

# Inhaltsverzeichnis

## Band II

### 4. Teil

#### ABS-Investments – Vorstand (Forts.)

<b>IX. Erwerb von US RMBS durch die BayernLB .....</b>	<b>426</b>
<b>1. Vorgaben des Vorstands .....</b>	<b>426</b>
a) „Kreditpolitik“ und „Kompetenzordnung“ .....	426
b) US RMBS-Erwerbe unter den Umbrella-Linien .....	429
c) Vorstandsbeschluss vom 25.10.2005 (ABS-Zielportfoliobeschluss).....	429
aa) Antrag vom 14.10.2005 .....	430
bb) Antrag vom 04.06.2005 .....	432
cc) Votum Kreditkomitee vom 19.10.2005 .....	437
d) Vorbereitung des Zielportfoliobeschlusses .....	437
e) Vorstandsbeschluss vom 02.11.2005 (Nachbehandlung Zielportfoliobeschluss) .....	438
f) Einzelkreditgenehmigungen des Vorstands .....	438
g) „Acht-Wochen-Regelung“ .....	439
aa) Beschluss vom 25.01.2000 (Bereich ASP New York) .....	440
bb) Beschluss vom 06.12.2005 (Bereich München) .....	440
cc) Beschluss vom 17.10.2006 (Bereich München) .....	441
dd) Beschluss vom 17.10.2006 (Bereich ASP New York) .....	441
ee) Beschluss vom 05.12.2006 (Bereich München) .....	444
ff) Beschluss vom 21.08.2007 (Bereich ASP New York) .....	444
gg) Beschluss vom 21.08.2007 (Bereich München) .....	445
hh) Beschluss vom 25.09.2007 (Bereich München) .....	446
ii) Beschluss vom 25.09.2007 (Bereich ASP New York) .....	447
jj) Beschluss vom 21.11.2007 (Bereich ASP New York/München).....	448
kk) Beschluss vom 22.01.2008 (Bereich ASP New York/München).....	448
<b>2. Erwerb, Kreditprüfung und Portfolioüberwachung durch das ASP New York .....</b>	<b>449</b>
a) Überblick .....	449
b) Einrichtung eines Frühwarnsystems August/September 2007 .....	451
c) Product Paper und Surveillance Report.....	451
aa) Einschätzung des US-Hypotheken- und Verbriefungsmarktes.....	452
bb) Analyse der Merkmale von US RMBS.....	452
cc) Ankaufskriterien .....	457
(1) US RMBS Subprime.....	458
(2) US RMBS Prime/Alt-A .....	461
d) „Vor-Ort“-Prüfungen (Due Diligence).....	462

<b>3.</b>	<b>„Ankaufstopp“ US RMBS (insbesondere Subprime)</b> .....	<b>464</b>
a)	Vorstandsbeschlüsse.....	464
b)	Information des Verwaltungsrats durch den Vorstand.....	467
aa)	Verwaltungsratssitzung vom 24.07.2007.....	467
bb)	Verwaltungsratssitzung vom 29.08.2007.....	467
cc)	Verwaltungsratssitzung vom 11.09.2007.....	468
dd)	Verwaltungsratssitzung vom 04.12.2007.....	468
ee)	Verwaltungsratssitzung vom 21.05.2008.....	469
c)	Verständnis der Informationen durch Verwaltungsratsmitglieder .....	470
d)	Ankäufe von Subprime-Papieren nach März 2007 .....	471
e)	Ankäufe von Alt-A-Papieren nach März 2007.....	471
<b>4.</b>	<b>Organisation/Personalausstattung des ASP New York für den Erwerb und die Kreditprüfung von US RMBS</b> .....	<b>472</b>
a)	Personal .....	472
b)	Mitarbeiterwechsel 1. Quartal 2007 .....	473
aa)	Antworten der BayernLB.....	473
bb)	Vorstandsbeschluss vom 09.01.2007 .....	474
<b>X.</b>	<b>Analyse einzelner US RMBS der BayernLB („Stichprobe“)</b> .....	<b>477</b>
<b>1.</b>	<b>Überblick</b> .....	<b>477</b>
<b>2.</b>	<b>Entwicklung Impairments</b> .....	<b>478</b>
<b>3.</b>	<b>Zugrunde gelegte Dokumente</b> .....	<b>481</b>
<b>4.</b>	<b>Allgemeines zum Emissionsprospekt</b> .....	<b>482</b>
a)	Aufbau .....	482
aa)	Prospektergänzung .....	482
bb)	Basisprospekt .....	486
b)	Detailgrad der Informationen zum Forderungspool .....	487
<b>5.</b>	<b>Zeitpunkt und Umfang der Kreditprüfung der BayernLB</b> .....	<b>488</b>
a)	Zeitpunkt der Kreditprüfung der BayernLB.....	488
b)	Umfang der Kreditprüfung der BayernLB .....	490
<b>6.</b>	<b>Angaben zu den Originatoren</b> .....	<b>491</b>
a)	Kreditvergaberichtlinien und Ausnahmen.....	491
b)	Kreditprogramme .....	494
c)	In den Emissionsprospekten angegebene Risikofaktoren .....	497
d)	Kreditberichte .....	501
<b>7.</b>	<b>Informationen zu Schuldnern und Krediten</b> .....	<b>504</b>
a)	Debt-to-Income-Ratio („DTI“ ).....	504
aa)	Emissionsprospekte Subprime .....	504
bb)	Emissionsprospekte Alt-A .....	505
cc)	Kreditberichte und Kreditprüfung der BayernLB.....	506
b)	FICO-Score .....	507
aa)	Emissionsprospekte Subprime .....	507
bb)	Emissionsprospekte Alt-A .....	511
cc)	In den Emissionsprospekten angegebene Risikofaktoren.....	515

dd)	Kreditberichte und Kreditprüfung der BayernLB.....	515
c)	Kreditantrag und dessen Prüfung („Documentation“) .....	517
aa)	Emissionsprospekte Alt-A .....	517
(1)	Tabellarischer Überblick.....	517
(2)	Dokumentationsanforderungen der Originatoren .....	520
(3)	Kredite ohne Verifizierung des Einkommens.....	524
(4)	Zusammenhang zwischen Dokumentation und Beleihungsquote .....	526
bb)	Emissionsprospekte Subprime .....	527
(1)	Tabellarischer Überblick.....	527
(2)	Dokumentationsanforderungen der Originatoren .....	529
(3)	Kredite ohne Verifizierung des Einkommens.....	532
(4)	Zusammenhang zwischen Dokumentation und Beleihungsquote .....	534
cc)	In den Emissionsprospekten angegebene Risikofaktoren.....	535
dd)	Kreditberichte und Kreditprüfung der BayernLB.....	536
d)	Kreditarten: „Affordable Products“ .....	539
aa)	Emissionsprospekte Subprime .....	539
bb)	Emissionsprospekte Alt-A .....	545
cc)	In den Emissionsprospekten angegebene Risikofaktoren.....	551
dd)	Kreditberichte .....	554
e)	Rückgriff auf den Schuldner im Falle eines Kreditausfalls .....	556
f)	Kreditverwendung durch den Schuldner .....	557
<b>8.</b>	<b>Informationen zu Immobiliensicherheiten und -markt .....</b>	<b>558</b>
a)	Immobilienbewertung .....	558
aa)	Emissionsprospekte Subprime .....	559
bb)	Emissionsprospekte Alt-A .....	562
cc)	In den Emissionsprospekten angegebene Risikofaktoren.....	565
dd)	Kreditberichte und Kreditprüfung der BayernLB.....	566
b)	Beleihungsquote („LTV“ und „CLTV“) und Rang der Sicherheit .....	566
aa)	Emissionsprospekte Subprime .....	566
bb)	Emissionsprospekte Alt-A .....	572
cc)	In den Emissionsprospekten angegebene Risikofaktoren.....	576
dd)	Kreditberichte und Kreditprüfung der BayernLB.....	577
c)	Angaben zur Immobilie.....	579
d)	Hinweise zur Immobilienpreisentwicklung.....	583
e)	Hinweise zur Verwertung der Immobiliensicherheiten.....	585
<b>9.</b>	<b>Ausgewählte Angaben zur Verbriefungsstruktur und zu den erworbenen Tranchen .....</b>	<b>586</b>
a)	Credit Enhancement, Slow Pay- und Mezzanine-Tranchen.....	586
aa)	Emissionsprospekte Subprime .....	586
bb)	Emissionsprospekte Alt-A .....	588
cc)	Kreditberichte und Kreditprüfung der BayernLB.....	590
b)	Verwendung Excess Spread .....	591

<b>10. Prüfung der Angemessenheit des Credit Enhancements durch die BayernLB .....</b>	<b>593</b>
a) Tranchen mit einem AAA-Rating (bis Juli 2007) .....	594
aa) Subprime .....	594
bb) Alt-A595 .....	
b) Subprime-Tranchen mit einem AA-Rating .....	599
c) Keine Analyse des Credit Enhancements anhand der Kreditmerkmale .....	605
<b>11. Rating .....</b>	<b>608</b>
a) Emissionsprospekte .....	608
aa) Subprime-Stichprobe .....	608
bb) Alt-A-Stichprobe .....	609
cc) Risikofaktoren .....	610
b) Analyse in den Kreditberichten der BayernLB .....	611
<b>12. Weitere Risikofaktoren .....</b>	<b>612</b>
a) Emissionsprospekte .....	612
b) Kreditberichte .....	614
<b>13. Abweichungen zwischen Kreditbericht und Emissionsprospekt .....</b>	<b>614</b>
aa) Subprime-Stichprobe .....	615
bb) Alt-A-Stichprobe .....	617
<b>14. Verstöße gegen die Ankaufsrichtlinien der BayernLB .....</b>	<b>618</b>
aa) Subprime-Stichprobe .....	618
bb) Alt-A-Stichprobe .....	619
<b>XI. CDO of ABS .....</b>	<b>620</b>
<b>1. Grundlagen, Chancen und Risiken .....</b>	<b>620</b>
a) Grundlagen .....	620
b) Chancen von CDO of ABS .....	623
c) Risiken von CDO of ABS .....	623
<b>2. Erfahrungen, Maßnahmen und Vorgaben des Vorstands zu CDO of ABS .....</b>	<b>628</b>
a) Erfahrungen der BayernLB mit CDO of ABS .....	628
aa) Dokumentierte Erfahrungen des Gesamtvorstands .....	628
(1) Umbrella-Linien vor 2005 .....	628
(2) Einzelkreditbeschlüsse zu [Alpha] .....	630
(3) Umbrella-Linie vom 01.02.2005 .....	631
bb) Dokumentierte Erfahrungen einzelner Dezenten .....	632
(1) Financial Markets .....	632
(2) Risk Office .....	634
cc) Erfahrungen des ASP New York .....	634
b) Rahmenvorgaben des Vorstands .....	637
aa) Zielportfoliobeschluss vom 25.10.2005 .....	637
bb) 8-Wochenregelung: Erst Kauf, dann Prüfung .....	637
cc) Kein Neuproduktprozess .....	639
c) Zusätzliche Erwerbskriterien der Niederlassung New York .....	639
aa) "Product Paper - CDO" des Risk Office New York vom 05.03.2007 .....	639

bb)	Keine Anwendung der RMBS-Erwerbskriterien auf CDO of ABS .....	640
<b>3.</b>	<b>Erwerb durch die BayernLB.....</b>	<b>641</b>
a)	Erwerb ausschließlich durch die Niederlassung New York.....	641
b)	Von der Niederlassung New York erworbene CDO of ABS.....	641
c)	Erwerbsvorgang und Erwerbsgrundlagen .....	642
aa)	Erwerb und Kreditprüfung .....	642
bb)	Der BayernLB vorliegende Unterlagen .....	644
cc)	Überblick über die bei Erwerb und Kreditprüfung vorliegenden Unterlagen.....	645
d)	Inhalt des Emissionsprospekts (Offering Circular) .....	646
e)	Erwerb durch Mitarbeiter von Financial Markets .....	648
aa)	Abschluss und Inhalt des Kaufvertrages.....	648
bb)	Vorläufige Risikoprüfung durch „Financial Markets“ .....	649
f)	Kreditprüfung durch das Risk Office .....	650
aa)	Zusätzliche Unterlagen bei Kreditprüfung.....	650
bb)	In den Kreditberichten dokumentierte Kreditprüfungen.....	650
cc)	Keine weiteren dokumentierten Prüfungen .....	651
g)	Beispiel Ankaufprozesse: [Delta] und [Epsilon] .....	652
<b>4.</b>	<b>Von der BayernLB erworbene Papiere und deren Risiken (Stichprobe CDO of ABS).....</b>	<b>653</b>
a)	Überblick über die von uns analysierten CDO of ABS.....	653
b)	Verbriefungsstruktur .....	654
aa)	[Alpha] .....	654
bb)	[Beta].....	655
cc)	[Gamma] .....	658
dd)	[Delta] .....	659
ee)	[Epsilon].....	663
ff)	[Zeta].....	665
c)	Vermögenswerte (Underlyings) der CDO of ABS.....	668
aa)	Anlagebeschränkungen gemäß Emissionsprospekten .....	668
bb)	Tatsächliche Investitionen am Closing Date.....	673
(1)	Subprime- und Mezzanine-Exposure.....	673
(2)	Kennzahlen der zugrundeliegenden Hypothekendarlehen.....	676
(3)	Vertragsbedingungen der synthetischen Assets im Underlying .....	678
cc)	Hinweise in den Emissionsprospekten zu den Risiken der Vermögenswerte der CDO of ABS.....	678
(1)	Einfluss der Hebelwirkung .....	678
(2)	RMBS als Underlying.....	679
(3)	CDOs als Underlying.....	683
(4)	Synthetische Assets als Underlying .....	684
(5)	Rating und historische Daten der Underlyings .....	685
dd)	Marktgerechtigkeit der Erwerbspreise gemäß „Warehouse Agreements“ .....	688
ee)	Analyse des Portfolios in den Kreditberichten .....	691

d)	Mögliche Interessenkonflikte des Collateral Managers .....	694
aa)	Aufgaben und Befugnisse des Collateral Managers .....	694
bb)	Finanzielle Anreize des Collateral Managers .....	697
cc)	Haftung des Collateral Managers .....	700
dd)	Interessenkonflikte des Collateral Managers als Risikofaktor in den Emissionsprospekten.....	701
ee)	Analyse durch die BayernLB .....	704
(1)	Analyse von Sachkompetenz und „Track Record“ des Collateral Managers .....	704
(2)	Annahme marktgerechten Verhaltens .....	704
(3)	Kreditbericht zu Aufgaben und Befugnissen des Collateral Managers .....	704
(4)	Kreditbericht zu möglichen Interessenkonflikten .....	705
e)	Mögliche Interessenkonflikte sonstiger Beteiligter .....	708
aa)	Darstellung in den Risikofaktoren der Emissionsprospekte .....	708
bb)	Darstellung in den Kreditberichten der BayernLB .....	712
f)	Weitere Risikofaktoren.....	713
aa)	Emissionsprospekte.....	713
bb)	Kreditberichte .....	714
g)	Stress-Test in den Kreditberichten der BayernLB .....	714
<b>5.</b>	<b>Maßnahmen und Reaktionen des Vorstands seit März 2007 .....</b>	<b>723</b>
a)	Beschlüsse zum „Ankaufsstopp“ .....	724
b)	Folgebeschlüsse (Portfolioüberwachung und Notverkäufe) .....	725

**B. Rechtliche Würdigung: Verletzung der Pflicht zu sorgfältiger Unternehmensleitung..... 731**

**I. Verantwortungs- und Haftungsgrundlagen ..... 731**

<b>1.</b>	<b>Haftungstatbestand .....</b>	<b>731</b>
<b>2.</b>	<b>Anlehnung an aktienrechtliche Sorgfalts- und Haftungsmaßstäbe.....</b>	<b>734</b>
<b>3.</b>	<b>Sorgfaltspflicht des Vorstands einer Aktiengesellschaft.....</b>	<b>735</b>
a)	Grundlagen .....	735
b)	Einzelauffächerung der Sorgfaltspflicht.....	737
aa)	Legalitätspflicht .....	737
bb)	Pflicht zur sorgfältigen Unternehmensleitung .....	738
cc)	Organisations- und Überwachungspflichten.....	739
<b>4.</b>	<b>Unternehmerisches Ermessen und Vorstand der BayernLB .....</b>	<b>741</b>
<b>5.</b>	<b>„Information“ als Voraussetzung unternehmerischen Ermessens.....</b>	<b>741</b>
a)	„Angemessene Information“ und „vernünftigerweise annehmen dürfen“ .....	742
b)	Rechtsprechung des BGH .....	744
c)	Informationsfunktion: Risikoermittlung und Abwägung von Risiken.....	746
<b>6.</b>	<b>Weitere Tatbestandsmerkmale des unternehmerischen Ermessens .....</b>	<b>747</b>
<b>7.</b>	<b>Darlegungs- und Beweislast.....</b>	<b>747</b>

<b>II. Keine angemessene Informationsgrundlage und Verletzung der Überwachungspflicht .....</b>	<b>748</b>
<b>1. Anknüpfungspunkte für Informationspflichtverletzung.....</b>	<b>750</b>
<b>2. Inhalt der Informationspflicht .....</b>	<b>752</b>
a) Rechtliche Maßstäbe .....	752
b) Konkretisierung der Anforderungen .....	753
aa) Gegenstand der (Portfolio-)Entscheidungen.....	754
bb) Ziel des Portfolioaufbaus .....	755
c) Ergebnis: Keine ordnungsgemäße Information.....	756
<b>3. Vorgehensweise.....</b>	<b>760</b>
<b>4. Rating .....</b>	<b>761</b>
a) Vertrauen der Vorstandsmitglieder auf Ratings.....	761
aa) Wesentliches Information-, Steuerungs- und Berichtsinstrument .....	762
bb) Keine Zweifel anlässlich Kreditprüfung und -überwachung .....	767
b) Pflicht zur Plausibilisierung des Ratings.....	769
aa) Rechtsprechung des BGH.....	769
bb) Anwendung auf vorliegenden Fall.....	770
cc) Keine Pflichtenentbindung durch Recht und Praxis der Bankaufsichtsrecht oder durch Marktusancen .....	772
(1) Keine Abschwächung der Organpflichten durch Vertrauensbekundungen Dritter.....	773
(2) Keine allgemeine Eignungs- und Zuverlässigkeitsbestätigung der Bankaufsicht für Zwecke der Kreditrisikoprüfung .....	775
(3) Keine Abschwächung der Eigenverantwortung und Organpflichten durch Branchenüblichkeit und Marktusancen .....	782
(4) Zwischenergebnis .....	783
dd) Besondere Informationspflicht wegen Interessenkonflikten .....	784
ee) Besondere Informationspflicht aus sonstigen Gründen .....	786
ff) Zwischenergebnis .....	786
c) Keine Plausibilisierung des Ratings durch Vorstand .....	786
aa) Vorstandsdokumentation mangelhaft .....	786
(1) Dokumentation vor dem Markteinbruch Juli 2007 grob mangelhaft.....	787
(2) Dokumentation ab dem Markteinbruch Juli 2007 deutlich kritischer .....	791
bb) Wesentliche Risiken des Ratings blieben unerkannt .....	796
(1) Unsicherheit der Ratings.....	796
(a) Mangelhaftigkeit der Datenbasis zu verbrieften Krediten .....	798
(b) Fehlerträchtigkeit der Annahmen und Modellrisiken .....	802
(2) Strukturierte Produkte und Unternehmensanleihen: Ratings nicht vergleichbar.....	806
d) Schlussfolgerungen für den Informationsstand der Vorstandsmitglieder .....	808

e)	„Vernünftigerweise annehmen dürfen, auf der Grundlage angemessener Information zu handeln“ .....	810
<b>5.</b>	<b>Unzureichende Informationen zur Kreditrisikoprüfung des ASP New York .....</b>	<b>813</b>
a)	Vertrauen auf Ratings statt eigener Verlustpuffer-Prüfung .....	821
aa)	Kein Hinweis auf Ratingmängel in der Dokumentation des ASP New York .....	821
bb)	Schlussfolgerungen von Ratinganforderungen auf Poolqualität.....	822
cc)	Keine eigenen Modellierungen der Folgen eines Immobilienmarktabschwungs sowie der <i>reset shocks</i> .....	823
dd)	Product Paper und Ankaufsrichtlinien .....	825
ee)	Dokumentierte Analysen der Poolkredite unzureichend .....	826
ff)	Überprüfungen zur Angemessenheit des Credit Enhancements .....	831
gg)	Intex-Stresstest bei AA Subprime-Tranchen .....	838
hh)	CDO of ABS: Kein „Neuproduktprozess“ .....	838
b)	Keine eigene Wahrnehmung der Praxis des US Hypothekenkreditvergabe .....	839
c)	Subprime Portfolio-„Stresstest“ vom 02.05.2007 zur Kenntnisnahme des Vorstands .....	841
d)	Zurückweisung des Global ABS-Portfoliobericht per 31.12.2006 .....	843
e)	Vorstandsinformation vom 27.03.2007 .....	844
f)	„Vernünftigerweise annehmen dürfen, auf der Grundlage angemessener Information zu handeln“ .....	848
<b>6.</b>	<b>Informationen zu systemischen Verbriefungs- und Tranchierungsrisiken und Besonderheiten der Assetklassen.....</b>	<b>849</b>
a)	Dokumentation im Zeitraum vor dem Markteinbruch Juli 2007 .....	850
(1)	Komplexität als übergreifendes Merkmal.....	853
(2)	Hebelwirkung nachrangiger Tranchen RMBS und der CDO of ABS.....	856
(3)	Fast-Pay/Slow-Pay-Senior-Tranchen sowie Hebelwirkung nachrangiger Tranchen: .....	858
(4)	Fehlanreize des Originators – Funktion der Equity-Tranche.....	859
(5)	Fehlanreize anderer Beteiligter .....	863
(6)	Besondere Fehlanreize bei CDO Of ABS.....	864
(7)	Fehlende Marktgerechtigkeit beim Erwerb der Underlyings der CDO of ABS .....	864
(8)	Rechtsrisiken.....	866
bb)	Einzelheiten der Dokumentation im Zeitraum nach dem Markteinbruch Juli 2007 .....	866
b)	Informationsstand der Vorstandsmitglieder .....	869
c)	„Vernünftigerweise annehmen dürfen, auf der Grundlage angemessener Information zu handeln“ .....	870
<b>7.</b>	<b>Informationen über Assetklasse Alt-A .....</b>	<b>871</b>
<b>8.</b>	<b>Schuldhaftige Pflichtverletzung .....</b>	<b>876</b>
<b>9.</b>	<b>Schaden.....</b>	<b>877</b>

<b>III.</b>	<b>Verletzung der Pflicht zur Information des Verwaltungsrats.....</b>	<b>879</b>
1.	Berichtspflicht des Vorstands zum Zielpartfoliobeschluss.....	879
2.	Berichterstattung zum sog. Ankaufsstopp .....	881
<b>C.</b>	<b>Rechtliche Würdigung: Verstoß gegen Aufgaben- und Wirkungskreis gemäß Satzung und BayLBG .....</b>	<b>886</b>
<b>I.</b>	<b>Rechtliche Vorgaben für den Aufgaben- und Wirkungskreis der BayernLB .....</b>	<b>887</b>
1.	<b>Aufgaben- und Wirkungskreis einer Anstalt des öffentlichen Rechts .....</b>	<b>887</b>
a)	Teil der mittelbaren Staatsverwaltung.....	887
b)	„Ultra vires“-Doktrin.....	888
2.	<b>Satzungsmäßige und einfachgesetzliche Vorgaben im Fall der BayernLB .</b>	<b>891</b>
a)	Wortlaut von Art. 2 BayLBG und § 3 BayernLB-Satzung .....	891
b)	Systematische Gegenüberstellung der jeweiligen Kernbestimmungen.....	893
c)	Konkretisierung der Aufgaben der BayernLB .....	894
aa)	Staatsbank, Kommunalbank und Sparkassenzentralbank.....	894
bb)	Geschäfts- bzw. Universalbank .....	895
3.	<b>Relevanz des jeweils strengeren Maßstabs aus Art. 2 BayLBG und § 3 BayernLB-Satzung für das Handeln der BayernLB.....</b>	<b>896</b>
<b>II.</b>	<b>Verstoß gegen § 3 Abs. 1 BayernLB-Satzung.....</b>	<b>897</b>
1.	<b>Keine „Bankgeschäfte aller Art“ (§ 3 Abs. 1 Satz 2, erster Halbsatz BayernLB-Satzung).....</b>	<b>898</b>
2.	<b>Keine „sonstigen Geschäfte“ (§ 3 Abs. 1 Satz 2, zweiter Halbsatz BayernLB-Satzung).....</b>	<b>904</b>
3.	<b>Öffentliche Zweckbindung (auch) der Tätigkeit als Geschäfts- bzw. Universalbank.....</b>	<b>905</b>
a)	Geschäfte, „die den Zwecken des Freistaats Bayern und des Sparkassenverbandes Bayern dienen“ .....	906
b)	Zusätzliche immanente Grenzen des § 3 BayernLB-Satzung für eine reine Geschäftsbanktätigkeit .....	908
c)	Verfassungsrechtliche Grenzen für eine reine Geschäftsbanktätigkeit .....	909
d)	Schlussfolgerungen für die Auslegung von § 3 Abs. 1 BayernLB-Satzung und Anwendung auf den vorliegenden Fall .....	911
4.	<b>Ergebnis: Verstoß gegen § 3 Abs. 1 BayernLB-Satzung .....</b>	<b>916</b>
<b>III.</b>	<b>Verstoß gegen Art. 2 Abs. 1 i.V.m. Abs. 3 BayLBG .....</b>	<b>917</b>
1.	<b>Aufgaben der BayernLB.....</b>	<b>917</b>
2.	<b>Öffentliche Zweckbindung der gesamten Geschäftstätigkeit der BayernLB .....</b>	<b>918</b>
a)	Historische Betrachtung: Hilfsfunktion der Universalbanktätigkeit schon vor und auch nach Erlass des ErrG.....	918
b)	Immanente Grenzen des Art. 2 BayLBG für eine reine Geschäftsbanktätigkeit .....	919
c)	Verfassungsrechtliche Grenzen für eine reine Geschäftsbanktätigkeit .....	921

d)	Schlussfolgerungen für die Auslegung von Art. 2 Abs. 1 i.V.m. Abs. 3 BayLBG und Anwendung auf den vorliegenden Fall .....	922
e)	Keine Relevanz der Gesetzesänderung aus dem Jahr 2009.....	923
<b>3.</b>	<b>Ergebnis: Verstoß gegen Art. 2 Abs. 1 i.V.m. Abs. 3 BayLBG .....</b>	<b>926</b>
<b>IV.</b>	<b>Bestätigung durch aktuelle Rechtsprechung .....</b>	<b>927</b>
<b>1.</b>	<b>Skizzierung der wesentlichen Entscheidungsgrundsätze .....</b>	<b>927</b>
a)	Beschluss des OLG Düsseldorf vom 09.12.2009 im Fall „IKB Bank“ .....	927
b)	Urteil des Sächsischen VerFGH vom 28.08.2009 im Fall „SachsenLB“ .....	929
<b>2.</b>	<b>Relevanz der Entscheidungsgrundsätze für den Fall der BayernLB .....</b>	<b>933</b>
<b>3.</b>	<b>Ergebnis: Verstoß gegen Art. 2 Abs. 1 i.V.m. Abs. 3 BayLBG .....</b>	<b>940</b>
<b>V.</b>	<b>Verfassungsmäßigkeit einer Ausgrenzung von ABS-Geschäften aus dem Aufgaben- und Wirkungskreis der BayernLB .....</b>	<b>940</b>
<b>VI.</b>	<b>Zusammenfassung der Ergebnisse .....</b>	<b>942</b>
<b>VII.</b>	<b>Pflichtverletzung und Verschulden .....</b>	<b>942</b>

## **4. Teil ABS-Investments – Vorstand (Forts.)**

### **IX. Erwerb von US RMBS durch die BayernLB**

Die Investitionen der BayernLB in US RMBS waren Teil des sog. Kreditersatzgeschäfts. Dieses hat die BayernLB nach den Regeln des Kreditgeschäfts betrieben.

