglich, in wie weit ein Rating dies sinnvoll abbilden kann.

Im Zuge der Finanzmarktkrise sind Ratingagenturen bereits mit der Wiederherstellung ihrer Glaubwürdigkeit beschäftigt. Im Konsultationspapier von CESR (vgl. „The Role of the Credit Rating Agencies in Structured Finance“) wurde mitunter gefordert, dass die Agenturen über die Grenzen des Aussagegehalts von Ratings umfangreich zu informieren haben.

Ein Beispiel für tiefere Information kommt von der Ratingagentur Moody's. Hier wird das Rating von strukturierten Finanztransaktionen um zwei Kennzahlen ergänzt.

Damit kann der Aussagegehalt von Ratingeinstufungen relativiert und für Investoren transparenter dargestellt werden. Hier wird mit dem *Assumption Volatility Score* und den *Parameter Sensitivities* gearbeitet. Diese beiden Kennziffern geben eine Indikation zum Gefährdungsgrad einer Transaktion für mögliche Rating-Herabstufungen aufgrund immanenter Unsicherheitsfaktoren bei der Einschätzung zugrunde liegender Kreditrisiken an. Sie beinhalten tendenzielle Aussagen über die Stabilität (Volatilität) und Verlustempfindlichkeit (Sensitivität), die den jeweiligen Ratings unterliegt, wobei erstere den Grad der Unsicherheit in den Ratingannahmen widerspiegelt und letztere angibt, in welchem Ausmaß sich das Rating verändert, wenn das Rating variierten Annahmen unterliegt.

---

Aus den geänderten Annahmen resultiert eine andere Verlustverteilung, die zu einem anderen Rating führen kann. Es werden ausschließlich die bedeutendsten zwei Parameter variiert und deren Auswirkung auf das Rating beurteilt.

## 5.1 Beispiel V Score

V Scores werden auf einer fünfstufigen Skala abgebildet. Mittels V Scores lassen sich Transaktionen gemäß ihrer potentiellen Ratingvolatilität - d. h. ihrem jeweiligen Grad der Anfälligkeit für Ratingänderungen - in eine Rangfolge zwischen 1 (geringe Volatilität) und 5 (hohe Volatilität) bringen. Der V Score lässt sich vereinfacht als Durchschnittswert auf Grundlage vier wesentlicher Bewertungskriterien zusammensetzen:

(1) Prognosequalität der historischen Daten eines Sektors: Bewertet wird Länge und Qualität von Zeitreihen, und ob diese einen vollen wirtschaftlichen Zyklus mit heftiger Stressphase durchlaufen haben oder nicht, und ob die Qualität der Zeitreihen des Sektors durch strukturelle Veränderungen resp. Brüche oder durch inkonsistente Vergabestandards beeinträchtigt worden sind. Die innewohnende Volatilität des Sektors gibt die Schwankungsbreite der historischen Daten wieder bzw. den Grad der Abweichungen zu den erwarteten Verlusten im Verlauf eines wirtschaftlichen Zyklus. Ferner wird die durchschnittliche Herabstufungsrate des Sektors mit der von Unternehmensanleihen verglichen.

(2) Erfolgs- und Erfahrungsgeschichte von Emittent / Sponsor/ Originator sowie Qualität der Offenlegung und zeitnahe Berichterstattung: Unter diesem Aspekt wird die Erfahrung und Verlässlichkeit der Transaktionsbeteiligten bewertet. Die Qualität der Offenlegung und Berichterstattung spiegelt sich im Detaillierungsgrad in Relation zum jeweiligen Komplexitätsgrad des zugrunde liegenden Collaterals wider, was ggf. eine Dokumentation auf Einzelkreditebene erforderlich macht.

(3) Komplexität und Marktwertsensitivität: Hierbei stehen der Komplexitätsgrad der Kreditrisiken einer Transaktion (gleichsam Vermögenswerte und Schulden), die verwendete Ratingmethodik (analytische Komplexität) sowie die gegebene Marktwertabhängigkeit der Underlying Assets im Fokus. Untersucht wird mitunter die Struktur des Wasserfalls, die Mechanik von Verlustzuweisungen sowie Möglichkeiten des Eintritts unvorhergesehener Ereignisse (Trigger Events) und deren Auswirkungen auf die Transaktion.