Die Erwerbe erfolgten zum Teil unmittelbar „über die Bilanz“ der BayernLB durch das ASP New York. Zum Teil nahm die BayernLB diese Investitionen durch die Conduits der von ihr initiierten US ABCP-Programme vor.<sup>1</sup>

Für jeden Erwerb eines US RMBS war eine Kreditgenehmigung nach den spezifischen Regeln der BayernLB erforderlich. Dabei wurde nicht zwischen Papieren unterschieden, die unmittelbar von der BayernLB erworben wurden, und solchen, die für ein Conduit erworben wurden.<sup>2</sup>

#### **1. Vorgaben des Vorstands**

##### **a) „Kreditpolitik“ und „Kompetenzordnung“**

Grundlegend für die Organisation, den Umgang und das Monitoring von Kreditrisiken ist die sog. Kreditpolitik der BayernLB („Grundsätze für das Management von Kredit- und Länderrisiken“). Relevant sind hier die Fassungen vom 09.12.2004 sowie die geänderten Fassungen vom 13.01.2006, 01.08.2007 und 01.08.2008.

Unter Kreditrisiko werden alle Vorgänge verstanden, die einen tatsächlichen, eventuellen oder bedingten Anspruch der Bank gegen einen Kontrahenten, Schuldner, Emittenten oder Kreditnehmer („Kreditnehmer“) begründen und bei denen für die Bank bei einem Ausfall das Risiko eines Verlustes besteht.<sup>3</sup>

---

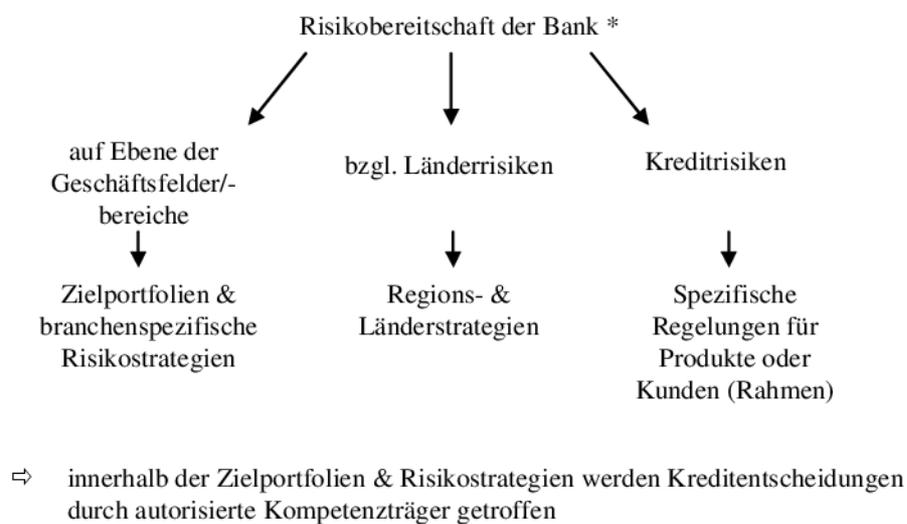
<sup>1</sup> Zum Volumen dieser beiden Erwerbsformen für die gesamten ABS-Investments vgl. Abschnitt VII. 2. c).

<sup>2</sup> Vgl. Vorstandssitzung v. 21.12.2007, S. 1 der Präsentation „Bestandaufnahme durch S&P, Dezember 2007“.

<sup>3</sup> Siehe nur Ziff. 3.1.1 Kreditpolitik vom 13.01.2006.

Ein Kreditrisiko darf grundsätzlich nur eingegangen werden, wenn es der Kreditrisikostategie entspricht und sich das Kreditrisiko im Rahmen der vorgegebenen Limite/Portfolien bewegt und ein angemessenes Verhältnis zwischen Ertrag und Risiko aufweist (Ertrag nach Risiko).<sup>4</sup> Das Eingehen eines Kreditrisikos mit einem Kreditnehmer erfordert eine Genehmigung durch einen autorisierten Kompetenzträger.

Die Risikobereitschaft der Bank für das Eingehen von Kredit- und Länderrisiken wird vom Vorstand beschlossen; der Vorstand und der Verwaltungsrat prüfen das Risikoprofil der Bank auf dieser Grundlage regelmäßig.<sup>5</sup>



\* nach Ziffer 2.1 Kreditpolitik vom 01.08.2007; ebenso Fassung vom 13.01.2006.

Innerhalb dieses Rahmens werden spezifische Kreditlimite für jeden einzelnen Kunden (Kreditnehmer) vom zuständigen Kompetenzträger festgelegt.

Um die Festlegung der Kreditlimite vorzubereiten, werden Kreditberichte erstellt: Alle Kreditanträge haben in der Form von Kreditvorlagen zu erfolgen und sind durch den Kundenbetreuer des jeweiligen Geschäftsfeldes/-bereiches (Markt) und den zuständigen Risikomanager des Risk Office (Marktfolge) zu unterzeichnen.<sup>6</sup> Form und Inhalt der Kreditvorlage sind stan-

<sup>4</sup> Ziff. 3 Kreditpolitik vom 13.01.2006; in der Fassung vom 01.08.2007 wird der Begriff „Risikostrategie“ verwendet.

<sup>5</sup> Vgl. Ziff. 2.1 Kreditpolitik vom 01.08.2007; ebenso die Fassung vom 13.01.2006.

<sup>6</sup> Vgl. Ziff. 5.3 Kreditpolitik vom 01.08.2007; ebenso die Fassung vom 13.01.2006.

standardisiert. In der Kreditvorlage erfolgt eine Einschätzung und Zusammenfassung risikorelevanter Informationen für die Kreditentscheidung. Die Kreditvorlage dient der Dokumentation des Kreditentscheidungsprozesses sowohl für interne als auch für externe Prüfungszwecke.<sup>7</sup>

Für die Genehmigung von Kreditlimiten gilt das Vier-Augen-Prinzip; dies wird in der Regel umgesetzt durch eine Genehmigung von Markt sowie Risk Office. Bei Geschäften, für die der Markt keine Genehmigungskompetenz hat, z. B. Financial Markets, wird das Vier-Augen-Prinzip durch die personengetrennte Abgabe von Votum und Genehmigung erfüllt.<sup>8</sup>

Entsprechend den aufsichtsrechtlichen Bestimmungen sind Entscheidungen über das Eingehen von Kreditrisiken gegen das Votum des Risk Office bis einschließlich der Ebene des Kreditkomitees nicht möglich.<sup>9</sup>

Im Rahmen der delegierten Aufgaben und Kompetenzen tragen Markt und Risk Office die gemeinsame Verantwortung für die Durchführung des Kreditgeschäfts; im Grundsatz ist der Vorstand über alle wesentlichen Geschäftsvorfälle regelmäßig und anlassbezogen, zeitnah und risikoadäquat zu informieren.<sup>10</sup>

Gegenstand der „Kompetenzordnung“ der BayernLB sind Regelungen zur Kreditkompetenz, d.h. zum Recht, Kreditentscheidungen zu treffen. Die Kompetenzordnung ist Anlage zur Kreditpolitik.<sup>11</sup> Kreditkompetenzträger sind Verwaltungsrat, Vorstand, Kreditkomitee und Mitarbeiter mit delegierter Kreditkompetenz.<sup>12</sup>

Das Kreditkomitee ist höchster Kreditkompetenzträger unterhalb des Vorstands. Seine Aufgabe ist u.a. die Genehmigung und Votierung von Krediten sowie die regelmäßige Überwachung der Kreditportfolien.

---

<sup>7</sup> Vgl. Ziff. 3.6 Kreditpolitik vom 01.08.2007; ebenso die Fassung vom 13.01.2006.

<sup>8</sup> Vgl. Ziff. 3 Kreditpolitik vom 01.08.2007; ebenso die Fassung vom 13.01.2006.

<sup>9</sup> Präambel Kreditpolitik vom 01.08.2007; ähnlich die Fassung vom 13.01.2006.

<sup>10</sup> Vgl. Präambel Kreditpolitik vom 01.08.2007; ebenso, jedoch ohne Bezug zum Vorstand die Fassung vom 13.01.2006.

<sup>11</sup> Relevant sind die Fassungen ab 14.04.2004, sodann 01.02.2005, 19.07.2005, 10.01.2006, 01.08.2007.

<sup>12</sup> Verwaltungsrat als dauernder Kompetenzträger erst ab Fassung vom 01.02.2005.

## b) US RMBS-Erwerbe unter den Umbrella-Linien

Vor dem ABS-Zielportfoliobeschluss des Vorstands vom 25.10.2005 (dazu nachfolgend) erfolgte der Erwerb von RMBS durch den ASP New York auf der Grundlage von Kreditrahmen (sog. Umbrella-Linien)<sup>13</sup>, die der Vorstand für einzelne RMBS Sub-Assetklassen durch Beschluss einräumte. Auf deren Basis konnte das ASP New York in marktgängige AAA-geratete US RMBS Papiere investieren, soweit die mit dem Beschluss vorgegebenen Ankaufskriterien (z.B. für US Subprime RMBS: max. Einzelgeschäftsgröße pro Wertpapier = USD 75 Mio. (EUR. 60 Mio.), max. gewichtete durchschnittliche Beleihungsquote (loan-to-value ratio, LTV) = 85 %, min. gewichtete durchschnittliche FICO-Punktzahl = 600) erfüllt waren.

In der Anlage „*ABS-Umbrellalinien und ABS-Strategie*“ zum Vorstandsprotokoll vom 26.04.2005 heißt es hierzu:

„ASP New York verwendet für RMBS/CMBS (durch Immobilien unterlegte ABS) und andere Assetklassen z.T. sog. „Umbrella“ - Linien. Es wird ohne weitergehende Risikoanalyse/Beschlussfassung in marktgängige AAA-Papiere in den USA investiert. Das Monitoring findet über Sekundärmarktpreise (Mark to Market) statt.“

Unterschrieben ist dieser Vermerk von der Abteilung 6800/Risk Office Structured Finance

## c) Vorstandsbeschluss vom 25.10.2005 (ABS-Zielportfoliobeschluss)

In der Vorstandssitzung am 25. Oktober 2005 fasst der Vorstand unter TOP 18 einen Beschluss über die Erhöhung und das Management des ABS-Portfolios der Bank („*Increase and Management of the Bank's ABS-Portfolio*“). Der Beschluss wird nachfolgend auch als „**Zielportfoliobeschluss**“ bezeichnet. Mit dem Beschluss legt der Vorstand die Rahmendaten zum zukünftigen Volumen und zur zukünftigen Ausgestaltung des ABS-Portfolios der Bank fest. Nach dem Vorstandsprotokoll fasst der Vorstand den Beschluss gemäß Antrag und hält ergänzend fest, dass „*nach den bisherigen Erfahrungen die vorhandenen Instrumente für die geforderte eigenständige Risikobeurteilung in der BayernLB vorhanden sind. Bezüglich eines Erneuerungsbedarfs werden im Rahmen der RSU laufend Gespräche geführt.*“

---

<sup>13</sup> Vgl. etwa oben A. VIII. 2. (US Subprime RMBS) und 3. (sonstige US RMBS)

Das globale ABS-Zielportfolio der Bank betrifft sämtliche ABS-Investitionen der Bank: Erfasst sind

- 1) die von der Bank direkt gehaltenen ABS-Papiere,
- 2) die von der Bank indirekt in den von der Bank gesponsorten ABCP-Programmen (Conduits) gehaltenen ABS-Papiere (nachfolgend werden die Papiere gemäß 1) und 2) auch **ABS-Investments** genannt) sowie
- 3) sämtliche ABS-Kudentransaktionen.

Nicht Gegenstand des Zielportfolios sind ABS-Investitionen der Bank, die von der Bank im Handelsbereich unter dem sog. Pauli-Limit („Pauschale Limitierung für Emittentenrisiken“) erworben werden (siehe zum Gegenstand des Zielportfolio-Beschlusses Abschnitt „3. Background“ im Antrag vom 04.06.2005).

Dem Vorstandsbeschluss liegen folgende Unterlagen zugrunde:

- Vorstandsvorlage mit Antrag vom 14.10.2005
- Vorstandsvorlage mit Antrag vom 04.06.2005
- Entscheidung des Kreditkomitees vom 19.10.2005.

**aa) Antrag vom 14.10.2005**

Der Antrag vom 14.10.2005 lautet wie folgt:

*„1. Antrag*

*1) Erhöhung des weltweiten ABS-Portfoliovolumens von EUR 30,3 Mrd. um 27,9 Mrd. (= +92 %) auf 58,2 Mrd. (bis 31.12.2007<sup>14</sup>). Dies entspricht einer erwarteten Steigerung des Net Incomes von EUR 45,5 Mio. um EUR 49,3 Mio. (= + 108 Prozent) auf EUR 94,8 Mio.*

---

<sup>14</sup> Das Protokoll der Kreditkomiteesitzung vom 19. Oktober 2005 weist darauf hin, dass der Portfolioaufbau gemäß ergänzender Information nicht – wie im Antrag vom 14.10.2005 genannt – bis 2007, sondern bis 2008 erfolgen soll.

- 2) *Weltweite Einführung eines Portfolio-Managements durch 6830 nach Region, Branche, Rating, Asseklasse Volumen sowie weiterer dynamischer Entscheidungsparameter wie RORAC zur Begleitung des ABS-Portfolioaufbaus.*
- 3) *Umschichtung des Portfolios in Rating- und Assetklassen mit einem höheren Ertrags-/Risikoprofil:*

	<i>Eu/RoW (%)</i>				<i>Americas (%)</i>			
	<i>AAA</i>	<i>AA</i>	<i>A</i>	<i>BBB</i>	<i>AAA</i>	<i>AA</i>	<i>A</i>	<i>BBB</i>
<i>Bisher (%)</i>	92	4	3	1	98,2	0,7	0,4	0,7
<i>Neu (%)</i>	<i>min. 70</i>	<i>max. 30</i>	<i>max. 15*</i>	<i>max. 5</i>	<i>min. 87,5</i>	<i>max. 12,5</i>	<i>max. 7,5</i>	<i>max. 2,5</i>

*\* A/BBB zusammen max. 15 %*

## *2. Begründung*

- 1) *Der **Risikogehalt** des ABS-Portfolios mit Ø AA und damit hohen IG-Bereich [Anmerkung: IG steht für Investment Grade] ist vertretbar (Vergleich Kredit-Portfolio Gesamtbank: 85 % IG / 15 Prozent Sub IG).*
- 2) *Zwar reduziert sich der erwartete Return-On-Risk gemessen am **RORAC** sowohl für Americas (28% auf 16%) als auch für Europa/ROW [Anmerkung: RoW steht für Rest of the World] (36% auf 32%), bleibt jedoch insgesamt auf hohem Niveau. Die Veränderung des RORACs begründet sich in der Erhöhung des Risikogehalts (bis zu 15% A/BBB) sowie der konservativen Ertragsannahmen (aktuell sehr niedriges Spread-Niveau wird auch für das Zielfortfolio angenommen).*
- 3) *Die Veränderung des Portfolios wird begleitet und gesteuert durch risikoadjustierte Management- und Entscheidungsparameter sowie neue Analyse- und Reportingprozesse. Die Portfoliomanagement Kriterien berücksichtigen nicht nur **BayernLB-Risikocontrolling Standarts (regionale Portfoliosteuerung, Branchen- und Rating Konzentrationen)**, sondern auch **ABS-spezifische Kriterien (Asset Klassen Konzentrationen) und neue dynamische Steuerungsgrößen (Maximum Deal Size nach Rating- und Asset-Klasse / ROE&RORAC Metrics)**. Die Einhaltung dieser Parameter wird halbjährlich im Rahmen des globalen ABS-Portfolio-Reports (Verfasser: 6833 und 6171) überprüft und dem Vorstand vorgelegt.“*

## *3. Nachrichtlich*

- 1) *Der Anteil am **Gesamtrisikoaaktivabudget** steigt von ca. 7% in 2005 auf ca. 9% in 2007[...]*
- 2) *Folgende **Kooperationen** wurden von 8630 angestoßen und bei **Beschlusserstellung abgestimmt**:*
  - *Die Integration der ABS-Datenbank (Portfolio Report Basis in den „Risk-Data-Pool“ von 6500 bis 31. März 2006*
  - *Zukünftige Etablierung einer Arbeitsgruppe ... zur Entwicklung einer automatisierten ABS Risk Management und Controlling-System.*
  - *Mit Wirkung von 7530 (ABS-Research) und 5910 unter Federführung von 6833 bei der Erstellung von neuen ABSMarktanalysen (New Product Reports oder NERO)).“*

**bb) Antrag vom 04.06.2005**

Weitere Grundlage des Vorstandsbeschlusses vom 25.10.2005 ist der Antrag vom 04.06.2005, der die Details zum ABS-Portfolio festlegt. Der Antrag sieht die Erhöhung des globalen ABS-Portfliovolumens vor „soweit die spezifischen Portfolio- und Management-Richtlinien (siehe 1-2) und die zusätzlichen Berichts- und Analyseerfordernisse (siehe 3-4) erfüllt sind. Die nachfolgenden Voraussetzungen gewährleisten ein kontrolliertes und strategisch fokussiertes Portfoliowachstum, um einen akzeptablen risikoadjustierten Gewinn (RoE & RORAC) zu erzielen.“ RoE (Return on Equity) und & RORAC (Return on Risk Adjusted Capital) bezeichnen dabei Messgrößen für Ertragsziele. Im Einzelnen:

**Ziffer 1 des Antrags:** Unter Ziffer 1. enthält der Antrag die Richtlinien für die Zusammensetzung und das Management des zukünftigen globalen ABS-Zielportfolios einschließlich der ABCP-Programme (*Global ABS target portfolio composition and management guidelines (including ABCP programmes)*), insbesondere enthält er Zielwerte für die:

- 1.1 Regionale Zusammensetzung
- 1.3 Rating-Zusammensetzung (nur Investments)
- 1.4 Assetklassen-Zusammensetzung (nur Investments)

<b>1.1 Regionale Zusammensetzung (Kundentransaktionen und Investments)</b>					
		<b>Portfolio 8/30/06</b>	<b>Variation</b>	<b>%</b>	<b>Target 12/31/07</b>
<b>Global</b>	Investments	€ 20.9 billion	+ € 16.0 billion	+ 76,5	€ 36.9 billion
	Customer transactions	€ 9.4 billion	+ € 11.9 billion	+ 126,6	€ 21.3 billion
	<b>Total</b>	€ 30.3 billion	+ € 27.9 billion	+ 92,1	€ 58.2 billion
<b>Americas</b>	Investments	€ 17.4 billion	+ € 5.5 billion	+ 31,6	€ 22.9 billion
	Customer transactions	€ 5.9 billion	+ € 1.7 billion	+ 29,3	€ 7.5 billion
	<b>Total Americas</b>	€ 23.2 billion	+ € 7.2 billion	+ 31,0	€ 30.4 billion
<b>Europe/ Rest of the world</b>	Investments	€ 3.5 billion	+ € 10.5 billion	+ 300,0	€ 14.0 billion
	Customer transactions	€ 3.6 billion	+ € 10.2 billion	+ 283,3	€ 13.8 billion
	<b>Total Europe/RoW</b>	€ 7.1 billion	+ € 20.7 billion	+ 291,5	€ 27.8 billion

<b>1.3 Rating-Zusammensetzung (nur Investments)</b>								
	<b>MR up to 6</b>				<b>MR up to 10</b>			
	<b>AAA/Aaa/AAA</b>		<b>AA/Aa/AA</b>		<b>A/A/A</b>		<b>BBB/Baa/BBB</b>	
	<b>Current 06/30/05</b>	<b>Target limit 12/31/07</b>	<b>Current 03/30/05</b>	<b>Target limit 12/31/07</b>	<b>Current 03/30/05</b>	<b>Target limit 12/31/07</b>	<b>Current 03/30/05</b>	<b>Target limit 12/31/07</b>
<b>Americas</b>	98.2 %	<b>min. 87.5% to 100%</b>	0.7%	<b>0% to max. 12.5%</b>	0.4 %	<b>0% to max. 7.5 %</b>	0,7 %	<b>0% to max. 2.5 %</b>
(in € bn)	17.1	<b>min. 20.0 to max. 22.9</b>	0.12	<b>0 to max. 2.9</b>	0.07	<b>0 to max. 1.7</b>	0,13	<b>0 to max. 0.6</b>
<b>Europe /RoW</b>	...							

### 1.4 Assetklassenzusammensetzung (nur Investments)

	RMBS						CMBS		ABS		CDO				Other ABS	
	Agency RMBS		RMBS prime		RMBS subprime						CLO		CDO/CBO			
	Curr. 06/30/05	Target limit														
Americas [in € bn]	27.5%	30%	29.5%	32.5%	18.8%	22.5%	7.9%	10%	14.3%	17.5%	0.3%	2.5%	1.5%	3.5%	0.2%	4.0%
	4.8	Max. 6.9	5.1	Max. 7.4	3.3	Max. 5.1	1.4	Max. 2,3	2.5	Max. 4,0	0.05	Max. 0.6	0.3	Max. 0.8	0.04	Max. 1.0
Eur./RoW	...															

**Ziffer 2 des Antrags:** Unter Ziff. 2 (*Additional portfolio management parameters*) legt der Antrag u.a. die – vom jeweiligen Rating abhängigen - maximalen Einzelgeschäftsgrößen bei ABS-Investments fest, die ohne Zustimmung des Vorstands eingegangen werden können (Ziff. 2.1):

### 2.1 Maximale Einzelgeschäftsgröße (nur Investments)

		Europe / RoW Americas		
		MR up to 6	MR up to 9	Mr up to 10
		AAA/AA	A	BBB
Agency MBS		Max. € 150 Mio.		
RMBS	Prime	Max. € 150 Mio.	Max. € 25 Mio.	Max. € 15 Mio.
	Subprime	Max. € 100 Mio.	Max. € 25 Mio.	Max. € 15 Mio.
CMBS		Max. € 75 Mio.	Max. € 25 Mio.	Max. € 15 Mio.
ABS		Max. € 100 Mio.	Max. € 25 Mio.	Max. € 15 Mio.
CDO	CLO	Max. € 75 Mio.	Max. € 25 Mio.	Max. € 15 Mio.
	CDO/CBO	Max. € 75 Mio.	Max. € 25 Mio.	Max. € 15 Mio.
Other ABS		(1) (3) max. € 75 Mio.	Max. € 25 Mio.	Max. € 15 Mio.
		Per Tranche (2)	Per Tranche (2)	Per Tranche (2)

(1) Up to € 100 million for leveraged super senior and tailor made single tranche CDOs (bespoke).  
(2) The total of all investments in individual tranches (= AAA + AAA + A + BBB) may not exceed the maximum cap for the AAA/AA rating tranche (e.g. € 150 million for prime RMBS).  
(3) Exception for \$ 200 million super senior CDO tranche (Revelstoke), existing deal maturing in 2012 to be renewed annually.

Ebenfalls unter Ziff. 2 (2.2) definiert der Antrag die Gewinnziele:

	Net income (1) p.a.		RORAC (1) p.a.		Expected loss (1) p.a.		Unexpected loss (1) p.a.	
	Current 06/30/05	Expected as of Dec'07	Current 06/30/05	Expected as of Dec'07	Current 06/30/05	Expected as of Dec'07	Current 06/30/05	Expected as of Dec'07
<b>Total</b>								
<b>Americas</b>	€ 20,8 Mio	€ 37,0	28 %	16 %	€ 1,68 Mio	€ 6,75 Mio	€ 67,6 Mio	€ 184,3 Mio
<b>(2)</b>	€ 6,8 Mio	€ 43,2	36 %	32 %	€ 0,5 Mio	€ 6,4 Mio	€ 17 Mio	€ 112 Mio
<b>Euro- pe/RoW</b>								

(1) See assumptions under (3) Background; (2) Excluding agency MBS

**Ziffer 3 des Antrags:** Ziffer 3. des Antrags behandelt das Reporting. Im Abschnitt „Kontrolle und Überwachung des Portfolios“ (*Control and monitoring of the portfolio*) wird dem Bereich Risk-Office die Aufgabe zugewiesen, die festgelegten Portfoliogrenzen zu überwachen und hierüber im Wege des halbjährlich zu erstellenden ABS-Reports gegenüber dem Kreditkomitee und dem Vorstand zu berichten (Ziff. 3.1). Ferner wird darauf hingewiesen, dass unabhängig vom Management der ABS auf Portfolioebene jede einzelne ABS-Transaktion gesondert zu überprüfen und nach den internen Regeln zu genehmigen sei. Für die fortlaufende Überwachung der ABS auf Einzeltransaktionsebene sei das Risk-Office verantwortlich. Bis zum 31. März 2006 werde ferner die bestehende ABS-Datenbank in den sog. Risk-Data-Pool integriert werden. In einem weiteren Schritt solle sodann im Rahmen eines gemeinsamen Projekts ein IT-basiertes Management- und Kontrollsystem entwickelt werden.

Ebenfalls unter dem Abschnitt Reporting werden unter Ziff. 3.2 die Erfordernisse des sog. Neue-Produkte-Berichts genannt. Vor einer Investition in eine Asset-Klasse, die zuvor noch nicht einen formalen Kreditgenehmigungsprozess durchlaufen habe (= neue Assetklasse), sei eine Markt- und Produktstudie (Neue-Produkte-Bericht) zu erstellen, in der die strukturellen, rechtlichen und länderspezifischen Risiken, die Kreditrisiken sowie die Performance zu bewerten sei. Diese Studie müsse zusammen mit dem ersten Kreditbericht in Bezug auf die betreffende Asset-Klasse, also im Rahmen des ersten Erwerbs eines solchen Wertpapiers, zur Genehmigung vorgelegt werden. Zuständig für den Neue-Produkte-Bericht sei das Risk-Office. Unabhängig von diesem Neue-Produkte-Prozess müsse jede individuelle ABS-Transaktion in Übereinstimmung mit dem allgemeinen Produktneukonzeptionsprozess der Bank im Einklang stehen.

Zusätzlich zum qualitativen Analyseprozess seien bei folgenden Transaktionen innerhalb von 4 Wochen nach dem jeweiligen Ankauf IT-basierte Stress-Tests (quantitative Analyseprozesse über Modelle von Rating-Agenturen und/oder Originatoren) durchzuführen: A/BBB-

geratete CDO-Investments sowie A/BBB-geratete Nicht-CDO-Investments, sofern vom Risk Office verlangt.

Zuletzt verlangt Ziff. 4 (sonstige Anforderungen) die Überprüfung des ABS-Portfolios der Bank zum 31. Dezember 2006 durch mind. 2 Rating-Agenturen.

**Abschnitt Beschlussbegründung:** Im Abschnitt „Beschlussbegründung“ (*Reasons*) unter Ziff. 2.3 empfehlen die Bereiche Financial Markets und Risk Office eine Aufstockung von bis zu 10 Prozent des ABS-Investment-Portfolios für USA mit weitgehend unveränderter Assetklassen-Zusammensetzung (Fokus auf hochgeratete, hoch-granulare RMBS- und ABS-Transaktionen). Das Zielportfolio führe dabei zu einer moderat veränderten Ratingklassen-Zusammensetzung zugunsten niedrigerer Rating-Klassen (AA, AAA und geringer Teil BBB). Dies bringe zusätzliche Flexibilität, die erforderlich sei, um den sich verengenden Spreads entgegenzuwirken ohne dabei übermäßige Risiken einzugehen. Dabei wird auf die lange Erfahrung des ASP New York im ABS-Geschäft hingewiesen. Die Strategie des Zielportfolios für USA sei wegen der niedrigen Ausfallrisiken, der guten Liquidität und der zusätzlichen Diversifizierung des Gesamtportfolios der Bank akzeptabel. Trotz der derzeit niedrigen Spreads verblieben die Gewinnkennziffern RORAC und RoE in akzeptablen Bereichen, die das niedrige Verlustrisiko und die günstige Eigenkapitalbehandlung unter Basels II widerspiegelten.

**Abschnitt Hintergrund:** Der Abschnitt „Hintergrund“ (*Background*) des Antrags enthält Erläuterungen zu den Richtlinien für die zukünftige Portfoliozusammensetzung und das zukünftige Portfolioreporting:

- 1) Die regionale Verteilung des ABS-Risikos der Bank sei zum Stichtag 30.06.2005 durch ein Übergewicht des „reifen“ US-Markts gekennzeichnet (Europa/Rest der Welt 23 % / Americas 77 %). Dieses Verhältnis werde durch einen überproportionalen Anstieg des Portfoliovolumens für Europa/Rest der Welt in Höhe von ca. 280 % (gegenüber ca. 30 % für Americas) zukünftig ausgewogen sein (50 % Americas / 50 % Europa/Rest der Welt) (siehe Ziff. 3.1.1, S. 6).
- 2) Unabhängig vom Management der ABS-Papiere auf Portfolioebene werde jede ABS-Transaktionen individuell geprüft und genehmigt sowie fortlaufend durch den Bereich Risk-Office überwacht (siehe Ziff. 3.1.2, S. 6).

- 3) erstmalige Implementierung von maximalen Einzelgeschäftsgrößen, abhängig von Ratingklasse und Assetklasse, gewährleiste die Granularität und Qualität des Portfolios.
- 4) Es folgen Erläuterungen zu den Messgrößen für den Gewinn bei ABS-Investments: Der Bruttogewinn aus dem Portfolio müsse die erwarteten Verluste (*Expected Loss*) und die Overhead-Kosten abdecken. Der darüber hinaus gehende Gewinn sei der risikoadjustierte Gewinn (RORAC, Return on Risk Adjusted Capital). Für den US-Bereich wird darauf hingewiesen, dass zwar der absolute Gewinn von EUR 20,8 Mio. auf EUR 37,0 Mio. steigen werde, der risikoadjustierte Gewinn (RORAC) jedoch – auf der Grundlage konservativer Annahmen – wegen des Anstiegs der Kreditrisiken (Anstieg sowohl von erwartetem als auch von unerwartetem Verlust) von derzeit 28,27 % auf 16,43 % im Zeitpunkt des vollendeten Portfolioaufbaus sinken werde. Dies beruhe auf der Veränderung der Rating-Zusammensetzung von derzeit 98,5 % für den AAA/AA-Bereich auf zukünftig 86,2 % für den AAA/AA-Bereich und 13,8 % für den A/BBB-Bereich. Der zu erwartende Gewinn sei jedoch insgesamt betrachtet akzeptabel (siehe Ziff. 3.2.2. 2, S. 9).
- 5) Die derzeitigen Analyse-Methoden und -Werkzeuge erlaubten keine optimale Risikoerkennung und -Beurteilung im A/BBB-Investmentbereich. Die Effekte der Branchen-Korrelation und -Überschneidungen (z.B. für CDO squared), Änderungen der Marktzinsen sowie länderspezifische Eigenheiten vorzeitiger Tilgungen für RMBS und CMBS (die u.a. den Cash-Flow beeinflussten) könnten derzeit nicht modelliert und daher die bestehenden Risiken nicht adäquat beurteilt werden. Derzeit bestünden lediglich Modelle der Ratingagenturen Moodies, S&P und Fitch für CDO-tranchen. Die Einführung eines quantitativen Analyseprozesses sei daher ein wesentlicher Schritt, um die Risikoanalyse an die gestiegenen Risiken aus dem Zielfortfolio anzupassen und eine eigene Expertise neben der Expertise der Ratingagenturen zu entwickeln (siehe Ziff. 3.3, S. 9 f.).

**Abschnitt Vor- und Nachteile:** Die abschließende Beurteilung der Vor- und Nachteile des Zielfortfoliobeschlusses (siehe Ziff. 4., S. 10) sieht als Vorteile (i) die erstmalige Definition eines Zielfortfolios sowie den erstmaligen Erlass von Richtlinien für das globale ABS-Portfolio-Management, (ii) die erhöhten Erträge aus dem ABS-Geschäft, (iii) die Anpassung der ABS-Risikoanalyse an die gestiegenen Risiken durch Einführung eines quantitativen Analyseprozesses sowie (iv) die 100%-ige Investment Grade(IG)-Qualität des ABS-Zielfortfolios (Durchschnitt: ca. AA) verglichen mit einem bankweiten Kreditportfolio von 85 % IG und 15 Prozent Sub-IG. Als Nachteile erkennt der Antrag den Anstieg der Ausfallwahrscheinlich-

keit für das globale Investment-Portfolio sowie eine moderate risikobezogene Verringerung des RORAC-Gewinns im derzeitigen Marktsread-Umfeld.

#### **cc) Votum Kreditkomitee vom 19.10.2005**

Vor der Beschlussfassung durch den Vorstand am 25. Oktober 2005 hatte sich das Kreditkomitee am 19. Oktober 2005 mit dem vorgesehenen Zielportfolio befasst und die Vorlage mit Auflagen befürwortet. Zum Inhalt der Diskussion im Kreditkomitee enthält das Protokoll der Kreditkomiteesitzung folgende Zusammenfassung:

*„Inhalt der Diskussion (Pro/Contra):*

*Nahezu Verdoppelung des ABS-Portfolio von bislang rd. EUR 30 Mrd. auf rd. EUR 58 Mrd. Davon entfallen auf Investments rund EUR 37 Mrd. und Kundentransaktionen rund EUR 21 Mrd. Ertrag wird vom Financial Markets mit rund EUR 80 Mio. p.a. beziffert.*

*Angesichts der beachtlichen Erhöhung und des dagegen stehenden Ertrags wurden mögliche Auswirkungen, auch aufgrund von Marktpreisveränderungen und Volatilitäten, besprochen. Intensiv diskutiert wurde, ob in diesem Zusammenhang Stop-Loss-Strategie und Szenario-Berechnungen erforderlich sind und ob neben Monitoring aktives Risikomanagement erfolgt.*

*Von Seiten Financial Market wurden neben transaktionsspezifischen Besonderheiten (u.a. sehr hohe Granularität, unverändert sehr hoher Anteil von AAA-Bonitäten, Einschaltung von zwei externen renommierten Rating-Agenturen, risikoadäquater Genehmigungs- und Monitoring-Prozess) nicht nur Monitoring, sondern auch aktives Portfolio-Management (tägliche Mark-to-Market-Bewertung, Risikokapitalallokation, neutrale Überwachung durch 6500 etc.) bestätigt.*

*Vor diesem Hintergrund wird Vorlage unter nachfolgender Auflage positiv votiert:*

*Auflagen:*

*Monitoring und aktives Portfolio-Management (operatives Handling) ist anhand konkreter Beispielfälle in nächster Kreditkomiteesitzung gemeinsam mit 6500 vorzustellen.“*

#### **d) Vorbereitung des Zielportfoliobeschlusses**

Weder der Bereich Markt noch das Risk Office des ASP New York haben nach Angaben der BayernLB zur Vorbereitung des ABS-Zielportfoliobeschlusses Vermerke, Stellungnahmen etc. erstellt, die den US RMBS-Markt, das BayernLB US RMBS-Portfolio oder Merkmale, Chancen und Risiken von US-RMBS zum Gegenstand haben.<sup>15</sup> Die BayernLB erläuterte

---

<sup>15</sup> Vgl. Antwort zu Frage 1 der Fragen- und Anforderungsliste zur Stichprobe US-RMBS, insbesondere RMBS Subprime.

hierzu, dass es sich bei US-RMBS um eine Assetklasse handele, in die die Bank bereits mehrere Jahre vor dem Zielfortfoliobeschluss aktiv investiert hatte und die dem Vorstand im Rahmen assetklassenspezifischer Limitbeschlüsse jährlich vorgelegt worden war. Insofern sei mit dem ABS-Zielfortfoliobeschluss hinsichtlich RMBS keine neue oder unbekannte Assetklasse genehmigt worden.<sup>16</sup>

**e) Vorstandsbeschluss vom 02.11.2005 (Nachbehandlung Zielfortfoliobeschluss)**

In der Vorstandssitzung v. 02.11.2005, TO 17, behandelt der Vorstand erneut den Zielfortfoliobeschluss v. 25. Oktober 2005 („Increase and Management of the Bank’s ABS-Portfolio“). Nach dem Sitzungsprotokoll nimmt der Vorstand den gemäß Auflage des Kreditkomitees aus der Sitzung v. 19.10.2005 erstellten Bericht zur Kenntnis und hält fest, dass die offenen Punkte zufriedenstellend geklärt wurden. Dem Protokoll liegen das Sitzungsprotokoll des Kreditkomitee v. 26.10.2005 sowie der Vermerk „Monitoring, Management und Controlling des Marktpreisrisikos im Rahmen des ABS Portfolios“<sup>17</sup> zugrunde.

**f) Einzelkreditgenehmigungen des Vorstands**

Der Vorstand der BayernLB hat nach unserer Kenntnis keine Kreditgenehmigungen für den Erwerb einzelner US RMBS erteilt.

Im Zeitraum 2006 und 2007 hat der Vorstand jedoch folgende Kreditgenehmigungen zugunsten der von der BayernLB initiierten US Conduits Giro Funding US Corporation (GUS) und Giro Balanced Funding Corporation (GBFC) erteilt:

---

<sup>16</sup> Vgl. Antwort zu Frage 1 der Fragen- und Anforderungsliste zur Stichprobe US-RMBS, insbesondere RMBS Subprime.

<sup>17</sup> Vgl. Anlagen zum Sachverhalt „BayernLB: Erwerb von US RMBS“ Ziffer 1.

	<b>Vorstandsbeschluss</b>	<b>Gegenstand</b>	<b>Verwaltungsrats-sitzung</b>
1	VS-Beschluss Nr. 393 vom 19.04.2006	Darin wird der Globalrahmen I für ein CP-Programm der Giro Balanced Funding Corporation (USA) um EUR 391 Mio. auf EUR 3.035 Mio. erhöht und bis zum 28.06.2007 verlängert; zudem wird der Globalrahmen II i.H.v. EUR 1.040 Mio. bis zum 28.06.2007 verlängert.	02.05.2006 Genehmigung ohne Wortmeldung ohne Gegenstimme
2	VS-Beschluss Nr. 394 vom 19.04.2006	Darin werden die Bonitätlinien I und II für die Giro Funding US Corporation bis zum 29.06.2007 verlängert; zudem wird für Various Issuers of Securities im Bestand der Giro Funding US Corporation das Barlimit um EUR 341 Mio. auf EUR 6.019 Mio. erhöht und bis zum 29.06.2007 verlängert.	02.05.2006 Genehmigung ohne Wortmeldung ohne Gegenstimme
3	VS-Beschluss Nr. 5288 vom 03.04.2007	Betreffend die Giro Balanced Funding Corporation, USA; darin werden Bar-, Aval- und Wiedereindeckungsrisikolimits von EUR 3.035 Mio. auf EUR 2.507 Mio. reduziert und bis 28.06.2008 verlängert.	20.04.2007 Genehmigung ohne Wortmeldung ohne Gegenstimme
4	VS-Beschluss Nr. 5289 vom 03.04.2007	Betreffend die Giro Funding US Corporation, USA; darin werden Bar-, Aval- und Wiedereindeckungsrisikolimits i.H.v. EUR 1.086 Mio. und EUR 770 Mio. bis 19.06.2008 verlängert.	20.04.2007 Genehmigung ohne Wortmeldung ohne Gegenstimme
5	VS-Beschluss Nr. 7824 vom 28.08.2007	Betreffend die Giro Funding US Corporation und die Giro Balanced Funding Corporation; darin werden die Kreditrahmen für die ABCP-Programme erhöht.	29.08.2007 Genehmigung ohne Wortmeldung ohne Gegenstimme

Das Conduit GUS hielt per 17.7.2007 105 US RMBS Subprime im Nominalvolumen von EUR 1,2 Mrd. (rd. 32% des Subprime-Portfolios).<sup>18</sup>

#### g) „Acht-Wochen-Regelung“

Für die hier in Rede stehenden US RMBS-Investments, die unter dem Zielfortfoliobeschluss für das Anlagebuch erworben wurden<sup>19</sup>, bestand sowohl im Bereich des ASP New York als

<sup>18</sup> Vgl. Vermerk „Bewertung US Subprime RMBS Portfolio“ vom 23./24.07.2007, S. 2.

auch für den Bereich München ein besonderes Verfahren (sog. Acht-Wochen-Regelung). Dieses erlaubte es dem Bereich Financial Markets (Markt), Wertpapiere zu kaufen, ohne dass ein Kreditgenehmigungsverfahren mit positiver Entscheidung (Kreditgenehmigung) durchlaufen worden war. Hierdurch sollte eine schnelle Investition und Reaktion auf Marktgegebenheiten ermöglicht werden. Das Kreditgenehmigungsverfahren (einschließlich Kreditrisikoprüfung) war innerhalb von acht Wochen ab Erwerb vom Risk Office (Marktfolge) mit einer Entscheidung abzuschließen. War die Entscheidung negativ, wurde also die Kreditgenehmigung versagt, war das Wertpapier wieder zu verkaufen.

**aa) Beschluss vom 25.01.2000 (Bereich ASP New York)**

Mit Beschluss vom 25.01.2000<sup>20</sup> erließ der Vorstand für das ASP New York eine Regelung, nach der der Bereich Financial Markets ABS-Papiere mit AAA und AA Rating ankaufen durfte, ohne dass eine Kreditgenehmigung vorlag (sechs/vier-Wochenregelung). Das Kreditgenehmigungsverfahren, insbesondere die Kreditrisikoprüfung durch das Risk Office, waren nach Ankauf des jeweiligen Wertpapiers innerhalb einer Frist von sechs (AAA) bzw. vier Wochen (AA) durchzuführen. Im Falle einer Nichtgenehmigung waren die Papiere zu veräußern.

**bb) Beschluss vom 06.12.2005 (Bereich München)**

Mit Beschluss vom 06.12.2005<sup>21</sup> fasste der Vorstand die Acht-Wochen-Regelung für den Bereich München neu. Sie erlaubte es dem Bereich Markt, ABS-Papiere der Ratingklassen AAA, AA, A und BBB anzukaufen bzw. ABS-Fazilitäten für solche Conduit-Investments auszulegen, obwohl noch keine formelle Kreditgenehmigung vorlag. Der Art nach Bestand eine solche Ankaufsregelung, wenn auch in eingeschränkter Form (nur AAA und AA-Papiere), bereits zuvor (siehe Vorstandsbeschluss Nr. 3214 v. 11.09.2001).

---

<sup>19</sup> Für die zu Handelszwecken (Handelsbuch) erworbenen ABS galt die sog. „Pauli“-Regelung (pauschale Limitierung von Emittentenrisiken). Ein solches Handelsbuch wurde angabegemäß im ASP New York nicht geführt, sondern allein in München. US RMBS sind im Bereich München nicht erworben worden.

<sup>20</sup> Vgl. Anlagen zum Sachverhalt „BayernLB: Erwerb von US RMBS“ Ziffer 2.

<sup>21</sup> Vgl. Anlagen zum Sachverhalt „BayernLB: Erwerb von US RMBS“ Ziffer 3.

**cc) Beschluss vom 17.10.2006 (Bereich München)**

Mit Beschluss vom 17.10.2006<sup>22</sup> änderte der Vorstand die Acht-Wochenregelung für den Bereich München (u.a. Erhöhung der Betragsgrenzen für Einzelgeschäfte, Erhöhung der Betragsgrenzen für Gesamtsumme der im Genehmigungsprozess befindlichen Engagements, Klarstellung der Ankaufsregelung für das ABS Handelsbuch).

**dd) Beschluss vom 17.10.2006 (Bereich ASP New York)**

In seiner Sitzung am 17.10.2006 fasst der Vorstand ferner unter TO 24 einen Beschluss zur Ankaufsregelung für das US-amerikanische ABS-Geschäft des ASP New York („Klarstellung der ABS-Ankaufsregelung und Harmonisierung mit den Anforderungen des ABS-Zielportfolios für den ASP New York“<sup>23</sup>). Der Beschluss setzt auf der bereits bestehenden Regelung zur nachträglichen Einholung von Kreditbeschlüssen v. 25.01.2000 (siehe zuvor) auf und soll diese Regelung „klarstellen“. Der – auch vom Kreditkomitee in seiner Sitzung am 11.10.2006 befürwortete – Antrag betrifft den Erwerb von AAA- und AA-gerateten ABS- und MBS-Wertpapieren (Bilanz-Transaktionen) ebenso wie die Gewährung von Liquiditätsfazilitäten für Conduit-Transaktionen mit AAA- und AA-gerateten ABS/MBS durch das ASP New York. In der englischsprachigen Vorstandsvorlage (S. 2) heißt es zur (neuen) Ankaufsregelung:

*„Für bestimmte im Einzelnen definierte Assetklassen und solange die Wertpapierkäufe durch die im vorhinein bestimmten Ankaufsrichtlinien gedeckt sind (wie im Zielportfoliobeschluss beschrieben), wird der Ankauf von Wertpapieren durch das ASP New York durch diesen Vorstandsbeschluss für einen Zeitraum von acht Wochen, gerechnet vom Handelsdatum des ABS-Kaufs, genehmigt. Financial Markets -5620- und Risk Office -6170- sind gemeinsam befugt, die derzeit gebilligten Ankaufsrichtlinien zu ändern und zusätzliche Ankaufsrichtlinien für weitere Assetklassen in Übereinstimmung mit den Zielportfolio-Vorgaben zu erlassen. In Übereinstimmung mit dem Masterkreditprozess der BayernLB, der Kreditpolitik und der Kompetenzordnung ratet 6171 das Wertpapier, bereitet einen Kreditantrag vor und erhält entweder eine Kreditgenehmigung oder eine Kreditablehnung innerhalb der erforderlichen 8-Wochen-Zeitgrenze.“*

Die Regelung ermöglicht es Financial Markets New York, bestimmte AAA- und AA-geratete ABS/MBS-Wertpapiere zunächst ohne vorhergehende formelle Kreditgenehmigung zu er-

---

<sup>22</sup> Vgl. Anlagen zum Sachverhalt „BayernLB: Erwerb von US RMBS“ Ziffer 5.