(4) Unter Governance wird die Erfahrung der Transaktionsbeteiligten beleuchtet, mit welcher Klarheit deren Rechte und Pflichten in der Verbriefungsdokumentation geregelt sind sowie vorhandene Überwachungsmöglichkeiten der Transaktion durch Dritte. Beispielsweise werden Ratings für Asset Manager, Servicer und Backup Servicer zugrunde gelegt oder die Zuverlässigkeit des rechtlichen und regulatorischen Umfelds eingeschätzt. Auch wird untersucht, inwieweit Rechtssicherheit besteht, falls es im Verlauf der Transaktion zur Insolvenz wichtiger Transaktionspartner kommen sollte.

## 5.2 Beispiel Parameter Sensitivities

Es wird berechnet, um wie viele Rating Notches sich ein von Moody's geratetes Wertpapier verschlechtert, falls eine quantitative Inputvariable des Modells schrittweise negativ abgewandelt wird. Parameter Sensitivities werden typischerweise für alle Tranchen einer Verbriefungstransaktion zum Emissionszeitpunkt ermittelt. Sie treffen gleichwohl keine Aussage über die Migration der Ratings über die gesamte Laufzeit hinweg. Vielmehr wird das Ursprungsrating auf Basis unterschiedlicher Ausprägungen von Schlüsselparametern variiert. Investoren bietet dies die Möglichkeit eigene Annahmen bzgl. des Schätzniveaus zu treffen (z. B. für Stresstests). Im Rahmen des Modells gehen allerdings keine qualitativen Faktoren ein, da diese an anderer Stelle im Ratingprozess der Ratingagenturen Berücksichtigung finden.

---

## 6 Gesamtergebnis

ABS sind eine sehr sinnvolle Wertpapierkategorie, da sie in der Lage sind höherer Erträge bei ähnlichen Ausfallrisiken für den Investor zu generieren. Diese Effekte beruhen auf der zusätzlichen Information über die Verlustreihenfolge, die Umwandlung von ökonomischen Eigenkapital in Mezzanine Tranchen und der Aussicht zusätzliche Refinanzierungsmöglichkeiten und damit auch Eigenkapitalentlastung für den Originator zu schaffen. Im Regelfall wird eine zentrale Informationsquelle für den Investor einer ABS das Rating sein, das folgende Überlegungen berücksichtigen sollte.

Grundsätzlich muss sichergestellt werden, dass die Beschreibung des zu Grunde liegenden Kreditportfolios zutreffend ist. Daher ist es wenig sinnvoll, neue Kredite sofort zu verbrieften, wie es in den USA zum Teil exzessiv geschehen. Nach einer Beobachtung der Ausfalllogik der ersten acht Quartale ist eine Prognose über die Ähnlichkeit der neuen Kredite mit der Ausfallhistorie sehr viel eher möglich und überzeugender.

Es muss sichergestellt werden, dass bei der Origination neuer Kredite für Verbriefungen die gleiche Sorgfalt aufgewandt wird, wie es für Kredite in der Vergangenheit geleistet wurde. Dazu zählt insbesondere, dass der Originator nachhaltig von der Performance des Portfolios betroffen ist. Auch muss sichergestellt werden, dass der Servicer seine Arbeit unabhängig von der Verbriefung ausführt.

Es ist also notwendig, dass Ratingagenturen über diese Aspekte des Portfolios informieren, bzw. klarstellen, welche Mindestanforderungen in Zukunft von ihnen für ein Rating gestellt werden.

Während die Nichterfüllung der oben genannten Faktoren zum Ausschluss beim Rating führen sollten, müssen die Ratings um weitere Faktoren erweitert werden. Dazu gehören Informationen über die Parametersensitivität und die Stabilität der Inputfaktoren. Weiterhin sollte sorgfältig das Portfolio auf systematische Risiken untersucht werden. Eine Tranchierung ist nur bei stabilen Ausfallkorrelationen sinnvoll, gemeinsame Risikotreiber können diesen Effekt sofort zerstören.

Insbesondere wäre es hilfreich, wenn die entsprechenden Verlustverteilungen des Portfolios in Abhängigkeit der Einflussparameter dem Investor zugänglich gemacht werden.

Bis zu einem gewissen Grade kauft der Investor bei einer ABS immer „die Katze im Sack“. Aufgabe der Ratingagenturen ist es, sicherzustellen, dass im Sack wirklich eine Katze ist (und sonst kein Rating zu vergeben). Kann ein Rating ausgesprochen werden, sollte der Investor über dessen Eigenschaften informiert werden. Neben der Ausfallwahrscheinlichkeit, ist insbesondere die Stabilität des Ratings und die Güte bzw. die Veränderung der Diversifikationseigenschaften wichtig. Auf dieser Basis könnte das Vertrauen in dem „guten“ Teil einer Assetklasse wiedergewonnen und das Risiko, die Fehler der Vergangenheit zu wiederholen, könnte reduziert werden.