<sup>23</sup> „Clarification of the ABS purchase procedure and harmonization with the ABS target portfolio requirements“.

werben. Die Regelung gilt nur, wenn das betreffende Wertpapiere zu den im Zielportfoliobeschluss definierten Assetklassen gehört und soweit es die Voraussetzungen der gemeinsam von Financial Markets und Risk Office New York erlassenen Ankaufsrichtlinien für die jeweilige Assetklasse erfüllt. Die maximale Einzelgeschäftsgröße für eine einzelne ABS-Transaktion wird für AAA-geratete ABS/MBS-Wertpapiere auf € 75 Mio. bzw. EUR-Äquivalent und für AA-geratete ABS/MBS-Wertpapiere auf € 25 Mio. bzw. EUR-Äquivalent festgelegt. Erst nach Erwerb erfolgt der Kreditgenehmigungsprozess in Übereinstimmung mit dem Master-Kreditprozess der BayernLB, der Kreditpolitik und der Kompetenzordnung innerhalb einer Frist von acht Wochen. Für alle übrigen Assetklassen ist nach dem Beschluss weiterhin eine Vorabgenehmigung [pre-approval] durch das Risk Office für jedes einzelne Wertpapier erforderlich. Das Gesamtportfoliolimit der sich im Genehmigungsprozess (8-Wochen-Ankaufsregelung) befindlichen Wertpapiere (AAA- und AA-geratete ABS/MBS-Wertpapiere) begrenzt der Beschluss auf € 1050 Mio. / EUR-Äquivalent. Erfolgt eine negative Kreditentscheidung, ist das Papier unmittelbar nach Bekanntgabe der Entscheidung zu veräußern (bzw. bei Fazilitäten gegenüber dem Conduit aus dem Conduit zu verkaufen). Im Falle der Nichteinhaltung der Acht-Wochen-Ankaufsregelung gilt das „Eskalationsverfahren bei Überschreitung von Adressenausfallrisiken für Handelsgeschäfte“ gemäß Vorstandsbeschluss Nr. 3141 vom 6.7.2005.

Die Beschlussbegründung lautet in deutscher Übersetzung wie folgt:

*„Der Vorstand hat mit Beschluss Nr. 3255 vom 25. Oktober 2005 „Increase and Management of the banks ABS-Portfolio“ (ABS-Zielportfolio) das Management des globalen ABS-Portfolios in Bezug auf die regionale, Industrie-, Rating- und Assetklassen-Zusammensetzung des Portfolios geregelt. Zusätzlich unterliegt jeder einzelne Wertpapiererwerb einer Grenze für die maximale Einzelgeschäftsgröße je nach Rating und Assetklassenzugehörigkeit des erworbenen Wertpapiers.*

*Der Vorstand hat mit Beschluss Nr. 3018 vom 25. Januar 2000 den Ankaufsprozess für AAA/AA geratete ABS- und MBS-Wertpapiere so geregelt, dass die formale Kreditgenehmigung innerhalb einer Zeit von 6 Wochen für AAA-geratete Wertpapiere und von 4 Wochen für AA-geratete Wertpapiere nach dem Handelsdatum eingeholt wird (s. Anlage 1). Wegen der Implementierung des Zielportfoliobeschlusses Nr. 3255 vom 25. Oktober 2005 („Increase and Management of the banks ABS-Portfolio“), ist insoweit eine Klarstellung des Beschlusses erforderlich, um den ABS-Ankaufsprozess beim ASP New York entsprechend anzupassen (insbesondere im Hinblick auf die maximale Einzelgeschäftsgröße).*

*Derzeitige Situation des US-ABS-Markts:*

*Seit Mitte der 80er Jahre sind ABS/MBS-Wertpapiere [inherent] Teil des Kapitalmarkts in den USA. Als Folge des gestiegenen Investoreninteresses in diese Wertpapiere in den vergangenen 20 – 30 Jahren ist insbesondere der Hypothekenmarkt einer der größten Finanzmärkte in der Welt. Wertpapiere, die mit Hypotheken besichert sind, repräsentieren ungefähr 52,6 Prozent der erfolgten Verbriefungen in den USA, die Neuausgabe von MBS und ABS übersteigen den Markt für Staatsanleihen und Unternehmensanleihen zusammen. Der US-Verbriefungsmarkt ist*

*ein extrem reifer und liquider Markt. Im Jahr 2005 wurden ca. USD 3,740 Mrd. an forderungsbesicherten Wertpapieren in den USA emittiert (5 Prozent mehr als 2004). Zusätzlich haben sich für bestimmte im einzelnen definierte Asset-Klassen gem. den Definitionen des Zielfortfoliobeschlusses – wie Prime- und Subprime-RMBS, Agency MBS, ABS (Prime Auto Kredite/Studentenkredite) – allgemeine Marktstandards entwickelt, insbesondere in Bezug auf die Struktur der forderungsbesicherten Wertpapiere, die Dokumentation und die Ratinganforderungen sowie die Treuhänder/Investoren-Berichte im Bezug auf die Transaktionen.*

*Zum 30. Juni 2006 betrug das gesamte ABS/MBS-Wertpapierportfolio des ASP New York (ohne Kundentransaktionen) sowohl auf der Bilanz als auch in den Conduits insgesamt USD 30 Mrd. Die gewichtete durchschnittliche Laufzeit der Wertpapiere beträgt 3 bis 3,5 Jahre. Daher hat das ASP New York einen hohen Bedarf nach hochgerateten ABS/MBS-Wertpapieren i.H.v. eines Mindestbetrags von geschätzt USD 5,75 bis 6,5 Mrd. pro Jahr. Aufgrund der Tatsache, dass die derzeitige ABS/MBS-Ankaufsregelung eine Vorab-Genehmigung für alle Wertpapiere durch das Risk-Office-6171- erfordert, überprüfte das ABS die 436 Wertpapiere und genehmigte 269 vorab zum Kauf im letzten Jahr. Im Hinblick auf das hohe Niveau der Überzeichnungen im ABS-Markt, erwarb Financial-Markets – 6523 – erfolgreich 194 dieser Wertpapiere – 6171 genehmigte nachfolgend Limite für diese Ankäufe gem. den Regelungen zur Kompetenzordnung. Die derzeitige Marktsituation verlangt eine gestraffte Ankaufsregelung.*

*Nutzen und Verbesserungen der derzeitigen ABS-Ankaufsregelung:*

*In Übereinstimmung mit dem T-Portfolio-Beschluss hat das Risk-Office Ankaufskriterien für jede einzelne Assetklasse erlassen. Die Kriterien beinhalten harte und weiche Grenzen für die Wertpapierauswahl. Financial Markets ist nicht gestattet, die harten Grenzen ohne Genehmigung des Risk-Office zu verletzen. Die weichen Grenzen sind ihrer Natur nach allgemeiner, Financial Markets kann diese Grenzen auf der Grundlage einer Einzelfallbetrachtung überschreiten. Das Ziel der weichen Grenzen ist es, wünschenswerte Gesamtportfolioziele und Merkmale für eine Assetklasse zu definieren.*

*Daher müssen die durch die Ankaufskriterien gedeckten Wertpapiere nach den Regelungen zur Kompetenzordnung innerhalb von 8 Wochen nach Ankauf genehmigt werden, in Übereinstimmung mit den Verfahren in der Zentrale. Wertpapiere, die nicht durch die spezifischen Ankaufsrichtlinien gedeckt sind, können nur nach Vorab-Genehmigung des Risk-Office entsprechend den Regelungen zur Kompetenzordnung gekauft werden.*

Als Vorteil für die neue Ankaufsneuregelung führt die Vorstandsvorlage an: (1) erforderliche Vereinfachung des ABS-Ankaufsprozesses wegen der hohen Anzahl notwendiger Transaktionen (jährlicher Anlagebedarf ca. USD 5,75 bis 6,5 Mrd.), um den Gesamtfortfoliobetrag aufrecht zu erhalten, ohne auf eine detaillierte Kreditanalyse zu verzichten, (2) Klarstellung der internen Regelungen betreffend den ABS-Ankaufsprozess und die Zielfortfolioanforderungen für das ASP New York. Gegen die Regelung wird angeführt: Möglicher Verlust für die BayernLB aufgrund des Verkauf eines Wertpapiers im Falle der Kreditablehnung. Dies sei akzeptabel, da die Entwicklung des Wertpapierportfolios bereits Mark-to-Market bewertet werde.

**ee) Beschluss vom 05.12.2006 (Bereich München)**

Mit Vorstandsbeschluss vom 05.12.2006<sup>24</sup> genehmigte der Vorstand für den Bereich München die zeitlich befristete Erhöhung des Gesamtlimits unter der Acht-Wochen-Ankaufsregelung von EUR 1,5 Mrd. auf EUR 2,5 Mrd. bis 28. Februar 2007 sowie die Ausweitung der Genehmigungsphase von 8 auf 12 Wochen für alle im Zeitraum vom 27. 11.2006 bis 31.12.2006 angekauften Investments.

**ff) Beschluss vom 21.08.2007 (Bereich ASP New York)**

In der Vorstandssitzung am 21.08.2007<sup>25</sup> beschloss der Vorstand unter TO 24 auf Antrag des ASP New York die – vom Kreditkomitee am 14.08.2007 befürwortete – Verlängerung der 8-Wochen-Bearbeitungsfrist für ABS-Investments auf der aktuellen Bearbeitungsliste des ASP New York um 4 Wochen ab Ablauf der 8-Wochen-Frist auf insgesamt 12 Wochen.

Nach der als Anlage zum Vorstandsprotokoll genommenen Vorlage des ASP New York (FM und RO NY) befinden sich noch eine Reihe von Wertpapieren in der 8-Wochenfrist-Überwachungsliste New York, die nicht rechtzeitig vor Ablauf der 8-Wochen-Frist beschlusskonform genehmigt werden konnten bzw. können.<sup>26</sup> Diese Papiere seien vor dem „großen Markteinbruch“ erworben worden. Inzwischen seien von Financial Markets bzw. durch Vorstandsentscheidung nach und nach folgende Ankaufsstopps veranlasst worden: Subprime ABS, CDO of ABS sowie alle anderen Formen von CDO/CLO. Vor dem Hintergrund der aktuellen Marktsituation und der noch abzuarbeitenden Pipeline an ABS-Geschäften sei zwischen Risk Office und Financial Markets bis auf Weiteres ein totaler Ankaufsstopp für 8-wochenfristrelevante Geschäfte verhängt worden. Der Ankaufsstopp sei durch Financial Markets ferner erfolgt aufgrund „einiger strategischer Fragen hinsichtlich der weiteren Übernahme von Kreditrisiken über die gegenwärtigen Instrumente oder nach den gegenwärtigen Prozessen (Nachgenehmigungen) überhaupt“. Aufgrund der Bindung der Mitarbeiterkapazitäten zur Abarbeitung der Ad-hoc-Anfragen von Vorstand, Verwaltungsrat, Ratingagenturen, Wirtschaftsprüfern und Bundesbank sowie zur Neubewertung der Kreditausfallrisiken aller Assetklassen des gesamten ABS-Portfolios sei eine – insbesondere in der gegenwärtigen Situation geforderte – gründliche Bearbeitung innerhalb der gesetzten 8-

---

<sup>24</sup> Vgl. Anlagen zum Sachverhalt „BayernLB: Erwerb von US RMBS“ Ziffer 6.

<sup>25</sup> Vgl. Anlagen zum Sachverhalt „BayernLB: Erwerb von US RMBS“ Ziffer 7.

<sup>26</sup> Vgl. zur Liste der Einzelpapiere Anlagen zum Sachverhalt „BayernLB: Erwerb von US RMBS“ Ziffer 7.

Wochen-Frist derzeit nicht möglich. Die Mitarbeiter im Bereich Financial Markets und Risk-Office New York seien überlastet. Die Verlängerung der Bearbeitungsfrist bezieht sich auf 11 Tranchen, davon 5 Tranchen mit AAA-Rating über EUR 124 Mio. sowie 6 Tranchen mit einem AA-Rating über insgesamt EUR 145,5 Mio. Voranalysen zeigten, dass

*„ein akutes Kreditausfallrisiko innerhalb der Verlängerungsfrist der*

*- Alt-A RMBS Papiere (AA, EUR 56 Mio. und AA, EUR 40 Mio.),*

*- Prime RMBS (AAA, EUR 56 Mio.),*

*- Subprime Papiere (beide AA, EUR 15 Mio. und EUR 18,5 Mio.),*

*- CDO of ABS (AAA, EUR 38 Mio.) sowie*

*- CDO (AAA, zusammen EUR 30 Mio. und AA EUR 16 Mio.)*

*derzeit nicht gegeben ist. [...] Ein Abverkauf könnte angesichts der derzeitigen illiquiden Marktsituation nur zu erheblichen Preisabschlägen realisiert werden, die nicht repräsentativ für das tatsächliche Ausfallrisiko der Positionen sind.“*

Das Vorstandsprotokoll führt hierzu aus:

*TO 24 Wertpapiergenehmigung innerhalb der Acht-Wochen-Frist*

*Der Vorstand nimmt den Vermerk vom ASP New York zur Kenntnis, genehmigt die darin enthaltenen Anträge und schließt sich den im Protokoll der Sitzung des Kreditkomitees am 14.08.2007 festgehaltenen Diskussionsinhalten an:*

*Diskussionsinhalte:*

*Markt (0500/5910) bestätigte ausdrücklich in der Sitzung des Kreditkomitees, dass die gemäß VS-Protokollen der VS-Sitzung vom 31.07.2007 gemachten Auflagen*

- TO 1 „Situation im in- und ausländischen Geld- und Kapitalmarkt“ Punkt 1.1 „Subprime-Bereich: Aktuelle Entwicklung (u. a. keine neuen Zukäufe bei RMBS-Papieren) und*
- TO 21 [Name] Ltd. Gruppe“ (dass b. a. w. grundsätzlich bei allen Assetklassen im Investmentbuch keine Investments in den Ratingklassen schlechter als Single A, auch nicht im Rahmen von „Pauli“ erfolgen dürfen)*

*beachtet worden sind. Dies schließt CDO auf ABS und andere Formen von CDO / CLO mit ein. Gemäß RO New York ist dies plausibel. Dies deckt sich auch mit der Anlage zum Antrag (detaillierte Aufstellung über Wertpapierart- und Kaufdatum).*

*Mangels Alternativen werden die Anträge auf Basis der Voten von Markt und Risk Office befürwortet. Wichtig in diesem Zusammenhang ist, dass angesichts der aktuellen Marktsituation und der noch abzuarbeitenden obigen Pipeline an ABS-Geschäften zusätzlich aktuell ein Ankaufstop b. a. w vereinbart wurde. Hierauf legen die Kreditkomiteemitglieder besonderen Wert.*

## **gg) Beschluss vom 21.08.2007 (Bereich München)**

Ferner befasste sich der Vorstand in der Vorstandssitzung vom 21.08.2007<sup>27</sup> mit der Verlängerung der Bearbeitungsfrist für ABS-Investments im Bereich München (TO 22) und der Ver-

---

<sup>27</sup> Vgl. Anlagen zum Sachverhalt „BayernLB: Erwerb von US RMBS“ Ziffer 7.

längerung der Haltefrist für ABS-Transaktionen im Rahmen der pauschalen Limitierung von Emittentenrisiken im GF Financial Markets (TO 23).

#### **hh) Beschluss vom 25.09.2007 (Bereich München)**

In seiner Sitzung vom 25.09.2007<sup>28</sup> verlängert der Vorstand unter TO 22 u.a. für den ABS-Bereich München die Verkaufsfrist für im Rahmen der 8-Wochen-Ankaufsregelung **negativ** votierte ABS-Transaktionen bis zum 31.12.2007.

Zur Begründung heißt es, dass sich der Verkauf von ABS-Transaktionen derzeit sehr schwierig gestalte. Bis auf AAA RMBS Prime-Transaktionen stellten Händler anderer Banken/Broker keine Preise mehr, da ihre Limite erschöpft seien. Es bestehe nur die Möglichkeit einer Umplatzierung der Wertpapiere an Investoren mit ausreichender Liquidität. Diese potentiellen Investoren bildeten momentan jedoch eine Minderheit und nutzten die Möglichkeit aus, Zwangsverkäufern mit enormen Preisabschlägen zu begegnen. **Die indikativen Verkaufspreise stünden in keinem Verhältnis zum zugrundeliegenden Ausfallrisiko. Bei Abflauen der Liquiditätskrise und der Beruhigung an den Finanzmärkten erwarte man eine Kurswerterholung, die dann zum Verkauf der Tranchen genutzt werde.** Ein unmittelbares Ausfallrisiko bestehe bei keiner dieser ABS-Tranchen. Die Vorlage hat ABS-Tranchen im Nominalwert von EUR 98,6 Mio. zum Gegenstand, der Verlust wird zum Antragszeitpunkt mit EUR 5,6 Mio. beziffert. Ferner ist eine Liste mit weiteren ABS-Transaktionen beigefügt, die sich noch in der Genehmigungsphase befinden. Sie werden auf Nominal EUR 398,8 Mio. beziffert. Auch für diese Positionen soll im Falle einer negativen Kreditentscheidung eine Verkaufsfristverlängerung möglich sein. Die Entscheidung über die Verlängerung der Verkaufsfrist bis maximal zum 31. Dezember 2007 wird auf den jeweiligen Kompetenzträger delegiert.

In einem dem Vorstand in diesem Zusammenhang vorliegenden Vermerk des Risk Office werden die negativ votierten Papiere im Einzelnen mit den Ablehnungsgründen dargestellt. Darin heißt es zu den erworbenen ABS-Wertpapieren, für die keine Kreditgenehmigung erteilt wurde:

---

<sup>28</sup> Vgl. Anlagen zum Sachverhalt „BayernLB: Erwerb von US RMBS“ Ziffer 8.

[Name]

- Russischer prime RMBS des Originators [Name] (ungeratet) / Tochter der [Name]bank (BB+ von Fitch); Erstrangige Hypothekendarlehen besichert durch Objekte in und um Moskau  
Ablehnungsgründe:
- Kritisch: unsichere künftige wirtschaftliche Entwicklung in Rußland, **unerprobtes Verbriefungsrecht**, starke regionale Konzentration, **unerfahrener Originator**
- Zudem entspricht der Originator nicht der ABS Strategie für Rußland (weder Staatshintergrund noch Konzerntochter einer renommierten Auslandsbank)

[Name], Tranche A ; [Name], Tranche B

- CMBS Transaktion zu gesamt EUR 490 Mio.;  
Ablehnungsgründe:  
Beschlüßfassung erfolgt nicht aufgrund struktureller Defizite:
- gleichrangige Tilgung mit B-Loan
- weit gefaßte Definition Credit Event
- **Kredit mit 10 % Anteil weist sehr komplexe Struktur aufgrund Einfluß islamischen Sharia (Verbot auf Zinsertrag aus Darlehensgewährung) auf und nur indirekten Zugriff auf Objekt-erlöse**
- **bei einem zu 50 % eingebrachten Konsortialkredit (Portfolioanteil 24 %) kann der weitere Konsorte ohne Abstimmung Änderungen vornehmen (z.B. Waiver)**

[Name] Tranche C

- CMBS Transaktion zu insgesamt EUR 3 Mrd.  
Ablehnungsgründe
- **Underwriting Guidelines weichen deutlich von Standards der BayernLB sowie Marktstandards ab**
- Abweichung nicht durch Strukturelemente (Subordination + Excess Spread) mitigiert
- **Zudem erhöhte Bonitätsrisiken, v.a.: 30% mit LTV > 80%, hohe Vacancies allein bei den 20 größten Loans, Schwerpunkt LTV im Portfolio zwischen 70% und 90%, 30% der Obligors mit Rating B+ (= MR 16) und schlechter, bedeutet Watchlist innerhalb BayernLB)**
- **w/aggressivem Underwriting d. [Name] Bank wird positive Loss-Historie als nicht nachhaltig angesehen**

ii) **Beschluss vom 25.09.2007 (Bereich ASP New York)**

Darüber hinaus verlängerte der Vorstand mit Vorstandsbeschluss vom 25.09.2007 unter TO 28<sup>29</sup> die Verkaufsfrist für im Rahmen der 8-Wochen-Ankaufsregelung negativ votierte ABS-Transaktionen im ASP New York und delegierte – ebenso wie im Bereich Europa – die Entscheidung über eine Verlängerung der Haltedauer im Falle einer negativen Kreditentscheidung für Positionen, die sich noch im Genehmigungsprozess befinden, auf den jeweiligen Kompetenzträger. Die Begründung entspricht derjenigen im Bereich Europa. Die Fristverlängerung betrifft insgesamt fünf ABS-Tranchen mit einem Nominalvolumen von EUR 69 Mio. mit einem indikativen Verlust von ca. EUR 9,1 Mio.

---

<sup>29</sup> Vgl. Anlagen zum Sachverhalt „BayernLB: Erwerb von US RMBS“ Ziffer 9.

Zu den erworbenen ABS-Wertpapieren, für die keine Kreditgenehmigung erteilt wurde, heißt es:

[Name], Ltd.:

- 3 Tranchen (MR 1/1/2) ueber insgesamt EUR 22,6 Mio. (inkl. 20% FX sowie 1% M-t-M Puffer)
- Eigenkapitalrisiko (Nachrangkapital) in ungerateten klein- und mittelgroßen US-Banken und Versicherungsgesellschaften (hohes Korrelationsrisiko aufgrund Branchenkonzentration). Ausfälle tragen hier sehr hohe Verlustschweren.
- **Trups CDO sind eine noch junge Assetklasse, dessen Verhalten unter Stresssituationen wie wirtschaftlichen Rezession nicht erprobt ist.** Die letztendliche Laufzeit der Transaktion und damit die tatsächliche Höhe des erwarteten Verlustes hängt vom Erfolg eines bisher trotz Anreizfunktion **unerprobten Verkaufstriggers** (Auction Call - Mechanismus). ab.

[Name] plc

- Das Hard Credit Enhancement von 4.9% schützt die Class B (geratet AA) nur **1,04-fach vor den historisch bisher höchsten Verlusten** ab. Dies bietet angesichts der erwarteten Verschlechterung des Kreditzyklus sowie der langen Laufzeit von 10 Jahren eine zu geringe Sicherheitsmarge.

[Name]

- 1 CDO of ABS Tranche (MR 16, Intensivüberwachung) über EUR 45,2 mio. (inkl. FX und M-t-M Puffer)
- Das **Credit Enhancement** ist zu **gering**, um Portfolioausfälle im erwarteten Base Case abzudecken.

**jj) Beschluss vom 21.11.2007 (Bereich ASP New York/München)**

In der Sitzung am 27.11.2007 wird der Vorstand (TO 25/TO 25.7)<sup>30</sup> über den Stand der Umsetzung der Verkaufsaufgaben informiert.

**kk) Beschluss vom 22.01.2008 (Bereich ASP New York/München)**

Mit Vorstandsbeschluss vom 22.01.2008<sup>31</sup> beschließt der Vorstand unter TO 21 eine erneute Verlängerung der Verkaufsfrist für negativ votierte ABS-Transaktionen bis 30.06.2008. Die Verlängerung betrifft ABS-Transaktionen im Anlagebuch Europa in Höhe von ca. EUR 192 Mio., solche im Anlagebuch USA in Höhe von EUR 61,2 Mio. und unter der pauschalen Limitierung angekaufte ABS-Handelspositionen (Europa) im Volumen von ca. EUR 650 Mio. Der Beschluss wird damit begründet, dass unverändert keine wirtschaftlich sinnvolle Alternative bestehe, da „Sofortverkäufe (‘forced seller’)“ angesichts der schwierigen Marktsituation (die sich entgegen ursprünglicher Erwartung nicht entspannt habe) zu deutlich höheren Verlusten führten.

---

<sup>30</sup> Vgl. Anlagen zum Sachverhalt „BayernLB: Erwerb von US RMBS“ Ziffer 10.

<sup>31</sup> Vgl. Anlagen zum Sachverhalt „BayernLB: Erwerb von US RMBS“ Ziffer 11.

## **2. Erwerb, Kreditprüfung und Portfolioüberwachung durch das ASP New York**

### **a) Überblick**

US RMBS waren Teil des Kreditersatzgeschäftes der Bank und wurden über den Teilkreditprozess „Strukturierte Finanzierungen/ABS“ des Masterkreditprozesses der Bank bearbeitet und genehmigt.<sup>32</sup> US RMBS durften angekauft werden, wenn die strategischen Rahmendaten und Steuerungskriterien des Zielfortfoliobeschlusses (z.B. Assetklassenlimit, Mindestrating, Betragsbegrenzungen, Risikoertragskennziffern) und die Ankaufskriterien der „Product Paper“ erfüllt waren. US RMBS wurden vom Geschäftsbereich Financial Markets unter der Acht-Wochen-Ankaufsregel angekauft. Die Papiere wurden als hoch liquide erachtet. Die Erwartung war, sie bei negativer Kreditentscheidung jederzeit verkaufen zu können.

Im Rahmen der Kreditprüfung wurden die Zusammensetzung der zugrundeliegenden Portfolios und die Cash-Flow-Strukturen betrachtet sowie Stresstests durchgeführt, in denen analysiert wurde, um welchen Faktor das Credit Enhancement der jeweiligen Tranche die erwarteten Verluste abdeckte. Ferner wurden mit dem Ratingtool für ABS Investments interne Bonitätsratings ermittelt, die zusammen mit dem Ergebnis der Risikoanalyse in Kreditvorlagen dokumentiert wurden.

Beim Erwerb von Subprime-Papieren mit einem AAA-Rating war ein kurzer, standardisierter Kreditbericht („standard short form“) ausreichend. Zur Genehmigung des Erwerbs von Subprime-Papieren mit einem AA-Rating musste der kurze standardisierte Kreditbericht um eine Anlage mit den Resultaten von zwei Stress Tests ergänzt werden, die mit dem „Intex“-System durchzuführen waren.<sup>33</sup> „Intex“ stellt Modelle zur Analyse von Cashflow-Strukturen („Wasserfälle“, Triggerbrüche etc.) von US RMBS-Transaktionen zur Verfügung. In der Regel enthält die Intex-Datenbank auch die Daten der einzelnen Kredite einer US RMBS-Transaktion. Diese stehen jedoch erst nach Closing der Transaktion zur Verfügung.<sup>34</sup> Die Software IntexNet ermöglicht eine internetbasierte Analyse der US RMBS-Transaktionen.

---

<sup>32</sup> Vgl. hierzu und zu den folgenden Ausführungen z.B. Schreiben der BayernLB an Dr. Naser v. 03.06.2008.

<sup>33</sup> Vgl. Product Paper Subprime März 2006, S. 8.

<sup>34</sup> Vgl. Antwort auf Frage 15 der Fragenliste US RMBS Juli 2010.

Die Kreditentscheidung erfolgte durch einen Kompetenzträger mit entsprechender Kreditkompetenz. Für US RMBS hatten in den Jahren 2006 und 2007 vier Mitarbeiter mit Dienstsitz in New York Kreditkompetenzen (zwei Mitarbeiter bis Anfang des Jahres 2007, zwei weitere Mitarbeiter ab Anfang des Jahres 2007).<sup>35</sup> Weitere Kompetenzstufen der Kompetenzordnung für US RMBS waren die Risk-Office Bereichsleiter mit Sitz in München, das Kreditkomitee und der Vorstand (jeweils abhängig von Risikoklasse und Größenordnung).<sup>36</sup>

Bei der Kreditprüfung von US RMBS wurde nicht zwischen Papieren unterschieden, die für das Anlagebuch der BayernLB erworben wurden, und solchen, die für ein Conduit erworben wurden.<sup>37</sup>

Die BayernLB hatte bis zum Ausbruch der Subprime-Krise kein eigenes Modell zur Bewertung von ABS-Papieren. Nach Angabe der BayernLB konnten die Papiere zum Erwerbszeitpunkt mittels quotierter Preise bewertet werden.<sup>38</sup> Modellpreise seien deshalb nicht notwendig gewesen. Daher sei es auch nicht notwendig gewesen, Informationen über modellierte Cash Flows zu erhalten. Eine Risikoeinschätzung sei mit Hilfe von Stress-testingverfahren auch ohne Cash Flows möglich.

Der Vorstand ordnete gemäß Sitzungsprotokoll der Vorstandssitzung am 23.10.2007 (TO 1.1) die Entwicklung eines eigenen Modells zur Bewertung von ABS durch die BayernLB an:

„1.1 ABS-Gesamtportfolio - Entwicklung eines eigenen Modells zur Bewertung von Assets

Der Vorstand hält fest, dass nationale und internationale Banken unterschiedlichste eigene Modelle zur Bewertung dieser Assets anwenden und dieses Vorgehen von den Aufsichtsbehörden und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften akzeptiert wird.

Der Vorstand verständigt sich darauf, dass auch die BayernLB zur Minimierung der Auswirkungen unter IFRS und auf die Ergebnissituation **unverzüglich** solche **eigene Modelle** entwickelt.

Der Auftrag, eine entsprechende Vorlage vorzulegen, wird noch in der VS-Sitzung telefonisch an Herrn [Mitarbeiter] gegeben (Vorlage zur VS-Sitzung am 30.10.2007).“

---

<sup>35</sup> Vgl. Antwort auf Frage 67 a) der Fragenliste US RMBS Juli 2010.

<sup>36</sup> Vgl. Antwort auf Frage 67 b) der Fragenliste US RMBS Juli 2010.

<sup>37</sup> Vgl. Vorstandssitzung v. 21.12.2007, S. 1 der Präsentation „Bestandaufnahme durch S&P, Dezember 2007“

<sup>38</sup> Vgl. Antwort auf Frage 80 b) der Fragenliste US RMBS Juli 2010.

Mit dem Zielfortfoliobeschluss wurde im Oktober 2005 auch eine Überwachung auf Portfolioebene in Form von globalen, halbjährlich zu erstellenden ABS Portfolio-Berichten eingeführt. In diesen Berichten wurde die Performance der wesentlichen Assetklassen dargestellt. Zusätzlich war das ABS Portfolio seit Dezember 2005 in den vierteljährlichen Kredit- und Länderrisikoreports enthalten.

#### **b) Einrichtung eines Frühwarnsystems August/September 2007**

Am 31.07.2007 – also nach dem offenen Ausbruch der Subprime-Krise genehmigte der Vorstand die von den Bereichen Financial Markets und Risk Office New York beantragte Einrichtung eines Frühwarnsystems (Early Warning Tool, „EWT“) für Subprime RMBS. Danach sollte jedes einzelne Papier laufend auf Veränderungen im Profil der zugrunde liegenden Hypothekenkredite überprüft werden.<sup>39</sup> Am 27.08.2007 beschloss der Vorstand ferner die Einbeziehung der US Alt-A RMBS in das noch aufzusetzende Frühwarnsystem.<sup>40</sup>

Seit September 2007 wurden mit dem EWT Warnstufeneinteilungen (Ampelkategorien) durchgeführt, um die Papiere unterschiedlichen Gefährdungs-Klassen zuzuordnen. Mit der Einführung der Impairmentverfahren für ABS Ende 2007 wurde das EWT als erste Stufe im Rahmen der Impairmenttests verwendet. Für alle nach der ersten Stufe rot und gelb markierten US RMBS wurden in der zweiten Stufe der Impairmenttests die erwarteten Tilgungen und Zinszahlungen in einem Cash Flow Modell berechnet.

#### **c) Product Paper und Surveillance Report**

Markt (Geschäftsbereich Financial Markets) und Risk Office des ASP New York der BayernLB verabschiedeten im März 2006 für den Erwerb von US RMBS die sog. Product Papers, die im Juni 2006 und im März 2007 aktualisiert wurden. Nach unseren Recherchen hatte der Gesamtvorstand von diesen Product Papers keine Kenntnis, wohl aber die zuständigen Dezenten Markt und Risk Office, Burgmer und Dr. Gribkowsky.<sup>41</sup>

---

<sup>39</sup> Vgl. oben A. VIII. 26.

<sup>40</sup> Vgl. oben A. VIII. 32.

<sup>41</sup> Vgl. Antworten zu Fragen 5. und 15. der Fragen- und Anforderungsliste zur Stichprobe US-RMBS, insbesondere RMBS Subprime.

Im Oktober 2006 erstellte das Risk Office des ABS New York einen Überwachungsbericht („Surveillance Report“) zu Prime und Subprime RMBS.

Die Product Paper und der Surveillance Report enthalten Ausführungen zum US-Hypotheken- und Verbriefungsmarkt, zu Merkmalen von US RMBS und deren Entwicklungen im Zeitablauf und insbesondere zum US RMBS-Portfolio der BayernLB.

Darüber hinaus wurden bestimmte Kriterien festgelegt, die erfüllt sein mussten, damit der Geschäftsbereich Financial Markets die betreffenden US RMBS im Rahmen der Acht-Wochen-Regelung ankaufen durfte („Ankaufsrichtlinien“).

#### **aa) Einschätzung des US-Hypotheken- und Verbriefungsmarktes**

Gegenstand der Product Paper ist u.a. eine Einschätzung des Hypotheken- und Verbriefungsmarktes in den USA durch die Bereiche Financial Markets und Risk Office. Hierzu gehören insbesondere Feststellungen zu den Merkmalen der in den US RMBS verbrieften Kredite sowie deren Entwicklung im Laufe der vergangenen Jahre (vgl. ausführlich oben VIII. 7., 8., 9., 12., 13.)

#### **bb) Analyse der Merkmale von US RMBS**

Aussagen zur Bedeutung des Debt-to-Income-Ratio („DTI“) für die Hypothekenkreditvergabe in den USA sowie für die Kreditprüfung der US RMBS können den Product Paper nicht entnommen werden.

Zur Bedeutung des FICO Score für die BayernLB ist den Product Paper zu entnehmen, dass ein FICO Score von 660 die entscheidende Trennlinie zwischen Subprime und Prime sei („use FICO 660 as a deciding line between prime and subprime“).<sup>42</sup> Eine Definition des FICO Scores findet sich nur in dem Product Paper für das Alt-A/Prime-Segment.<sup>43</sup> Dort wird, unter der Überschrift Credit Score, ausgeführt, dass der FICO Score von den drei Kreditbüros (Equifax, Experian und Trans Union) zur Verfügung gestellt würde. Des Weiteren wird angegeben, dass in der Hypothekenindustrie grundsätzlich der niedrigere oder

---

<sup>42</sup> Vgl. Product Paper Alt-A/prime März 2006, S. 9

<sup>43</sup> Vgl. Product Paper Alt-A/prime März 2006, S. 3

der mittlere FICO Score gewählt würde, falls zwei oder drei FICO Scores vorlägen.<sup>44</sup> Der FICO Score sei in den letzten drei Jahren bei Prime Schuldnern stabil geblieben.<sup>45</sup> Die BayernLB schlussfolgert von einem Anstieg der FICO Scores, höheren Beleihungsquoten (LTV) und Interest-Only-Anteilen in den Pools auf eine verbesserte Bonität der Schuldner, weil Schuldner mit einem soliden Kredithintergrund eher Kredite mit niedrigem Eigenkapitalanteil oder Interest-Only-Kredite aufnehmen könnten.<sup>46</sup>

Zu den Angaben im Kreditantrag und deren Prüfung durch den Originator („Documentation“) halten die Product Paper fest, dass „full doc“-Kredite dem Kreditgeber mehr Informationen liefern sollten, wenn der Schuldner ein dünnes oder schwaches Kreditprofil besitzt.<sup>47</sup> Übliche („standard“) „full doc“-Kredite erforderten einen Einkommensnachweis durch die „W-2 form“ für die letzten beiden Jahre, Kontoauszüge sowie Gehaltsabrechnungen für die letzten sechs Monate.<sup>48</sup> Andere Dokumentationsarten wie „light“, „alternative“ oder „reduced“ würden typischerweise auf Basis des LTV und des FICO vergeben. Höhere Risiken sieht die BayernLB bei Krediten mit „stated documentation“ oder „no documentation“. <sup>49</sup> Im Product Paper Subprime aus dem März 2006 heißt es, dass die Kreditgeber im Wettstreit um neue Schuldner die underwriting standards kürzlich gelockert hätten. Dies führe zu mehr Krediten mit alternative, stated- oder sogar no documentation. Zur Sicherung der Qualität der verbrieften Pools werde ein höherer Anteil an full doc Krediten präferiert. <sup>50</sup>

Die Ausführungen zu „affordable products“ nehmen breiten Raum in den Product Paper ein. Gemäß Product Paper Alt-A/Prime aus dem März 2006 werden unter affordable products Hypothekenkredite verstanden, die dem Schuldner niedrigere monatliche Zahlungen ermöglichen, als für einen konventionellen Kredit erforderlich.<sup>51</sup> Die Verbriefung solcher Kreditarten habe die Risiko-Dynamik und die Analyse der US RMBS durch die BayernLB verändert. Während im Subprime Markt sämtliche affordable products Einzug gefunden hätten, seien im

---

<sup>44</sup> Vgl. Product Paper Alt-A/prime März 2006, S. 3

<sup>45</sup> Vgl. Product Paper Alt-A/prime März 2006, S. 4

<sup>46</sup> Vgl. Product Paper Subprime März 2006, S. 10 und März 2007, S. 12: „Overall, there has been an increase in LTV ratios, FICO Scores, and IO (interest only) concentrations. This is a result of new mortgage product platforms and the loosening of credit criteria over the years. If Obligors have solid credit backgrounds, they can find programs that allow them to put none to little money down as well as paying only interest for a set period of time, hence the increase in LTV, FICO, and IO.”

<sup>47</sup> Vgl. Product Paper Subprime März 2006, S. 7

<sup>48</sup> Vgl. Product Paper Alt-A/prime März 2006, S. 3

<sup>49</sup> Vgl. Product Paper Alt-A/prime März 2006, S. 3

<sup>50</sup> Vgl. Product Paper Subprime März 2006, S. 7

<sup>51</sup> Vgl. Product Paper Alt-A/prime März 2006, S. 1

Prime und Alt-A Segment nur Interest-only und Balloon-Kredite akzeptiert.<sup>52</sup> Gemäß Product Paper Subprime aus dem März 2006 überschwemmen affordable products den Markt („Affordability oriented products are flooding the markets“).<sup>53</sup> Die Verfügbarkeit dieser Kreditarten fördere das Wachstum eines potenziell risikoreicheren Schuldnersegments („The availability of affordability-oriented mortgage products has spurred growth in potentially riskier new mortgage borrower segment“).<sup>54</sup>

Zu hybriden Krediten heißt es im Product Paper Subprime aus dem März 2006, dass ARMs aufgrund des „reset shocks“ grundsätzlich risikoreicher als FRM seien („In general, ARMs are riskier than FRMs due to embedded interest reset shock“).<sup>55</sup> Die Wertentwicklung des Subprime-Sektors könne sich in Zukunft aufgrund des Erreichens der Anpassungszeitpunkte („reset dates“) bei den hybriden Krediten, in Zusammenhang mit einem sich verschlechternden Immobilienmarkt und den daraus resultierenden eingeschränkten Refinanzierungsmöglichkeiten, verschlechtern.<sup>56</sup> Im Product Paper Subprime aus dem März 2007 wird erläutert, dass die Marktteilnehmer den Höhepunkt der Zahlungsverzögerungen („delinquencies“) in 2008 erwarteten, wenn der größte Anteil an Subprime-ARMs ihre Anpassungszeitpunkte („reset dates“) erreichten.<sup>57</sup> Im Product Paper Alt-A/Prime aus dem März 2007 wird angegeben, dass einige ARMs mit Lockvogel-Zinsen („teaser rates“) versehen seien, um neue Schuldner zu gewinnen.<sup>58</sup>

Zu Interest-only-Krediten wird im Product Paper Alt-A/Prime aus dem März 2006 ausgeführt, dass diese Produkte nunmehr Standardprodukte im Prime und Alt-A Bereich seien.<sup>59</sup> Das Risiko in der Interest-only-Periode wird in dem Product Paper grundsätzlich als niedrig eingestuft. Jedoch erlitten die Schuldner einen wesentlichen Zahlungsschock, wenn nach Ablauf der Interest-only-Periode Tilgungszahlungen einsetzten.<sup>60</sup> Jedoch geht die BayernLB davon aus, dass die (Wirkung) durch erhöhtes Credit Enhancement kompensiert wird.<sup>61</sup> Die Popularität dieser Produkte basiere darauf, dass diese Kreditarten die scheinbar ewig wachsenden

---

<sup>52</sup> Vgl. Product Paper Alt-A/prime März 2006, S. 1

<sup>53</sup> Vgl. Product Paper Subprime März 2006, Memorandum

<sup>54</sup> Vgl. Product Paper Subprime März 2006, S. 2

<sup>55</sup> Vgl. Product Paper Subprime März 2006, S.6

<sup>56</sup> Vgl. Product Paper Subprime März 2006, S. 2

<sup>57</sup> Vgl. Product Paper Subprime März 2007, S. 4

<sup>58</sup> Vgl. Product Paper Alt-A/prime März 2007, Memorandum

<sup>59</sup> Vgl. Product Paper Alt-A/prime März 2006, S. 4

<sup>60</sup> Vgl. Product Paper Alt-A/prime März 2006, S. 2

<sup>61</sup> Vgl. Product Paper Alt-A/prime März 2006, S. 4

Häuserpreise für solche Schuldner erschwinglich machten, die einen konventionellen Kredit nicht bekämen.<sup>62</sup> Eine Beschränkung des Anteils von Interest-only-Krediten bei Alt-A und Prime Investments wird abgelehnt, da das Kreditrisiko durch die Struktur (Credit Enhancement) gemindert würde und Interest-only-Kredite bewiesenermaßen an Schuldner mit besseren Kreditprofilen vergeben würden.<sup>63</sup> Im Product Paper Subprime aus dem März 2006 wird darüber hinaus darauf verwiesen, dass bei einem hybriden Kredit ein zusätzliches Interest-Only-Merkmal zu einem starken („sharp“) Anstieg der monatlichen Zahlungsverpflichtungen des Kreditnehmers nach Zinsanpassung („interest rate reset“) und mit Ablauf der Interest Only-Periode („at the end of IO period“) führt.<sup>64</sup> Weil kein Eigenkapital während der Interest-only-Periode aufgebaut würde, könne der Schuldner bei einem schwächer werdenden Immobilienmarkt Schwierigkeiten bekommen.<sup>65</sup>

Wir konnten allen Product Paper keine Aussagen entnehmen, inwieweit in den USA im Falle eines Kreditausfalls ein Rückgriff auf den Schuldner möglich ist.

Im Product Paper Subprime aus März 2006 werden die im Vergleich zu den erstklassigen („prime“) Schuldner höheren Beleihungsquoten (LTV) bei den Subprime Schuldner darauf zurück geführt, dass diese Schwierigkeiten hätten Anzahlungen zu leisten und das ein großer Anteil dieser Schuldner Eigenkapital zum Zwecke der Refinanzierung entnimmt.<sup>66</sup> Als Grund für die steigenden LTV werden die affordable products gesehen.<sup>67</sup>

Im Product Paper Subprime aus März 2006 vermerkt die BayernLB, es sei in den letzten Jahren üblich geworden, dass Kreditnehmer neben dem verbrieften Kredit weitere Hypothekenkredite zur Kaufpreisfinanzierung nutzten (sogenannte „silent second“-Kredite), was zu hohen CLTVs führe.<sup>68</sup>

Dem Product Paper Alt-A/Prime aus März 2006 ist zu entnehmen, dass „piggyback“-Kredite für Schuldner mit keinem oder begrenztem Eigenkapital gedacht seien. Bei diesen Krediten

---

<sup>62</sup> Vgl. Product Paper Alt-A/prime März 2006, S. 1

<sup>63</sup> Vgl. Product Paper Alt-A/prime März 2006, S. 9

<sup>64</sup> Vgl. Product Paper Subprime März 2006, S. 6f.

<sup>65</sup> Vgl. Product Paper Subprime März 2006, S. 7

<sup>66</sup> Vgl. Product Paper Subprime März 2006, S. 2

<sup>67</sup> Vgl. Product Paper Subprime März 2006, S. 10 und März 2007, S. 12

<sup>68</sup> Vgl. Product Paper Subprime März 2006, S. 6

werde zusätzlich zum vorrangig besicherten Kredit (LTV von bis zu 80%) ein weiterer nachrangiger Kredit mit einem LTV bis zu 20% aufgenommen.<sup>69</sup>

Wir konnten allen Product Paper keine Erläuterungen zur Art der Immobilienbewertung (full appraisal, drive-by-appraisal, AVM) sowie zur Qualität und Unabhängigkeit der Immobilienbewerter entnehmen.

Im Product Paper Subprime aus März 2006 wird erläutert, dass selbst genutzte Immobilien die niedrigsten historischen Ausfallraten im Vergleich zu Zweitimmobilien („second home“) und fremdvermieteten Immobilien („investment property“) hätten. Einfamilienhäuser hätten, unter sonst gleichen Bedingungen, die historisch höchsten Verwertungsquoten („recovery ratio“).<sup>70</sup>

Im Product Paper Alt-A/Prime aus März 2006 wird darauf verwiesen, dass die Immobiliengesetze in Bezirken Kaliforniens („in counties within california“) – verglichen mit vielen anderen Staaten – günstig im Hinblick auf eine schnelle Zwangsvollstreckung seien.<sup>71</sup>

Im Product Paper Subprime aus März 2006 heißt es, dass die Ratingagenturen die Anforderungen an den Verlustpuffer (Credit Enhancement) als Reaktion auf die schlechter gewordene Qualität der verbrieften Kredite erhöht hätten.<sup>72</sup>

Im Product Paper Alt-A/Prime aus März 2007 wird der Excess Spread als ein Bestandteil des Credit Enhancements dargestellt.<sup>73</sup> Der Excess Spread diene zuerst zur Deckung von aktuellen Periodenverlusten. Darüber hinaus sei er auch für die Zukunft nutzbar, da er als Tilgungszahlung an die Senior Tranchen oder zum Aufbau bzw. dem Aufrechterhalten der Ziel-Übersicherung („Overcollateralization“) genutzt werden könne.<sup>74</sup> In den Product Paper wird nicht thematisiert, welchen Einfluss die Vorauszahlungen des Servicers für rückständige Kreditraten auf den Excess Spread haben. Gleiches gilt für den anfänglichen Abfluss des Excess Spread an die Equity-Tranche, solange kein Triggerbruch zu verzeichnen ist.

---

<sup>69</sup> Vgl. Product Paper Alt-A/prime März 2006, S. 2

<sup>70</sup> Vgl. Product Paper Subprime März 2006, S. 6

<sup>71</sup> Vgl. Product Paper Alt-A/prime März 2006, S. 7

<sup>72</sup> Vgl. Product Paper Subprime März 2006, S. 3

<sup>73</sup> Ebenso in dem Product Paper Subprime März 2006, S. 5

<sup>74</sup> Vgl. Product Paper Alt-A/prime März 2007, S. 4f.

### cc) Ankaufskriterien

Für die Assetklassen „Subprime“ und „Prime/Alt-A“ bestanden unterschiedliche Ankaufskriterien.

Die Auswahl der Ankaufskriterien erfolgte durch das Risk Office. Dabei hat das Risk Office angabegemäß Kriterien gewählt, die als wichtige Auswahlkriterien bezüglich des Pool- und des Tranchenrisikos bzw. der RMBS-Tranche eingestuft wurden.<sup>75</sup> Auf Tranchenebene wählte das Risk Office das externe Rating (im Sinne einer Mindestbonitätsanforderung) und die Laufzeit als Auswahlkriterien unter Risikogesichtspunkten. Rating und Laufzeit hätten sich in der Vergangenheit gemäß der seinerzeit verfügbaren Ausfallstudien als trennscharfe Bestimmungsfaktoren für die kumulative Ausfallwahrscheinlichkeit einer Tranche erwiesen.

Die Ankaufsrichtlinien enthalten ab Juni 2006 „hard limitations“ (harte Kriterien) und „soft limitations“ (weiche Kriterien). Die harten Kriterien müssen nach den Ankaufsrichtlinien zwingend eingehalten werden. Die weichen Kriterien durften zunächst nur im Einzelfall („on a case-by-case basis“) verletzt werden.<sup>76</sup> Ab März 2007 wurde diese Regelung auf die Verletzung eines weichen Kriteriums beschränkt.

Der Verlustpuffer (Credit Enhancement) war zu keinem Zeitpunkt (März 2006 bzw. März 2007), für keine Assetklasse (US RMBS Subprime bzw. US RMBS Prime/Alt-A) weder ein hartes noch ein weiches Kriterium. Die Entwicklung der verwendeten Ankaufskriterien für US RMBS Subprime und US RMBS Prime/Alt-A stellt sich wie folgt dar:<sup>77</sup>

---

<sup>75</sup> Vgl. Antwort zu Frage 17 der Fragen- und Anforderungsliste zur Stichprobe US-RMBS, insbesondere RMBS Subprime.

<sup>76</sup> Vgl. Antwort zu Frage 10 der Fragenliste US RMBS Juli 2010.

<sup>77</sup> Die angegebenen Poolmerkmale beziehen sich auf gewichtete Durchschnittswerte.

(1) *US RMBS Subprime*

(a) Underwriting Criteria gültig von März 2006 bis Juni 2006

<b>Kriterien für AAA-Tranchen</b>	<b>Kriterien für AA-Tranchen</b>
<ul style="list-style-type: none"><li>• AAA-Rating von mindestens zwei der drei Rating Agenturen</li><li>• Maximales Volumen einer Transaktion: \$US 75 Mio.</li><li>• FICO: mindestens 600</li><li>• „Effective“ LTV: maximal 85%</li><li>• Angestrebte Laufzeit (WAL) des Investments: 2-3,5 Jahre</li><li>• Gut etablierter Servicer mit einem Rating von mindestens „3“ von mindestens zwei der drei Rating Agenturen</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• AA-Rating von mindestens zwei der drei Rating Agenturen. Falls kein Rating von Moodys vorliegen sollte, müssen die Ratings von Fitch und S&amp;P „AA+“ sein</li><li>• Die Transaktion muss in der Datenbank von Intex „cash flow modelling“ verfügbar sein</li><li>• Maximales Volumen einer Transaktion: \$US 25 Mio.</li><li>• FICO: mindestens 610</li><li>• Effective LTV: maximal 82%</li><li>• Angestrebte Laufzeit des Investments: 4-6 Jahre</li><li>• Gut etablierter Servicer mit einem Rating von mindestens „3“ von mindestens zwei der drei Rating Agenturen</li></ul>

In den underwriting criteria“ vor Juni 2006 erfolgte keine Differenzierung zwischen „harten“ und „weichen“ Kriterien.