---

## Anhang: Checkliste „Anforderungen an Structured Finance Ratings“

### A. Anforderungen an den Forderungspool

#### a. Homogenität des Forderungspools

- i. Stellen einheitliche Richtlinien für Kreditvergabe und Forderungsmanagement die Homogenität des Forderungspools sicher ?
- ii. Stammen die Forderungen aus dem gewöhnlichen Geschäftsbetrieb des Originators ?
- iii. Handelt es sich um „gesunde“, d.h. nicht leistungsgestörte (überfällig / notleidend) Forderungen ?
- iv. Werden - ausnahmsweise - (Teil-) Portfolios leistungsgestörter Forderungen („Non Performing Loans“) verbrieft: erfolgt ein expliziter Hinweis und eine detaillierte Beschreibung des Portfolios nach Art und Umfang der Leistungsstörung sowie auf das voraussichtliche Cash Flow-Verhalten des Forderungspools ?
- v. Sind die Forderungen rechtswirksam, verbindlich und juristisch durchsetzbar?

#### b. Diversifizierungsgrad des Forderungspools

- i. Wie wirkt sich der Diversifizierungsgrad auf die Ratingeinschätzung aus ?
- ii. Wie hoch ist der Diversifizierungsgrad relativ zur Peer-Group (gleiche Asset-Klasse und Region) ?
- iii. In welchem Umfang liegen - bemerkenswerte - Klumpenrisiken vor ?
  1. Wenn ja, wird das diesen Klumpen inharänte Risiko - fortlaufend - auf Kreditnehmerebene analysiert ?
  2. Wenn ja, werden Szenarioanalysen durchgeführt, welchen Einfluß Ausfälle der Klumpen auf das Rating der Struktur haben würden ?

#### c. Kreditsicherheiten im Rahmen des Forderungspools

- i. Handelt es sich um einen Pool mit besicherten Forderungen ?
- ii. Wenn ja, sind die Kreditsicherheiten aktuell bewertet und fortlaufend bewertbar ?
- iii. Können die Kreditsicherheiten schnell und mit vertretbarem Aufwand verwertet werden ? Liegen insoweit Auffälligkeiten im Vergleich zur Peer Group (s.o.) vor ?

#### d. Revolvierende Forderungspools

- i. Ist durch Eligibility-Kriterien in Verbindung mit Triggern sicher gestellt, dass sich das ursprüngliche Risikoprofil des Forderungspools im Verlauf der Transaktion ceteris paribus nur in einem mit den Ausgangs-Ratings der Transaktion kompatiblen Rahmen verändert ?

#### e. Cash Flow-Verhalten des Forderungspools

- i. Kann der Zahlungsstrom aus dem Forderungspool zeitlich prognostiziert und mit hinreichender Wahrscheinlichkeit bestimmt werden ?
- ii. Werden Szenarioanalysen durchgeführt und publiziert bezüglich des Cash Flow-Verhaltens bei Variation der Annahmen über außerplanmäßige Tilgungen ?

- 
- iii. Werden Szenarioanalysen durchgeführt und publiziert bezüglich der Rating-Sensitivität bei Variation der Annahmen über Ausfallraten und Verwertungsquoten im Forderungspool?
  - iv. Liegt eine aus Sicht der Rating-Agentur über das absolute Minimum hinaus reichende Datenhistorie des Forderungspools bzw. des Meta-Pools des Originators vor, bezüglich Parametern wie Zahlungsrückstände, Darlehensausfälle, Verwertungserlöse, außerplanmäßige Tilgungen etc.?
    - 1. Wie ist die Datenlage relativ zur Peer-Group (s.o.) zu beurteilen?
    - 2. Sind diese Daten für den Investor verfügbar?
    - 3. Wenn nein, wie und in welchem Umfang wird das Risiko aus einer - relativ kurzen - Datenhistorie mitigiert?
  - v. Zinstrend: Berücksichtigung fallender und steigender Zinsen (insbesondere wenn Zinspfade auseinander fallen).

#### B. Anforderungen an die Struktur

- a. Wo und in welchem Umfang liegen Kontrahenten-Risiken in der Struktur, z.B. im Rahmen von Swaps oder Kreditversicherungen?
- b. Wie sensitiv reagiert das Rating auf im Zeitverlauf erhöhte Kontrahentenrisiken nach Bonitätsverschlechterungen bzw. Ausfällen?