(b) Underwriting Criteria gültig von Juni 2006 bis März 2007

Kriterien für AAA-Tranchen	Kriterien für AA-Tranchen
<p><u>„Harte Kriterien“:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• AAA-Rating von mindestens zwei der drei Ratingagenturen</li> <li>• Maximales Volumen in ein SPV: \$US 75 Mio.</li> <li>• FICO: mindestens 600</li> <li>• Servicer (primary or master) mit einem Rating von mindestens “3” von mindestens zwei der drei Rating Agenturen</li> </ul> <p><u>„Weiche Kriterien“:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Anteil mit Immobilien in Kalifornien (CA-Anteil): maximal 40%</li> <li>• Anteil von „Interest Only“ Krediten: maximal 30%</li> <li>• LTV: maximal 85%</li> <li>• Angestrebte Laufzeit der Tranche bis zum Zeitpunkt einer möglichen vorzeitigen Fälligstellung (WAL to Call): 4 Jahre</li> <li>• Anteil an „second liens“: maximal 5%</li> <li>• Anteil an „negative amortization“ Krediten: 0%</li> </ul>	<p><u>„Harte Kriterien“:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• AA-Rating von mindestens zwei der drei Ratingagenturen. Falls kein Rating von Moodys vorliegen sollte, müssen die Ratings von Fitch und S&amp;P „AA+“ sein</li> <li>• Maximales Volumen in ein SPV: US\$ 75 Mio.</li> <li>• Maximales Volumen in eine AA-Tranche: US\$ 25 Mio.</li> <li>• FICO: mindestens 610</li> <li>• Servicer (primary or master) mit einem Rating von mindestens “2” von mindestens zwei der drei Rating Agenturen</li> <li>• Transaktion muss in Intex verfügbar sein</li> </ul> <p><u>„Weiche Kriterien“:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Anteil mit Immobilien in Kalifornien (CA-Anteil): maximal 40%</li> <li>• Anteil von „Interest Only“ Krediten: maximal 30%</li> <li>• LTV: maximal 82%</li> <li>• Angestrebte Laufzeit der Tranche bis zum Zeitpunkt einer möglichen vorzeitigen Fälligstellung (WAL to Call): 6 Jahre</li> <li>• Anteil an „second liens“: maximal 5%</li> <li>• Anteil an „negative amortization“ Krediten: 0%</li> </ul>

(c) Underwriting Criteria gültig ab März 2007

Kriterien für AAA-Tranchen	Kriterien für AA-Tranchen
<p><u>„Harte Kriterien“:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• AAA-Rating von mindestens zwei der drei Rating Agenturen</li> <li>• Maximales Volumen der Transaktion: US\$ 75 Mio.</li> <li>• FICO: mindestens 600</li> <li>• Gut etablierter Servicer mit einem Rating von mindestens “3” von mindestens zwei der drei Rating Agenturen</li> </ul> <p><u>„Weiche Kriterien“:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Anteil mit Immobilien in Kalifornien (CA-Anteil): maximal 40%</li> <li>• Anteil von „Interest Only“ Krediten: maximal 30%</li> <li>• Effective LTV: maximal 85%</li> <li>• Angestrebte Laufzeit der Tranche: 2-5 Jahre</li> <li>• Anteil an „second liens“: maximal 5%</li> <li>• Anteil an „negative amortization“ Krediten: 0%</li> <li>• Die Transaktion muss alle „harten Kriterien“ erfüllen</li> <li>• Die Transaktion darf nicht mehr als ein „weiches“ Kriterium verletzen</li> </ul>	<p><u>„Harte Kriterien“:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• AA-Rating von mindestens zwei der drei Ratingagenturen. Falls kein Rating von Moodys vorliegen sollte, müssen die Ratings von Fitch und S&amp;P „AA+“ sein</li> <li>• Maximales Volumen in ein SPV: \$US 75 Mio.</li> <li>• Maximales Volumen in eine AA-Tranche: US\$ 25 Mio.</li> <li>• FICO: mindestens 610</li> <li>• Gut etablierter Servicer mit einem Rating von mindestens “3” von mindestens zwei der drei Rating Agenturen</li> <li>• Die Transaktion muss in der Datenbank von Intex „cash flow modelling“ verfügbar sein</li> </ul> <p><u>„Weiche“ Kriterien:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Anteil mit Immobilien in Kalifornien (CA-Anteil): maximal 40%</li> <li>• Anteil von „Interest Only“ Krediten: maximal 30%</li> <li>• „Effective“ LTV: maximal 82%</li> <li>• Angestrebte Laufzeit der Tranche bis zum Zeitpunkt einer möglichen vorzeitigen Fälligkeit (WAL to Call): 4-6 Jahre</li> <li>• Anteil an „second liens“: maximal 5%</li> <li>• Anteil an „negative amortization“ Krediten: 0%</li> <li>• Die Transaktion muss alle „harten Kriterien“ erfüllen</li> <li>• Die Transaktion darf nicht mehr als ein „weiches“ Kriterium verletzen</li> </ul>

(2) *US RMBS Prime/Alt-A*

(a) Underwriting Criteria gültig vom März 2006 bis Juni 2006

<b>Kriterien für AAA-Tranchen</b>
<u>Poolmerkmale:</u> <ul style="list-style-type: none"><li>• FICO: mindestens 660</li><li>• LTV: maximal 85%</li><li>• Anteil „Investment properties“ und „second home“: maximal 25%</li></ul>
<u>Sonstige Kriterien:</u> <ul style="list-style-type: none"><li>• Servicer Rating (primary or master) von mindestens „3“ von mindestens einer der drei Rating Agenturen</li><li>• Maximales Volumen in eine Emission: US\$ 75 Mio.</li><li>• Mindestens von zwei der drei Rating Agenturen geratet</li><li>• Anteil mit Immobilien in Kalifornien (CA-Anteil): maximal 50%</li></ul>

(b) Underwriting Criteria gültig von Juni 2006 bis März 2007

<b>Kriterien für AAA-Tranchen</b>
<u>„Harte Kriterien“:</u> <ul style="list-style-type: none"><li>• FICO: mindestens 660</li><li>• AAA-Rating von mindestens zwei der drei Rating Agenturen</li><li>• Maximales Investitionsvolumen in eine Emission: \$US 75 Mio.</li><li>• Servicer Rating (primary or master) von mindestens „3“ von mindestens einer der drei Rating Agenturen</li></ul>
<u>„Weiche Kriterien“:</u> <ul style="list-style-type: none"><li>• Anteil mit Immobilien in Kalifornien (CA-Anteil): maximal 50%</li><li>• Anteil „Investment properties“ und „second home“: maximal 25%</li><li>• LTV: maximal 85%</li><li>• Angestrebte Laufzeit der Tranche bis zum Zeitpunkt einer möglichen vorzeitigen Fälligstellung (WAL to Call): 4 Jahre</li></ul>

(c) Underwriting Criteria gültig ab März 2007

<b>Kriterien für AAA-Tranchen</b>
<u>„Harte Kriterien“:</u> <ul style="list-style-type: none"><li>• FICO: mindestens 660</li><li>• AAA-Rating von mindestens zwei der drei Rating Agenturen</li><li>• Maximales Investitionsvolumen in eine SPV: US\$ 75 Mio.</li><li>• Servicer Rating (primary or master) von mindestens „3“ von mindestens einer der drei Rating Agenturen</li></ul>
<u>„Weiche Kriterien“:</u> <ul style="list-style-type: none"><li>• Anteil mit Immobilien in Kalifornien (CA-Anteil): maximal 50%</li><li>• Anteil „Investment properties“ und „second home“: maximal 25%</li><li>• LTV: maximal 85%</li><li>• Angestrebte WAL to Call: 4-6 Jahre</li><li>• (Tranche von mindestens zwei der drei Rating Agenturen geratet)</li><li>• Die Transaktion muss alle „harten Kriterien“ erfüllen</li><li>• Die Transaktion darf nicht mehr als ein „weiches“ Kriterium verletzen.</li></ul>

**d) „Vor-Ort“-Prüfungen (Due Diligence)**

Das ASP New York hat Originatoren angabegemäß anhand der im Prospekt dargestellten Kreditvergabestandards des Originators, einer Analyse der historischen Wertentwicklung von Kreditpools des Originators, dem Vergleich mit Kreditvergabestandards anderer Originatoren sowie im Wege der Durchsicht sonstiger verfügbarer Researchmaterialien zum Originator (Ratingagenturen, Broker/Dealer Research) bewertet.<sup>78</sup> Zusätzlich sei die Wertentwicklung der Kreditpools eines Originators laufend überwacht worden. Dies galt unabhängig davon, ob die

---

<sup>78</sup> Vgl. Antwort auf Frage 33 der Fragen- und Anforderungsliste zur Stichprobe US-RMBS, insbesondere RMBS Subprime.

BayernLB mit den Originatoren bereits Erfahrungen durch vergangene Transaktionen hatte oder nicht.<sup>79</sup>

Bei Originatoren, mit denen parallel eine Kreditbeziehung bestanden habe, hätten zusätzlich interne Kreditwürdigkeitseinschätzungen vorgelegen. Bei ausgewählten Originatoren sei eine Due Diligence-Prüfung durchgeführt worden. Bis einschließlich Juli 2007 hatte die BayernLB eine Due Diligence-Prüfung angabegemäß bei Originator 1 (Due Diligence am 08.09.2005 und am 12.10.2006) und Originator 2 (Due Diligence am 23.07.2002 und 13.07.2004) durchgeführt, die zugleich auch als Servicer der Emissionen fungierten.<sup>80</sup> Die Prüfungshandlungen umfassten

- Versand von Fragebogen,
- Gespräche vor Ort mit Managern,
- Vor Ort-Besichtigung der Forderungsmanagement-Kapazitäten,
- Prüfung des Forderungsmanagements.

Weitere Vor-Ort-Prüfungen der BayernLB im Zusammenhang mit ihren Investitionen in US RMBS erfolgten nicht. Insbesondere haben Mitarbeiter des ASP New York, sonstige Mitarbeiter der BayernLB oder hiermit beauftragte Dritte

- keine eigene Bewertungen von Immobilien, auch nicht stichprobenhaft, durchgeführt,<sup>81</sup>
- nicht, auch nicht stichprobenhaft, einzelne, den US RMBS zugrunde liegende Immobilien besichtigt, oder eigene Prüfungshandlungen zur Ermittlung oder Verifizierung des Zustands bzw. Instandhaltungsbedarfs dieser Immobilien vorgenommen,<sup>82</sup>
- sich im gesamten Zeitraum 2005 bis Juni 2007 kein eigenes Bild von der US-amerikanischen Praxis der Immobilienbewertungen in Kalifornien, Arizona, Florida oder Texas durch Vor-Ort-Informationen gemacht,<sup>83</sup> obwohl allein der kalifornien-Anteil in den Portfolien der BayernLB rund 40% betrug,

---

<sup>79</sup> Vgl. Antwort auf Frage 34 der Fragen- und Anforderungsliste zur Stichprobe US-RMBS, insbesondere RMBS Subprime.

<sup>80</sup> Vgl. Antwort zu Frage 35 der Fragen- und Anforderungsliste zur Stichprobe US-RMBS, insbesondere RMBS Subprime.

<sup>81</sup> Vgl. Antwort auf Frage 39 der Fragenliste US RMBS Juli 2010.

<sup>82</sup> Vgl. Antwort auf Frage 38 der Fragenliste US RMBS Juli 2010.

<sup>83</sup> Vgl. Antwort auf Frage 42 der Fragenliste US RMBS Juli 2010.

- keine Einsicht gehabt in möglicherweise bestehende Prüfungsunterlagen des Underwriters der Transaktion bezüglich Immobilienbewertungsgutachten.<sup>84</sup>

### 3. „Ankaufstopp“ US RMBS (insbesondere Subprime)

#### a) Vorstandsbeschlüsse

Der Vorstand befasste sich im Jahr 2007 im Zusammenhang mit der (beginnenden) Subprimekrise mehrfach in Vorstandssitzungen mit der Frage, ob und ggf. welche Schlüsse aus der Krise im Hinblick auf das US RMBS-Portfolio zu ziehen sind (Fortführung der Erwerbe, Einstellung der Erwerbe, Limitänderungen zum Zielfortfoliobeschluss). Hierzu liegen folgende Beschlüsse und Erklärungen des Vorstands vor, die zum Teil auf Beschlüssen des Kreditkomitees beruhen (Hervorhebungen durch Fettdruck sind solche des Verfassers):

<p>27. März 2007</p> <p>US Subprime RMBS</p>	<p><u>Vorstandssitzung 27.03.2007 (Sitzungsprotokoll, TO 7):</u></p> <p>Vorstand nimmt das Protokoll der Sitzung des Kreditkomitees vom 26.03.2007 zur <b>Kenntnis</b>.</p> <p><u>Ad-Hoc-Kreditkomiteesitzung 26.03.2007 (Sitzungsprotokoll):</u></p> <p>„Fazit:</p> <p>Dies vorausgeschickt besteht aus Sicht der ständigen und nicht ständigen Kreditkomiteemitglieder aktuell kein Handlungsbedarf für Portfolioabbau. Markt New York sieht eher angesichts der Chancen (u.a. wieder fallende spreads) das Portfolio weiter auszubauen.</p> <p><b>Aus Sicht der ständigen und nicht ständigen Kreditkomiteemitglieder sollte zunächst der subprime Markt weiter eng beobachtet sowie auf die Reaktion der Bundesbank aus unserer Antwort bzgl. ihrer Anfrage abgewartet werden, bevor hier weitere Zukäufe vorgenommen werden.“</b></p>
<p>8. Mai 2007</p> <p>US Subprime RMBS</p>	<p><u>Vorstandssitzung 08. Mai 2007 (Sitzungsprotokoll, TO 31):</u></p> <p>„Der Vorstand nimmt die vorgelegten Details zum Subprime MBS-Portfolio von FM New York sowie die Diskussion und die Entscheidung des Kreditkomitees vom 02.05 2007 gemäß Protokoll der KK-Sitzung zur Kenntnis.</p> <p>Abweichend vom Votum des Kreditkomitees beschließt der Vorstand wie folgt:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Der Vorstand nimmt zur Kenntnis, dass aus Sicht der Kreditkomiteemitglieder zunächst aktuell kein zusätzlicher Handlungsbedarf besteht.</li> <li>• Mit Blick auf nicht auszuschließende negative Marktentwicklungen in diesem Marktsegment <b>wird das Portfolio auf den Stand der aktuellen Inanspruchnahme (4,93</b></li> </ul>

<sup>84</sup> Vgl. Antwort auf Frage 40 der Fragenliste US RMBS Juli 2010.

	<p><b>Mrd.) eingefroren; die beantragten weiteren Zukäufe werden damit nicht genehmigt.“</b></p> <p><u>Kreditkomiteesitzung 02.05.2007 (Sitzungsprotokoll):</u></p> <p>„[...] Diese Marktopportunität möchte Markt 5620 ASP New York für kleinere Zukäufe (aktuelle Inanspruchnahme rd. 4,93 Mrd. EUR) wieder nutzen, wobei zuletzt im ABS Zielportfolio Beschluss genehmigter max. Portfolioanteil von 5,1 Mrd. EUR für Subprime RMBS unverändert beachtet und eingehalten wird. Dies wird von den ständigen und nicht ständigen Kreditkomiteemitgliedern auch angesichts des gemessen am Gesamtportfolio überschaubaren Betrages von knapp 200 Mio EUR (Differenz zwischen aktueller Inanspruchnahme von 4,93 Mrd. EUR und Zielportfoliowert 5,1 Mrd. EUR) auch auf Basis positivem Votums RO New York befürwortet.“</p>
<p>26.06.2007</p> <p>US Subprime RMBS</p>	<p><u>Vorstandssitzung 26. Juni 2007 (Sitzungsprotokoll):</u></p> <p>„TO 41.3. US Subprime MBS-Portfolio-Update</p> <p>Der Vorstand nimmt den beauftragen Bericht zur Entwicklung des Portfolios <b>zur Kenntnis.</b>“</p> <p><u>Kreditkomiteesitzung 20. Juni 2007 (Sitzungsprotokoll):</u></p> <p>„Die nicht ständigen Kreditkomiteemitglieder Markt 0500 und 5620 führten durch das aktuelle update für das US Subprime RMBS Portfolio des ASP New York“</p> <p>[...]</p> <p>„Unser Portfolio baut sich sukzessive in der Größenordnung von rd. 100-150 Mio. pro Monat durch Fälligkeiten / Rückzahlungen ab. <b>Markt 5620 möchte daher auf Grund der positiven Entwicklung diese frei werdenden Teile wieder für selektive Zukäufe nutzen.</b> Der Vorstand hatte zuletzt das Portfolio auf den Stand der aktuellen Inanspruchnahme (rd. 4,93 Mrd. EUR) eingefroren, <b>was unverändert hierdurch nicht überschritten wird, da nur frei werdende Teile im Rahmen des Portfolios von 4,93 Mrd. EUR revaluiert werden können.</b> RO New York trägt diese Vorgehensweise mit.</p> <p>Die ständigen und nicht ständigen Kreditkomiteemitglieder <b>befürworten</b> angesichts der oben genannten Risikoentwicklung die in der Notiz dargestellte Handlungsempfehlung (Seite 2 der Notiz).“</p>
<p>17. Juli 2007</p> <p>US RMBS</p>	<p><u>Vorstandssitzung 17. Juli 2007 (Sitzungsprotokoll):</u></p> <p>„TO 1.1 ASP New York Subprime MBS Exposure – Impact of Rating Agency Actions</p> <p>[...] Der Vorstand stimmt sodann den im Vermerk (Anlage 1) vorgeschlagenen Maßnahmen zu:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• [...]</li> <li>• <b>Ankauf von RMBS nur im Umfang laufender Fälligkeiten; das Portfolio wird derzeit nicht ausgeweitet.</b>“</li> </ul>
<p>31. Juli 2007</p>	<p><u>Vorstandssitzung 31. Juli 2007 (Sitzungsprotokoll):</u></p> <p>“TO 1.1 Subprime-Bereich: Aktuelle Entwicklung</p> <p>[...]</p> <p>Teilportfolio RMBS-Portfolio New York:</p> <p>[...]</p> <p>Ergänzend zu diesen Informationen in der VS-Sitzung am 24.07.2007 beschließt der Vor-</p>

	<p>stand auch gemäß den Empfehlungen des Vermerkes vom 24.07.2007 (Punkt III. Empfehlungen), insbesondere:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Grundsätzliches Halten der RMBS-Positionen bis zur Endfälligkeit.</li> <li>• <b>B.a.W. keine neuen Zukäufe.</b></li> </ul> <p>„TO 21 [...]</p> <p>Vor diesem Hintergrund beschließt der Vorstand wie folgt:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Der Vorstand beschließt, dass <b>b.a.w. grundsätzlich bei allen Assetklassen im Investmentbuch keine Investments in Ratingklassen schlechter als Single A, auch nicht im Rahmen von „Pauli“, erfolgen dürfen.</b></li> <li>• Basierend auf diesen Grundsatzbeschluss ist die BBB-Tranche beim Engagment „[Name]“ wieder zu veräußern.“</li> </ul>
8. August 2007	<p><u>Vorstandssitzung 8. August 2007 (Sitzungsprotokoll, TO 3 Subprime-/ABS-Portfolio ASP New York – Aktuelle Performance-Zahlen):</u></p> <p>„Der Vorstand beschließt zum weiteren Vorgehen wie folgt:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• [...]</li> <li>• Vor diesem Hintergrund hält der Vorstand an der beschlossenen bisherigen Strategie fest (keine Zukäufe, Buy-and-hold-Strategie).“</li> </ul>
21. August 2007	<p><u>Vorstandssitzung 21. August 2007 (Sitzungsprotokoll):</u></p> <p>TO 22 (Verlängerung Bearbeitungsfrist für ABS Investments München):</p> <p>„Mangels Alternativen werden die Anträge auf Basis der Voten von Markt (0500/59109 und RO 6122 befürwortet. Wichtig in diesem Zusammenhang ist, dass angesichts der aktuellen Marktsituation und der noch abzuarbeitenden obigen Pipeline an ABS-Geschäften aktuell ein Ankaufstop b. a. w vereinbart wurde. Hierauf legen die Kreditkomiteemitglieder besonderen Wert.“</p> <p>TO 24 (Verlängerung Bearbeitungsfrist für ABS Investments New York):</p> <p>„Mangels Alternativen werden die Anträge auf Basis der Voten von Markt (0500/5620) und RO (6230) befürwortet. <b>Wichtig in diesem Zusammenhang ist, dass angesichts der aktuellen Marktsituation und der noch abzuarbeitenden obigen Pipeline an ABS-Geschäften zusätzlich aktuell ein Ankaufstop b. a. w vereinbart wurde.</b> Hierauf legen die Kreditkomiteemitglieder besonderen Wert.“</p> <p>TO 23 (Verlängerung Haltefrist für ABS-Investments im Rahmen der pauschalen Limitierung): Beschluss, dass bis auf Weiteres keine neuen Investments unter der pauschalen Limitierung vorgenommen werden.</p>
27. August 2007:	<p><u>Vorstandssitzung 27. August 2007 (Sitzungsprotokoll):</u></p> <p>“TO 5 Global ABS Report, hier: Bewertung RMBS non-prime Portfolio BayernLB und Evaluation of the US Non Prime RMBS Portfolio Der Vorstand nimmt die zur VS-Sondersitzung verteilten Unterlagen zur Kenntnis und hält ergänzend fest:</p>

	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Bewertung RMBS non-prime Portfolio BayernLB: Der Vorstand stellt zum Management Summary (Seite 1 des Vermerkes, letzter Bulletpoint) und zu "E. Zukünftige Handlungsempfehlungen" (Seite 12) des Vermerkes ausdrücklich klar: <ul style="list-style-type: none"> <li>○ Beibehaltung der Hold-Strategie für die Bestände.</li> <li>○ <b>Unabhängig davon gilt b. a. w. ein genereller Ankaufsstopp.</b></li> <li>○ [...]</li> </ul> </li> </ul>
--	---

## b) Information des Verwaltungsrats durch den Vorstand

Ausweislich der Sitzungsprotokolle nebst Anlagen zu den Verwaltungsratssitzungen hat der Vorstand gegenüber dem Verwaltungsrat u.a. folgende mündliche und/oder schriftliche Informationen zum Themenbereich Fortführung/Einstellung des Portfolioaufbaus („Ankaufsstopp“) gegeben:

### aa) Verwaltungsratssitzung vom 24.07.2007

Tischvorlage zu TOP I.13.2 („Aktuelle Entwicklungen an den US-Finanzmärkten und Auswirkungen auf das ABS-Geschäft der BayernLB“) der Verwaltungsratssitzung vom 24.07.2007:

„4. Getroffene Maßnahmen:

- [...]
- b.a.W. keine Portfolio-Ausweitung
- [...]

Sitzungsprotokoll zu TOP I.13.2 der Verwaltungsratssitzung vom 24.07.2007:

„Anschließend informiert Herr Dr. Schmidt über die zwischenzeitlich getroffenen Maßnahmen (B.A.W. wöchentliche Berichterstattung des ASPs an das Kreditkomitee und den Vorstand; B.A.W. keine Portfolioausweitung; Beauftragung einer Kreditrisikoanalyse für alle Einzelpositionen des Portfolios und nachgelagert ggf. weitere Entscheidungen, wie beispielsweise eventuelle Verkäufe von Positionen; Revision des im Jahre 2005 festgelegten ABS-Zielportfolios).“

### bb) Verwaltungsratssitzung vom 29.08.2007

Präsentation zu TOP I.3. der Verwaltungsratssitzung vom 29.08.2007:

Seite 15: „Die Linien für subprime RMBS Geschäfte wurden aufgrund der Marktentwicklungen durch den Vorstand bereits im **März diesen Jahres eingefroren**. Das Unterlimit für subprime RMBS innerhalb des Limits des ABS-Portfolios liegt bei 5,1 Mrd. €. Dieses ist zum 30.06.2007 **mit 4,492 Mrd. € oder 86% ausgelastet**.

Seite 20: „Der Vorstand hat aufgrund der derzeitigen Marktsituation b.a.W. einen **grundsätzlichen Ankaufstop** für die ABCP-Programme erlassen.“

Seite 35 (zu US subprime Positionen): „Verschärfter Risikosituation wurde aktiv durch Ankaufstop im März 2007 Rechnung getragen.“

Seite 36 (zu sonstigen RMBS non-prime Positionen): „Wegen der derzeitigen Marktsituation gilt bis auf Weiteres ein Ankaufstopp für neue Positionen.“

Seite 37 (zu CDOs): „Wegen der derzeitigen Marktsituation gilt bis auf Weiteres ein Ankaufstopp für neue Positionen.“

#### Protokoll der Verwaltungsratssitzung vom 29.08.2007 zu TOP I.3:

„Weiter führt er [Dr. Gribkowsky] aus, dass damit die „Halten-bis-zur-Endfälligkeit-Strategie“ fortgeführt wird und informiert, dass der verschärften Risikosituation aktiv durch einen Ankaufstopp bereits im März 2007 Rechnung getragen wurde.

Auch für die sonstigen RMBS-Non-Prime-Positionen gilt, dass derzeit kein Ausfall von Zins und Kapital erwartet und ebenfalls die „Halten-bis-zur-Endfälligkeit-Strategie“ fortgeführt wird. Wegen der derzeitigen Marktsituation gilt auch hier bis auf weiteres ein Ankaufstopp für neue Positionen.“

#### **cc) Verwaltungsratssitzung vom 11.09.2007**

#### Protokoll der Verwaltungsratssitzung vom 11.09.2007 unter TOP I.9 (Kredit- und Länderrisikoreport):

„Vor diesem Hintergrund kommt es rollierend zu einem gewissen Bestand an ungerateten ABS. Aktuell gilt jedoch der beschlossene Ankaufstopp, so dass das ungeratete Volumen abschmilzt.

[...] Auf Nachfrage von Herrn Weigert zu der auf Seite 21 dargestellten Überschreitung des sog. Maximum Ticket Size bzgl. Lion Securities Limited vor dem Hintergrund des bereits im 1. Quartal vom Vorstand beschlossenen Ankaufstopp informiert Herr Dr. Schmidt, dass der Ankaufstopp im März ausschließlich auf den Ankauf von ABS-Papieren im US subprime Segment bezogen war; der generelle Ankaufstopp - sämtliche ABS-Papiere betreffend - folgte Mitte Juli.“

#### **dd) Verwaltungsratssitzung vom 04.12.2007**

#### Protokoll der Verwaltungsratssitzung vom 04.12.2007 unter TOP I.4 (Bilanz- und Erfolgssituation):

„Die BayernLB habe in New York eine sehr kompetente Mannschaft mit einer klaren Strategie. Deshalb sei bereits im März 2007 die Handbremse gezogen worden, indem ein Ankaufstopp für Subprime-Papiere verhängt wurde; allerdings habe die Bank auch keine entsprechenden Wertpapiere verkauft.“

ee) **Verwaltungsratssitzung vom 21.05.2008**

In der Anlage zum Protokoll der Verwaltungsratssitzung vom 21.05.2008 findet sich folgende Übersicht zur Beschlusshistorie zum Ankaufsstopp:

10. Januar 2007: zusätzliche Dokumentation	Planungskonferenz des Vorstands am 10. Januar 2007: <b>Aus070110_TeilauszugfürWS_0500.pdf</b> Aussetzung der strategischen Maßnahmen (Portfolioaufbau) im Investmentbuch München wegen zu geringer Margen.
27. März 2007:	Kreditkomitee 26.03.2007: <b>VSProt20070327_TOIII.7_plus_Anlagen.pdf</b> Portfolioanalyse zum US-Subprime-Engagement der Bank. Kreditkomitee sieht keinen Handlungsbedarf für einen Portfolioabbau (vorübergehende Schwäche des Marktes). Allerdings ist der Markt weiter eng zu beobachten, bevor weitere Zukäufe vorgenommen werden.  Vorstandssitzung 27.03.2007: VSProt20070327_j0111.7_plus_Anlagen.pdf Kenntnisnahme des Protokolls der Sitzung des Kreditkomitees vom 26.03.2007 durch den Vorstand; damit de facto ein sofortiges Aussetzen der Investmentstrategie, in der ursprünglich ein weiterer Portfolioaufbau vorgesehen war. In der Folge wurden genehmigte Limite wie folgt eingefroren.
8. Mai 2007: zusätzliche Dokumentation	Vorstandssitzung 08. Mai 2007: <b>VSProt20070508_JO.VII.31_plus_Anlagen.pdf</b> Ankaufsstopp für Subprime MBS Portfolio New York durch den Vorstand bestätigt. Das Portfolio wird auf seinerzeitiger Inanspruchnahme eingefroren; darüber hinaus gehende, weitere Zukäufe in das US Subprime Portfolio werden nicht genehmigt.
17. Juli 2007:	Vorstandssitzung 17. Juli 2007: <b>VSProt20070717_JOILI.I.pdf</b> Bestätigung, dass das RMBS Portfolio nicht ausgeweitet wird. Ein Ankauf von RMBS kann im maximalen Umfang laufender Fälligkeiten erfolgen.
31. Juli 2007:	Vorstandssitzung 31. Juli 2007: <b>VS20070731_TOI_1.1.pdf</b> Verschärfung des Ankaufstopps für RMBS; keine neuen Zukäufe mehr. Dies gilt auch für den Ersatz laufender Fälligkeiten.  Vorstandssitzung 31. Juli 2007: <b>VS20070731_TOI_1.1.pdf</b> Ausweitung des Ankaufstopps auf alle Assetklassen im Investmentbuch in den Ratingklassen schlechter als Single-A.

8. August 2007	Vorstandssitzung 8. August 2007: <b>VSProt20070808_TO3.pdf</b> Nochmalige Bestätigung bestehender Ankaufsstopps im Rahmen des regelmäßigen Reportings zum ABS-Portfolio.
21. August 2007	Vorstandssitzung 21. August 2007: <b>VSProt20070821_TOVII.22_vollständig.pdf</b> <b>VSProt20070821_TOVII.23_vollständig.pdf</b> <b>VSProt20070821_TOVII.24_vollständig.pdf</b> Ausweitung des generellen Ankaufsstopps auf alle ABS Investments und alle Organisationseinheiten.
27. August 2007: zusätzliche Dokumentation	Vorstandssitzung 27. August 2007: <b>VSProt20070827_TO6_plus_Anlagen.pdf</b> Genereller Ankaufsstopp im Rahmen des regelmäßigen Reportings zum ABS-Portfolio durch Vorstand erneut bekräftigt.

### c) Verständnis der Informationen durch Verwaltungsratsmitglieder

Anlage 9 zum Protokoll der Vorstandssitzung vom 21.02.2008 enthält ein Schreiben des Verwaltungsratsvorsitzenden Dr. Naser vom 20.02.2008 an den Vorstandsvorsitzenden Werner Schmidt, in dem es heißt:

„Sehr geehrter Herr Schmidt,

[...]

Einer dieser Vorstände hat mir nunmehr mitgeteilt, er wisse ganz genau, dass der Verwaltungsrat in erheblichem Umfang weitere Kreditlinien zur Verfügung gestellt habe, um solche Strukturen anzukaufen. Der Vorstand der BayernLB hätte hier jetzt noch viele Freiräume, solche Geschäfte zu tätigen. **Ich habe ihm gesagt, dass ich mir das nicht vorstellen kann, denn in den problematischen Märkten hat der Vorstand im März 2007 die Ankäufe eingestellt.** [...]

Anlage 4 zum Protokoll der Vorstandssitzung vom 21.02.2008 enthält ferner den vom STMF übermittelten „finalen Sprechzettel von STM Huber für die Sitzung des Haushaltsausschusses am 21.02.2008 (Stand 14.53)“, in dem es auf S. 15 heißt:

„6. Auf wessen Initiative ging der Ankaufsstopp dieser Papiere im März zurück, wie wurde er umgesetzt?  
7. Welche konkreten Einschätzungen, Bewertungen lagen diesem Ankaufsstopp zugrunde?“

[Antwort:]„Auf der Grundlage einer Portfolioanalyse zum US-Subprime-Engagement der Bank sah das bankinterne Kreditkomitee in seiner Sitzung am 26. März 2007 zwar keinen Handlungsbedarf für einen Portfolioabbau, da man von einer vorübergehenden Schwäche des Marktes ausging. Allerdings hat das Kreditkomitee zugleich festgestellt, dass der Subprime-Markt weiter eng beobachtet werden sollte, bevor weitere Zukäufe vorgenommen werden. Diese Einschätzung hat der Vorstand in seiner Sitzung am 27. März 2007 zur Kenntnis genommen und sich damit der Sichtweise des Kreditkomitees angeschlossen.“

**d) Ankäufe von Subprime-Papieren nach März 2007**

Die BayernLB hat nach März 2007 drei US RMBS Subprime erworben:

Ankaufsdatum	Name	Nominalvolumen in Mio. EUR per 31.12.2007
18.5.2007	[Name]	24
29.6.2007	[Name]	12
2.7.2007	[Name]	17
		<b>53</b>

**e) Ankäufe von Alt-A-Papieren nach März 2007**

Die BayernLB hat nach März 2007 auch US RMBS Alt-A-Papiere erworben. Beispielhaft seien folgende Papiere unserer Alt-A-Stichprobe<sup>85</sup> angeführt:

Ankaufsdatum	Name	Nominalvolumen in Mio. USD bei Erwerb
12.04.2007	AA6	75
20.04.2007	AA12	52
18.06.2007	AA7	75
27.06.2007	AA11	75
		<b>277</b>

---

<sup>85</sup> Vgl. zu unserer US RMBS Subprime und Alt-A ausführlich Abschnitt X.

#### 4. Organisation/Personalausstattung des ASP New York für den Erwerb und die Kreditprüfung von US RMBS

##### a) Personal

Die folgende Tabelle stellt für die Jahre 2006 und 2007 nach Quartalen dar, welche Mitarbeiter des ASP New York mit dem Erwerb, der Analyse und der Kreditentscheidung von US RMBS befasst waren.<sup>86</sup>

	2006				2007			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
<b>Erwerb</b>								
<u>Vollzeit</u> mit dem Erwerb von US RMBS befasste Mitarbeiter des ASP NY	Mitarbeiter 1, 2 und 3 (zu je 80%)	Mitarbeiter 1, 2 und 3 (zu je 80%)	Mitarbeiter 1, 2 und 3 (zu je 80%)	Mitarbeiter 1, 2 und 3 (zu je 80%)	Mitarbeiter 1, 2 und 3 (zu je 80%)	Mitarbeiter 1, 2 und 3 (zu je 80%)	Mitarbeiter 1, 2 und 3 (zu je 80%)	N/A
<u>Teilzeit</u> mit dem Erwerb von US RMBS befasste Mitarbeiter des ASP NY	Mitarbeiter 4 und 5	Mitarbeiter 4 und 5	Mitarbeiter 4 und 5	Mitarbeiter 5	Mitarbeiter 5 und 6	Mitarbeiter 5 und 6	Mitarbeiter 5 und 6	N/A
<b>Analyse</b>								
<u>Vollzeit</u> mit der Analyse von US RMBS befasste Mitarbeiter des ASP NY	Mitarbeiter 7, 8 und 9 (zu je ca. 90%)	Mitarbeiter 7, 8 und 9 (zu je ca. 90%)	Mitarbeiter 7 und 9 (zu je ca. 90%)	Mitarbeiter 10 (100%); Mitarbeiter 7 und 11 (zu je ca. 90%)	Mitarbeiter 10 (100%); Mitarbeiter 7 und 11 (zu je ca. 90%)	Mitarbeiter 10 (100%); Mitarbeiter 7 und 11 (zu je ca. 90%)	Mitarbeiter 7 und 10 (100%)	Mitarbeiter 7 und 10 (100%)

<sup>86</sup> Vgl. Antwort zu Frage 68 der Fragenliste US RMBS Juli 2010. Die Darstellung enthält nicht die Angaben zu Mitarbeitern, deren Tätigkeitsfeld mit „für durch US Hypothekenkredite besicherte Warehousefazilitäten (Kundentransaktionen)“ bezeichnet wurde.

Teilzeit mit der Analyse von US RMBS befasste Mitarbeiter des ASP NY			Mitarbeiter 12				Mitarbeiter 11	Mitarbeiter 11
<b>Entscheidung</b>								
Kompetenzträger, die den Ankauf von US RMBS genehmigt haben	Mitarbeiter 13 und 14	Mitarbeiter 14, 15 und 16	Mitarbeiter 15 und 16	N/A				

## b) Mitarbeiterwechsel 1. Quartal 2007

### aa) Antworten der BayernLB

Mitarbeiter 13 schied nach Angaben der BayernLB im 1. Quartal 2007 aus. Er sei als Regional Risk Officer North America für die gesamte Marktfolge im ASP New York verantwortlich gewesen. Mitarbeiter 13 hätte über jahrzehntelange Erfahrung im nationalen und internationalen Kredit- und Kapitalmarktgeschäft (vormals leitende Positionen im Vertrieb- und Risikomanagement bei renommierten in- und ausländischen Großbanken) verfügt. Er sei 2004 durch den Risikovorstand Dr. Gribkowsky eingestellt worden.<sup>87</sup>

Wir haben die BayernLB nach den Gründen für das Ausscheiden von Mitarbeiter 13 aus dem Risk Office des ASP New York gefragt und darum gebeten, dabei insbesondere darauf einzugehen, ob die BayernLB in irgendeiner Weise nicht zufrieden war mit der Arbeit von Mitarbeiter 13. Die BayernLB antwortete wie folgt [Angaben anonymisiert, Unterstreichung durch den Verfasser]:

„Bereits bei Einstellung von Mitarbeiter 13 war mit ihm besprochen und vereinbart im Zeitablauf von 4-5 Jahren auch aufgrund seines Alters einen internen BayernLB Mitarbeiter für die Übernahme seiner Aufgabe als Regional Risk Officer North America vorzubereiten. Hierfür waren 2 Mitarbeiter (u.a. Mitarbeiter 15) in der engen Wahl. Die Entscheidung fiel auf Mitarbeiter 15 (damals seit 11 Jahren in ASP Hong Kong, zuletzt in leitender Position als Regional Risk Officer Asia-Pacific), der ebenfalls über langjährige Kredit- und Kapitalmarkterfahrung verfügt.

<sup>87</sup> Vgl. Antwort auf Frage 69 a) der Fragenliste US RMBS Juli 2010.

Das Ausscheiden von Mitarbeiter 13 ist in diesem Zusammenhang zu sehen. Positiver Track Record von Mitarbeiter 13 während seiner Zeit als Regional Risk Officer North America zeigt sich u.a. auch an den guten Ergebnissen der lokalen Aufsicht (OCC), die sehr umfangreich Prozesse, Abläufe und Portfolioqualität (insbesondere auch ABS-Buch) jährlich intensiv untersucht und bewertet hat.“

## **bb) Vorstandsbeschluss vom 09.01.2007**

Mit Beschluss vom 09.01.2007 traf der Vorstand personalpolitische Maßnahmen zum Risk Office New York unter TO 2 „Personalmaßnahmen im Geschäftsbereich Risk Office, Entsendung und gehaltliche Besserstellung“. Gegenstand des Beschlusses war u.a. die Entsendung von zwei Mitarbeitern der BayernLB, die zu diesem Zeitpunkt nicht in den USA tätig waren, in das ASP New York zur Übernahme von Führungsaufgaben im Risk Office (Leiter Risk Office bzw. Leiter ABS-Analyse im Risk Office).

Dem Beschluss liegt eine Vorstandsvorlage vom 18.11.2006 zugrunde. Darin heißt es wie folgt [Angaben anonymisiert]:

### **1. Beschlussantrag**

Der Vorstand beschließt im Zusammenhang mit der Besetzung von Positionen im Geschäftsbereich Risk Office im ASP New York folgende personelle und gehaltliche Maßnahmen:

- 1.1 Übernahme der Funktion Abteilungsleiter Risk Office im ASP New York (Regional Risk Officer) durch Mitarbeiter 15 mit Wirkung spätestens zum 01.04.2007 auf der Basis einer Entsendung zu den unter Ziff. 3.1 genannten Konditionen.

[...]

- 1.4 Aufbau und Übernahme der Führungsaufgaben im neuen Team ABS im Geschäftsbereich Risk Office im ASP New York durch Mitarbeiter 16 mit Wirkung spätestens zum 01.02.2007 auf der Basis einer Entsendung zu den unter Ziff. 3.4 genannten Konditionen.

[...]

### **2. Begründung:**

[...] Aufgrund erheblicher Defizite des Managements im Risk Office New York im Bereich der Führung sowie der Kommunikation und Zusammenarbeit mit den Geschäftsfeldern, u.a. mit der Folge einer erhöhten Fluktuation der Mitarbeiter im Risk Office, ist eine Neubesetzung erforderlich. Als personelle Konsequenzen aus dieser Situation werden der Abteilungsleiter Risk Office New York, Mitarbeiter 13, mit Wirkung zum 31.03.2007 [...] gekündigt. Diese Maßnahmen bedingen unter dem Aspekt der Aufrechterhaltung des Geschäftsbetriebs eine kurzfristige Besetzung dieser Positionen. Zusätzlich solle ein neues Team zur Zusammenführung der ABS-

Aktivitäten gegründet werden. Erforderlich ist hierfür aus der Sicht des Geschäftsbereichs Risk Office der gezielte Einsatz von Expatriates auf Schlüsselpositionen, um die strategische und geschäftspolitischen Ziele des Risk Office stärker in den ASP zu transportieren.

[...]

### **3. Sachdarstellung:**

Zur Umsetzung dieser Änderungen beantragt der Geschäftsbereich Risk Office die im Folgenden dargestellten personellen Maßnahmen. Ergänzt um weitere – im Rahmen dieser Vorlage nicht näher dargestellte – Projektentsendung aus München an den ASP New York bilden diese Maßnahmen den Kern einer zukunftsfähigen Ausrichtung des Risk Office im ASP New York.

#### **3.1 Mitarbeiter 15**

- Funktion: Mitarbeiter 15 übernimmt die Funktion Abteilungsleiter Risk Office New York (Regional Risk Officer) zum 31.03.2007 (als Nachfolger von Mitarbeiter 13).
- Zeitraum: Die Entsendung nach New York soll spätestens zum 01.04.2007 erfolgen und ist bis längstens 30.06.2009 befristet (geplante Übernahme der Funktion durch Herrn [x] abhängig von dessen Entwicklung).
- Funktionsstufe: [...]
- Gehaltliche Ausstattung: [...]
- Gesamtvergütung: [...]
- Sonstiges: Auf die für die Übernahme einer Position der 2. und 3. Führungsebene erforderliche erfolgreiche Teilnahme an einem strukturierten ifp-Interview kann aus Sicht von 0100/1600 ausnahmsweise verzichtet werden, da Mitarbeiter 15 bereits in der Vergangenheit vergleichbare Führungsaufgaben, vormals als Regional Head Asia/Pasific (2. Ebene) und derzeit als Abteilungsleiter Risk Office Hongkong/Shanghai, erfolgreich wahrgenommen hat und die zu prüfende Qualifikationen durch seine persönlichen und beruflichen Erfahrungen als grundsätzlich nachgewiesen angesehen werden können.
- Anmerkung: Die derzeitige – ursprünglich zum 31.12.2006 endende – Entsendung von Mitarbeiter 15 nach Hongkong wird nochmals bis zum 31.03.2007 verlängert um dem erforderlichen Zeitplan (Übergabe der Aufgaben an Frau [x]) Rechnung zu tragen.

[...]

#### **3.4 Mitarbeiter 16**

- Funktion: Mitarbeiter 16 wird mit dem Aufbau und der Wahrnehmung der Leitung des neuen Teams ABS in New York betraut. Grundvoraussetzung für die erstmalige Übernahme einer Führungsaufgabe ist die erfolgreiche Teilnahme am AC der Bank. Nachdem Mitarbeiter 16 das AC beim ersten Versuch nicht erfolgreich abschließen konnte, wird Mitarbeiter 16 bis zum erfolgreichen Abschluss des AC nicht zum Teamleiter ernannt, sondern mit der (vorübergehenden) Wahrnehmung von Führungsaufgaben betraut.
- Zeitraum: Die Entsendung erfolgt zum 01.02.2007 und ist auf die voraussichtlich 3 Jahre befristet.
- Funktionsstufe: [...]

- Gehaltliche Ausstattung: [...] Die neue Aufgabe stellt eine fachliche und aufgrund der Lokalisierung in New York auch eine sozio-kulturelle Herausforderung dar und ist, da Mitarbeiter 16 erstmals mit Führungsaufgaben betraut wird, auch mit einer deutlichen Zunahme der Verantwortung verbunden. Mitarbeiter 16 verfügt bereits über Auslandserfahrung aus einer anderen Entsendung (Paris) und einem Projektaufenthalt in New York. Damit kann er nicht nur durch sein Fachwissen im Bereich ABS sondern auch bei der Einarbeitung anderer Mitarbeiter aus München (vor allem der Projektentsandten) unterstützend wirken.
- Gesamtvergütung: [...]
- Sonstiges: Die erneute Teilnahme am AC soll sobald als möglich erfolgen.

#### **4. Pro / Contra:**

Pro:

- Rasche Nachbesetzung geschäftsrelevanter Positionen im Bereich Risk Office in ASP New York durch bekanntermaßen qualifiziertes Personal aus der Zentrale
- Teilweise Neustrukturierung innerhalb des Risk Office zur Stärkung der Bindung an die Zentrale in München
- Erhöhung des Chancenpotenzials Markt New York

Contra:

- Sehr umfangreiche Maßnahme mit erheblichen personellen Auswirkungen, auch in der Folge (etwa bei der Rückführung der Mitarbeiter nach München)
- Sämtliche Maßnahmen als Entsendung (wegen Auslandszulagen i.d.R. teurere Lösung als die Rekrutierung lokaler Mitarbeiter)

#### **5. Votum der jeweils zuständigen GF's/GB's/Anstalten der Bank (Labo, LBS)/SZBF:**

Votum 0100/1600:

Die vorgeschlagenen Maßnahmen schaffen nach überzeugender Darstellung des Geschäftsbereichs Risk Office die Voraussetzungen für eine zwingend erforderliche personelle und z.T. organisatorische Neuausrichtung des Geschäftsbereichs Risk Office im ASP New York zur Wiederherstellung der erfolgreichen Arbeitsfähigkeit. Insbesondere die angestrebte engere Bindung des Geschäftsbereichs in New York an die Zentrale in München sowie die Notwendigkeit kurzfristig qualifiziertes Personal zu gewinnen, lassen die vorgeschlagenen Entsendungen als beste Lösung erscheinen. 0100/1600 trägt die vorgeschlagenen personellen Maßnahmen einschließlich der gehaltlichen Forderungen trotz der genannten Contrapunkte aufgrund der besonderen Situation mit, votiert aber gleichzeitig dafür, frühzeitig Überlegungen innerhalb des Risk Office bezüglich der Rückführung und Reintegration anzustellen und in Abstimmung mit 0100/1600 ein entsprechendes Konzept vorzubereiten.

Nach dem Sitzungsprotokoll führt Dr. Gribkowsky ergänzend aus, dass insbesondere die Gewinnung von ABS-Analysten am Bankplatz New York derzeit nicht möglich sei und zudem die Abdeckung des notwendigen Personalbedarfs auf der Risk Office-Seite im ASP New York durch Entsendung aus München, auch aus gehaltspolitischer Sicht, eine sinnvolle Lösung darstelle.

## X. Analyse einzelner US RMBS der BayernLB (“Stichprobe”)

### 1. Überblick

Es wurden einzelne RMBS-Verbriefungen in Form einer Stichprobe detailliert analysiert.

Die Stichprobe US RMBS Subprime umfasst die folgenden 12 Tranchen:

Subprime	Erwerbszeitpunkt (Trade Date)	Nominale/ Investitionsvolumen			Abschreibung („Impairment“) Stand 31.12.2009 (in EUR Mio.)	Realisierter Verlust (USD)
		Bei Erwerb (in USD Mio.)	Stand 31.12.09 (in USD Mio.)	Stand 31.12.09 (in EUR Mio.)		
SP1	26.01.2007	25,0	25,0	17,4	0	-
SP2	26.02.2007	20,1	20,1	14,0	13,8	-
SP3	26.02.2007	61,2	61,2	42,5	0	-
SP4	13.02.2007	33,7	33,7	23,4	22,7	-
SP5	02.03.2007	75,0	75,0	52,1	0	-
SP6	08.03.2007	75,0	75,0	52,1	32,3	-
SP7	26.01.2007	14,2	14,2	9,9	9,7	-
SP8	09.03.2007	25,0	25,0	17,4	0	-
SP9	23.03.2007	35,0	35,0	24,3	16,4	-
SP10	26.06.2007	25,0	25,0	17,4	14,0	-
SP11	12.12.2006	20,8	20,8	14,4	0	-
SP12	16.03.2007	60,0	60,0	41,6	26,1	-
		<b>469,9</b>	<b>469,9</b>	<b>326,2</b>	<b>135,1</b>	

Die Stichprobe US RMBS Alt-A umfasst die folgenden 12 Tranchen:

Alt-A	Erwerbszeitpunkt (Trade Date)	Nominale/ Investitionsvolumen			Abschreibung („Impairment“) Stand 31.12.2009 (in EUR Mio.)	Realisierter Verlust (USD) *
		Bei Erwerb (USD)	Stand 31.12.09 (USD)	Stand 31.12.09 (EUR)		
AA1	10.01.2006	55,3	30,4	21,1	5,5	-
AA2	27.09.2006	75,0	69,3	48,1	40,4	5,7
AA3	10.10.2006	75,0	53,3	36,9	15,7	-
AA4	28.02.2007	74,9	74,9	52,0	37,7	-
AA5	28.03.2007	65,0	64,5	44,8	33,2	-
AA6	12.04.2007	75,0	65,1	45,2	15,3	-
AA7	18.06.2007	75,0	Verkauft	Verkauft	Verkauft	17,9 <sup>1</sup>
AA8	15.12.2006	75,0	74,9	51,9	34,3	-
AA10	30.11.2006	50,0	50,0	34,7	29,4	-
AA11	27.06.2007	75,0	51,5	35,8	15,1	-
AA12	20.4.2007	51,9	51,9	36,1	20,0	-
AA13	22.11.2006	75,0	49,2	34,1	18,3	-
		<b>822,2</b>	<b>635,1</b>	<b>440,9</b>	<b>264,9</b>	<b>23,6</b>

## 2. Entwicklung Impairments

Die Wertberichtigungen für fünf von uns ausgewertete US RMBS-Subprime-Papiere der BayernLB hat sich im Zeitablauf 31.12.2008, 30.6.2009 und 31.12.2009 wie folgt entwickelt:

Stichprobe	Tranche	Impairment 31.12.2008 (in EUR Mio.)	Impairment 30.06.2009 (in EUR Mio.)	Impairment 31.12.2009 (in EUR Mio.)
SP1	M2	18	17	0
SP3	2-A-3	25	31	0
SP5	2-A3	28	40	0
SP8	1-A3	10	14	0
SP11	M2	15	14	0
		<b>96</b>	<b>116</b>	<b>0</b>

<sup>1</sup> Vgl. „Sale decision“, im Datenraum abrufbar unter 6.3/Transaktionsdoku\_Stichpro 091209/[ISIN]

Für diese fünf Subprime-Papiere unserer Stichprobe war an den Stichtagen 31.12.2008 und 30.6.2009 eine Wertberichtigung von rd. EUR 96 Mio. bzw. EUR 115 Mio. gebildet. Am Bilanzstichtag 31.12.2009 war keine Wertberichtigung auf diese Papiere mehr gebildet, obwohl diese Papiere sich unverändert im Portfolio der BayernLB befinden. Insofern hat die BayernLB für diese Papiere in ihrer Bilanz eine vollständige Wertaufholung vorgenommen.