#### C. Anforderungen an den Originator

- a. Sind die Prozesse und Kriterien von Kreditvergabe und -betreuung objektiv, standardisiert und nachvollziehbar dokumentiert?
- b. Wie wird die qualitative und quantitative Ausstattung des Originators / Servicers mit Ressourcen (Personal / technische Infrastruktur) beurteilt?
  - i. Steht in den für die Verbriefung relevanten Tätigkeitsbereichen ausreichend und adäquat qualifiziertes Personal zur Verfügung?
  - ii. Ist durch adäquate technische Infrastruktur, u.a. Systeme für Controlling, Rechnungswesen, Reporting und Revision eine reibungslose Administration der Transaktion, insbesondere Servicing des Forderungspools sicher gestellt?
- c. Ist die Verbriefung ein originäres Geschäft oder existiert vielmehr ein reines Verbriefungsmodell?
- d. Werden Aufbau- und Ablauforganisation des Originators durch die Rating-Agentur im Rahmen einer Dokumentationsprüfung oder im Rahmen eines expliziten Servicer Ratings evaluiert?
- e. Stellt der Originator dem Investor bzw. dem Markt frei zugänglich alle für eine Analyse von Struktur und Portfolio - bei Emission sowie fortlaufend - erforderlichen Dokumente und Daten frei zugänglich und zeitnah zur Verfügung?
- f. Werden Daten - soweit sinnvoll und erforderlich - detailliert bis auf Ebene der einzelnen Darlehen bereit gestellt? Oder stehen zumindest für sinnvoll erachtete Aggregationsebenen Daten zur Verfügung?
- g. Gibt das Investoren-Reporting die vollständige Transaktionshistorie wieder?

- 
- h. Werden negative Performanceveränderungen der Transaktion sowie gegebenenfalls methodische Ausweis- und Berechnungsanpassungen aussagekräftig im Investor-Report erläutert und begründet?

D. Anforderungen an die Erläuterungen zur Rating-Einstufung

- a. Welche (Parameter-) Annahmen liegen dem Basis-/ bzw. Stressszenario für die Rating-Einstufung zu Grunde?
- b. Welches sind die wesentlichen Treiber der Rating-Sensitivität („Key Performance Indikatoren“)?
- c. Wie verändert sich das Rating bei Variation der Rating-Treiber? Ab welchem Punkt droht ein Downgrade?
- d. Werden über das reine „Modell-Rating“ hinaus „Wenn-Dann-Szenario-Analysen“ durchgeführt?
- e. Werden Rating-Sensitivitäten einschließlich „Distance to Downgrade“ bzw. „Distance to Default“-Analysen fortlaufend, im Rahmen des Transaktions-Monitorings durchgeführt und veröffentlicht?
- f. Werden den Investoren bzw. dem Markt bei Emission sowie fortlaufend die erforderlichen Daten und Parameter bereit gestellt, um die Portfolio-Verlustverteilung zu modellieren?
- g. Wird von der Rating-Agentur für die fragliche Asset-Klasse bzw. Transaktion ein Werkzeug (via Datei oder Internet-basiert) bereit gestellt, um das Ratingverhalten einer Transaktion unter Streßszenarien bzw. frei wählbaren Konstellationen - vereinfacht - simulieren zu können?



## DVFA

Die DVFA ist der Berufsverband der Investment Professionals. Aktuell gehören der DVFA ca. 1.200 persönliche Mitglieder an. Sie sind als Fach- und Führungskräfte bei über 400 Investmenthäusern, Banken sowie Fondsgesellschaften oder als unabhängige Kapitalmarktdienstleister tätig. Die DVFA sichert die Glaubwürdigkeit der Berufsangehörigen und die Integrität des Marktes durch eine internationalen Standards entsprechende Aus- und Weiterbildung, durch die Bereitstellung von Plattformen für die professionelle Finanzkommunikation sowie durch effektive Selbstregulierung.

Über EFFAS, den Dachverband der europäischen Analystenvereinigungen, bietet die DVFA Zugang zu einer paneuropäischen Plattform mit über 17.000 Berufsangehörigen in 25 Nationen. Über die Association of Certified International Investment Analysts (ACIIA) ist der Verband an ein weltweites Netzwerk von über 50.000 Investment Professionals angeschlossen.

**ISBN: 3-928759-16-7**  
**978-3-928759-16-8**

## DVFA

Einsteinstraße 5  
63303 Dreieich

Tel.: +49 (0)6103 - 5833-0  
Fax: +49 (0)6103 - 5833-34  
Mail: [info@dvfa.de](mailto:info@dvfa.de)  
Web: <http://www.dvfa.de>