Die Wertaufholung der BayernLB für das gesamte „RMBS Non-Prime“-Portfolio der BayernLB in den USA und in Europa, das auch die US RMBS Subprime umfasst, betrug im Geschäftsjahr 2009 EUR 135,2 Mio. (vgl. PwC, Teilprüfungsbericht II zur Prüfung des Jahresabschlusses zum 31. Dezember 2009 und des Lageberichtes für das Geschäftsjahr 2009, Tz. 244). Von diesem Betrag entfielen EUR 96 Mio. auf die oben aufgeführten fünf Papiere unserer Subprime-Stichprobe.

Nach der im Teilprüfungsbericht II beschriebenen „Impairment Policy“ (siehe dort Tz. 222 ff.) hat die BayernLB das US RMBS-Portfolio mittels eines Cashflow-Modells des Datenanbieters Intex Net analysiert. Mit diesem Cashflow-Modell wird anhand der spezifischen Ausgestaltung der jeweiligen Transaktion und der Erfassung wesentlicher Parameter, die maßgeblich das Ausfallrisiko der Transaktion bestimmen, eine Aussage darüber getroffen, ob mit dem Verlust in dem jeweiligen ABS-Investment zu rechnen ist. Zur Bestimmung, ob eine dauernde Wertminderung vorliegt, wird zunächst nicht ermittelt, in welcher Höhe ein Ausfall droht, sondern ob der Ausfall dem Grunde nach (sogenannter „**First Dollar Loss**“) eintritt.

Tz. 226 des Teilprüfungsberichts II ist zu entnehmen, dass die BayernLB seit Oktober 2009 monatlich durch einen unternehmensexternen Portfolio-Verwalter Fundamentalwerte („**Intrinsic Values**“) für die ABS-Investments erhält.<sup>2</sup>

---

<sup>2</sup> „Seit Oktober 2009 werden der Bank gemäß der vertraglichen Vereinbarung durch die Portfolio-Verwalter monatlich **Fundamentalwerte (sogenannte Intrinsic Values)** zur Verfügung gestellt. Diese Fundamentalwerte stellen die mit dem Coupon des ABS-Investments diskontierten Cashflows der ABS-Investments dar, bei deren Ermittlung durch die Portfolio-Verwalter jeweils Annahmen zu verschiedenen Parametern getroffen wurden. Die Cashflow-Rechnungen zur Ermittlung der Fundamentalwerte werden der Bank seit Oktober 2009 zur Verfügung gestellt. Derzeit befindet sich die Bank in Abstimmung mit den Portfolio-Verwaltern bzgl. der einzelnen der Cashflow-Ermittlung zugrunde liegenden Daten und Parameter. Die Fundamentalwerte der Portfolio-Verwalter dienen im Rahmen der bestehenden Verfahren (Frühwarn- und Ampelverfahren) zum Backtesting der eigenen kreditmateriellen Bewertungen.“

Die folgende Tabelle gibt den Buchwert, die Wertberichtigung, den „Intrinsic Value“ sowie den Marktwert<sup>3</sup> jeweils zum 31.12.2009 an.

Stichprobe	Buchwert in USD Mio.	Impairment in USD Mio.	Marktwert in %	Intrinsic Value in %
SP1	25	0	2%	1%
SP3	61	0	32%	46%
SP5	75	0	34%	58%
SP8	25	0	28%	47%
SP11	21	0	2%	1%
	<b>207</b>			

Auf unsere Frage, warum auf diese fünf Papiere zum 31.12.2009 keine Wertberichtigung mehr vorgenommen worden sei, obwohl der Marktwert und der Intrinsic Value in allen diesen Fällen unter 60%, in zwei Fällen sogar nur bei 1% bis 2% liegt [und insofern die Annahme eines „First Dollar Loss“ naheliegt], antwortete die BayernLB:

„Für die Feststellung des Vorliegens eines Impairment sowie für die Ermittlung des Marktwerts und des Intrinsic Value eines ABS-Wertpapiers finden jeweils unterschiedliche anerkannte und abgenommene Verfahren Anwendung. Es ist – insbesondere bei dünnen Tranchen wie bei den von Ihnen angeführten M2 Tranchen – kein Widerspruch, dass diese Verfahren teilweise zu sehr unterschiedlichen Ergebnissen führen. Die Einschätzung, ob ein Impairment vorliegt, kann sich zudem im Zeitablauf in Abhängigkeit von der tatsächlichen und erwarteten Performance der Papiere ändern.“

Auf unsere Rückfrage, wie bei der Wertaufholung dem Vorsichtsprinzip Rechnung getragen wurde, wenn bei den beiden „dünnen“ Mezzanine-Tranchen aus dem Bewertungsergebnis „First Dollar Loss, vollständiger Verlust“ durch geringfügige Änderung der Annahmen das Bewertungsergebnis „kein First Dollar Loss, vollständige Rückzahlung“ werden kann (wobei gleiches auch in umgekehrter Richtung gilt), haben wir keine Antwort erhalten. Ein von uns erbetene Stellungnahme des Abschlussprüfers erhielten wir nicht. Auch ein Gespräch mit dem Abschlussprüfer über diesen Vorgang kam nicht zu Stande.

<sup>3</sup> Vgl. Antwort zu Frage 56 der Fragenliste US RMBS Juli 2010

### 3. Zugrunde gelegte Dokumente

Zu den Stichproben wurden uns von der BayernLB im Wesentlichen folgende Dokumente zur Verfügung gestellt:

- Emissionsprospekt
- Kreditbericht der BayernLB
- Informationen gemäß „Übersicht ABS-Portfolio zum 31.12.2009“
- Nachweis über den Tag des Erwerbs (BayernLB internes Trade Ticket)
- Entwicklung der Marktpreise
- Entwicklung der externen und internen Ratings
- Trustee Reports

Die in den Datenraum eingestellte Dokumentation enthält nach Angaben der BayernLB alle transaktionsspezifischen Unterlagen, die für die Kreditprüfung eine besondere Rolle spielten.<sup>4</sup> In den Datenraum sind die (finalen) Emissionsprospekte eingestellt, die die BayernLB laut eigener Aussage der Kreditprüfung zugrunde gelegt hat.<sup>5</sup>

Daneben standen der BayernLB vor Erwerb bzw. vor Durchführung der Kreditprüfung noch folgende Dokumente zur Verfügung:<sup>6</sup>

- Term Sheet
- „Free Writing Prospectus“ (FWP)
- vorläufige Prospektversionen

Term Sheet und FWP stellten die wesentlichen Bedingungen der Transaktion dar. Auf Grundlage dieser Informationen wurde die Transaktion vor dem Erwerb auf Übereinstimmung mit den in den Product Paper festgelegten Ankaufskriterien untersucht. Der vorläufige und der endgültige Prospekt geben detailliertere Informationen zur Transaktion als Term Sheet und FWP.<sup>7</sup> Insofern haben wir für unsere die Stichprobenauswertung vorrangig die Emissionsprospekte verwendet.

---

<sup>4</sup> Vgl. Antwort auf Frage 13 d) der Fragenliste RMBS Juli 2010

<sup>5</sup> Vgl. Antwort auf Frage 18 b) der Fragenliste RMBS Juli 2010

<sup>6</sup> Vgl. Antwort auf Fragen 13 a) und 13 b) der Fragenliste RMBS Juli 2010

<sup>7</sup> Vgl. Antwort auf Frage 13 c) der Fragenliste RMBS Juli 2010

## **4. Allgemeines zum Emissionsprospekt**

### **a) Aufbau**

Die gesichteten Emissionsprospekte bestehen aus dem Basisprospekt („Prospectus“) und dem eigentlichen, emissionsspezifischen Prospekt, der als Prospektergänzung („Prospectus Supplement“) bezeichnet wird. Die Angaben in der Prospektergänzung sind im Verhältnis zu den Informationen des Basisprospekts spezifischer und damit vorrangig. („*unless otherwise specified in the accompanying prospectus supplement*“; „*If so specified in the related prospectus supplement*“).

#### **aa) Prospektergänzung**

Die Prospektergänzung enthält die Detailinformationen zur jeweiligen Emission und hat einen Umfang von rd. 100 bis 200 Seiten. Sie ist im Grundsatz wie folgt gegliedert<sup>8</sup>:

##### **Deckblatt**

Das Deckblatt gibt einen Überblick über die Verbriefungsstruktur mit Angabe der Transaktionsbeteiligten, der Größe der einzelnen angebotenen Tranchen (offered certificates) sowie einer kurzen Beschreibung der verbrieften Forderungen. Auf dem Deckblatt ist das Datum des Prospekts angegeben, das dem Emissionsstichtag („Closing Date“) entspricht. Unten auf dem Deckblatt sind die Namen der „Underwriter“<sup>9</sup> (wer ist das?) angegeben.

##### **Zusammenfassung („Summary“)**

Die Prospektergänzung beginnt mit einer Zusammenfassung von wesentlichen Elementen der Verbriefungstransaktion auf rd. 10-20 Seiten. Es werden u.a. die an der Transaktion beteilig-

---

<sup>8</sup> Die teilweise umfangreichen Ausführungen im Prospekt zu steuerlichen Sachverhalten und zu Derivativen („Swap Agreements“) werden hier nicht dargestellt.

<sup>9</sup> Als sog. Underwriter wird in der Regel eine Investmentbank bezeichnet, die die angebotenen Tranchen einer US RMBS-Verbriefung („offered certificates“) von dem Depositor erwirbt, jedoch in der Regel nur, soweit der Underwriter sie an die Investoren weiterveräußern kann. Der Underwriter erhält für seine Leistung den „Underwriting Discount“. Der Underwriting Discount beträgt in den von uns gesichteten US-RMBS-Prospekten in der Regel rd. 0,25 %.

ten Parteien und die Transaktionsstruktur beschrieben sowie einige Poolcharakteristika des zugrundeliegenden Hypothekenpools angegeben.

### **Risikofaktoren („Risk Factors“)**

Dieser Abschnitt enthält auf ca. 15 Seiten eine Beschreibung der möglichen Risikofaktoren der Transaktion, die negative Auswirkungen für die angebotenen Tranchen haben könnten. Es wird der Hinweis gegeben, dass die Risikofaktoren im Zusammenhang mit dem Kauf der angebotenen Tranchen sorgsam berücksichtigt werden sollten.<sup>10</sup>

### **Beschreibung des Forderungspools („Mortgage Pool“)**

Inhaltlich werden hier die verbrieften Hypotheken-Kredite auf rd. 5 bis 10 Seiten beschrieben. Teilweise (in den meisten Fällen jedoch im Anhang zum Prospekt) erfolgen auf weiteren ca. 20 Seiten Zahlenangaben zu den Charakteristika des Forderungspools wie Kreditarten, Verzinsung der Kredite und Beleihungsquoten. Dem folgt eine Darstellung der Kreditprogramme und der Kreditvergaberichtlinien („Underwriting Guidelines“ oder „Underwriting Criteria“) der Originatoren.

Zudem wird darauf hingewiesen, dass sich alle Angaben zu den verbrieften Krediten in dem Prospekt auf einen sogenannten „Cut-off Date“ beziehen, der etwa einen Monat vor dem Closing Date liegt. Weiterhin erfolgt der Hinweis, dass sich die Angaben nur auf einen vorläufigen (Muster-)Forderungspool („Sample Mortgage Pool“) beziehen. Es sei zu erwarten, dass die Forderungen ausgetauscht werden und sich damit die Zusammensetzung und die Charakteristika des Forderungsbestandes um bis zu 5 % ändern könnten.

### **Ausgestaltung der angebotenen Tranchen („Description of the certificates“)**

Auf ca. 20-40 Seiten werden der Zinswasserfall, der Tilgungswasserfall und die Verlustverteilung ausführlich beschrieben. Zudem werden die Mechanismen und Instrumente zur Verbesserung der Bonität der Tranchen („Credit Enhancement“) durch „Subordination“, „Overcollateralization“, „Excess Spread“, „Mortgage Insurance“ und „Trigger-Events“ dargestellt.

---

<sup>10</sup> So heißt es beispielsweise in SP2 (S-12) zu Beginn des Abschnitts „Risikofaktoren“ einleitend: „*You should carefully consider, among other things, the following factors in connection with the purchase of the offered certificates:*“

Die Verständlichkeit der Ausführung wird dadurch erschwert, dass in erheblichem Umfang Begriffe verwendet werden, die erst an späterer Stelle im Prospekt definiert werden.<sup>11</sup>

### **Pooling and Servicing Agreement**

Der Abschnitt „Pooling and Servicing Agreement“ umfasst durchschnittlich rd. 5-10 Seiten.<sup>12</sup> Das „Pooling and Servicing Agreement“ ist die vertragliche Grundlage zwischen der Emittentin („Issuing Entity“), dem „Depositor“, der die Forderungen an die Issuing Entity veräußert, dem „Master Servicer“, der für die Abwicklung der Forderungen verantwortlich ist, und dem Trustee, der die Forderungen für die Issuing Entity treuhänderisch verwaltet. Hier wird insbesondere die Aufteilung der erwarteten Zahlungsströme auf die verschiedenen Vertragsparteien und deren Pflichten festgelegt.

### **Vorauszahlungen („Prepayments“ oder „Yield on the Certificates“)**

Auf ca. 20-30 Seiten wird u.a. für jede Tranche unter Zugrundelegung unterschiedlicher Prepayment-Annahmen die erwartete Laufzeit der Tranche bestimmt („Weighted Average Life“, „WAL“). In vielen Fällen folgen tabellarische Übersichten, aus denen sich für variable verzinsliche und hybride Kredite jeweils Details u.a. zum Anfangszinssatz, zur Zinsanpassung, zum Referenzzinssatz und zur Marge, zu Zins-Caps und zum Maximalzinssatz entnehmen lassen.

---

<sup>11</sup> So heißt es z.B. in SP1 (S-74) als Einleitung zu rd. zwei Seiten Erläuterungen zur Verteilung von Tilgungszahlungen: „*Distributions of Principal*: The manner of distributing principal among the classes of Certificates will differ depending upon whether a Distribution Date occurs on or after the Stepdown Date and, on or after that date, whether a Trigger Event is in effect. Prior to the Stepdown Date or if a Trigger Event is in effect, all amounts distributable as principal on a Distribution Date will be allocated first to the related Senior Certificates, until those Senior Certificates are paid in full, before any distributions of principal are made on the Subordinate Certificates. On any Distribution Date on or after the Stepdown Date and so long as no Trigger Event is in effect, instead of allocating all amounts distributable as principal on the Certificates to the Senior Certificates until those Senior Certificates are paid in full, a portion of those amounts distributable as principal will be allocated to the Subordinate Certificates. The amount allocated to each class of Certificates on or after the Stepdown Date and so long as no Trigger Event is in effect will be based on the targeted level of overcollateralization and subordination for each class of Certificates. After the Stepdown Date, if a Trigger Event is in effect, the priority of principal payments will revert to the distribution priority prior to the Stepdown Date. The amount to be distributed as principal on each Distribution Date are described in more detail under “— *Glossary of Terms — Definitions related to Principal Calculations and Distributions*” in this prospectus supplement.“

<sup>12</sup> Ein Abschnitt zum „Pooling and Servicing Agreement“ ist nicht in allen von uns gesichteten Fällen vorhanden.

## **Rating**

Für jede der Tranchen erfolgt sodann die Angabe der Ratings von den Ratingagenturen Standard & Poor's, Moody's und Fitch. In jedem von uns gesichteten Emissionsprospekt wurde für die von der BayernLB erworbenen Tranchen zumindest das Rating von zwei Ratingagenturen angegeben. Im Prospekt wird ausdrücklich darauf hingewiesen, dass ein Rating keine Empfehlung ist, Wertpapiere zu kaufen, zu verkaufen oder zu halten.

## **Glossar**

Hier werden auf ca. 5 bis 10 Seiten im Prospekt verwendete Begriffe definiert.

## **Anhang**

Der Anhang der Prospektergänzung besteht aus Tabellen. Es werden auf 10 bis 70 Seiten die verschiedenen Poolcharakteristika dargestellt. Die Darstellung hat einen Umfang von bis zu 70 Seiten, wenn der Forderungspool aus verschiedenen Teil-Forderungspools („Loan-Groups“)<sup>13</sup> besteht, da sodann die dargestellten Angaben gesondert für jede einzelne Loan-Group sowie zusätzlich für den gesamten Forderungspool gemacht werden.

Typischerweise finden sich im Anhang Informationen zu

### Schuldern und Krediten

- Kreditpunktzahlen der Schuldner („Credit Score“)
- Zweck des aufgenommenen Kredits (z.B. Cash-out refinance<sup>14</sup>, Kauf der Immobilie)
- Nutzung der besicherten Immobilie (Eigennutzung – „owner occupied“, Zweitwohnsitz – „second home“, Fremdvermietung – „investment property“)

---

<sup>13</sup> Die von uns gesichteten Stichproben enthalten bis zu fünf verschiedene Loan Groups, die je nach Ausgestaltung der Transaktion voneinander getrennt oder über die Zins-, Tilgungs- und Verlustwasserfälle miteinander verbunden sein können („cross-collateralization“). In den sogenannten „Y-Strukturen“ bestehen für mehrere Loan Groups gemeinsam vorrangig am Verlust beteiligte Mezzanine-Tranchen.

<sup>14</sup> Ein Hypothekendarlehen, das zur Refinanzierung eines bestehenden Hypothekendarlehens in Anspruch genommen wird.

- Verhältnis von Kreditbelastungen zum Einkommen des Schuldners („Debt-to-income ratio“)
- Darlehensbetrag
- Hypothekenrate
- Anteil der Kredite mit fester und variabler Verzinsung
- Anteil bestimmter Kreditarten wie Interest Only Kredite und Balloon Kredite
- Angaben zur Kreditdokumentation bei Kreditvergabe (full-, stated-, no-documentation)

### Immobilien und Sicherheiten

- Bundesstaat der USA, in der die besicherte Immobilie liegt
- Immobilientyp (Ein- und Mehrfamilienhäuser, Eigentumswohnung etc.)
- Beleihungsquote (Loan-to value Ratio, LTV)
- Anteil nachrangiger („second lien“) Kredite<sup>15</sup>

### **bb) Basisprospekt**

Im Gegensatz zur Prospektergänzung werden im Basisprospekt auf ca. 100 Seiten allgemeine Angaben gemacht, die für mehrere gleichartige Emissionen gelten. Dies sind u.a. Angaben über

- Risikofaktoren
- Abwicklung der Hypothekendarlehen (Servicing of Mortgage Loans)
- Beschreibung der Verbriefung (Tranchierung, Zins- und Tilgungswasserfall, Verlustverteilung)
- Angaben zu der Wirkungsweise bestimmter bonitätsverbessernder Mechanismen (Description of Credit Enhancement)
- Angaben zu den Kreditvergaberichtlinien.

---

<sup>15</sup> Durch nachrangiges Grundpfandrecht gesicherte Hypothek, d.h. Hypothek zweiten Ranges

## b) Detailgrad der Informationen zum Forderungspool

### Prospektergänzung

In keinem der von uns gesichteten Prospekte lagen Informationen zu einzelnen Krediten des Kreditpools vor. Stattdessen erfolgten die Angaben ausschließlich tabellarisch und in aggregierter Form (z.B. der Anteil der in Florida belegenen Immobilien beträgt 18%) oder es wurden Durchschnittswerte angegeben (z.B. die durchschnittliche Beleihungsquote beträgt 83%). Wie sich beispielhaft aus nachfolgender Tabelle ergibt, werden Teilen der Sachgesamtheit bestimmte Merkmale zugeordnet.

Geographic Distribution of Mortgaged Properties<sup>(1)</sup>

State	Number of Mortgage Loans	Aggregate Principal Balance Outstanding	Percent of Mortgage Loans in Loan Group 2	Average Principal Balance Outstanding (\$)	Weighted Average Mortgage Rate (%)	Weighted Average Remaining Term to Maturity (Months)	Weighted Average FICO Credit Score	Weighted Average Original Loan-to-Value Ratio (%)
Arizona	49	\$ 9,837,622.89	3.35%	200,767.81	6.777	359	714	72.74
California	357	99,833,936.43	33.98	279,646.88	6.677	359	723	63.47
Colorado	46	8,871,344.15	3.02	192,855.31	6.707	360	736	71.13

Quelle: AA7 (A-16)

Aus der Tabelle ergibt sich z.B., dass 357 Kredite und damit 33,98% der Kredite des gesamten Forderungspools durch Immobilien in Kalifornien besichert sind. Diese Kredite haben ein durchschnittliches Kreditvolumen von US\$ 279.646,88, eine durchschnittliche Verzinsung von 6,677%, einer durchschnittliche FICO-Kreditpunktzahl von 723 und eine durchschnittliche Beleihungsquote von 63,47%.

Für die Beleihungsquote und die Kreditpunktzahl wird teilweise die Verteilung im Forderungspool durch Bandbreiten angegeben. Hierzu als Beispiel die nachfolgende Tabelle:

### Original Combined Loan-to-Value Ratios<sup>(1)(2)</sup>

Range of Original Combined Loan-to-Value Ratios (%)	Number of Mortgage Loans	Aggregate Principal Balance Outstanding	Percent of Mortgage Loans in Loan Group 2	Average Principal Balance Outstanding (\$)	Weighted Average Mortgage Rate (%)	Weighted Average Remaining Term to Maturity (Months)	Weighted Average FICO Credit Score	Weighted Average Original Loan-to-Value Ratio (%)
50.00 or Less	259	\$ 49,887,731.44	16.98%	192,616.72	6.699	359	707	39.25
50.01 - 55.00	87	19,823,562.50	6.75	227,857.04	6.681	359	709	52.28
55.01 - 60.00	119	29,471,547.50	10.03	247,660.06	6.670	359	700	57.68
60.01 - 65.00	102	25,764,506.39	8.77	252,593.20	6.676	359	717	62.79
65.01 - 70.00	85	22,905,031.82	7.80	269,470.96	6.712	358	716	67.71
70.01 - 75.00	52	13,750,041.32	4.68	264,423.87	6.712	360	725	73.23
75.01 - 80.00	110	26,226,795.18	8.93	238,425.41	6.703	359	740	76.77
80.01 - 85.00	11	2,360,394.72	0.80	214,581.34	6.764	359	733	77.38
85.01 - 90.00	90	20,461,043.48	6.96	227,344.93	6.811	359	724	86.10
90.01 - 95.00	94	21,873,923.49	7.44	232,701.31	6.821	359	731	90.44
95.01 - 100.00	240	61,315,500.90	20.87	255,481.25	6.694	360	750	80.74
<b>Total</b>	<b>1,249</b>	<b>\$ 293,840,078.74</b>	<b>100.00%</b>					

Quelle: AA7 (A-15 )

Es lässt sich erkennen, dass 20,87% des Forderungspools einer Gesamtbeleihungsquote (CLTV) zwischen 95,01% und 100% aufweisen. Dabei handelt es sich um 240 Kredite mit einem durchschnittlichen Kreditvolumen von USD 255.481,25, einer durchschnittlichen Verzinsung von 6,694%, einer durchschnittlichen FICO-Kreditpunktzahl von 750 und einer durchschnittlichen Beleihungsquote (LTV) von 80,74%. Nicht erkennbar ist aber, wie sich LTV und FICO-Score um den Durchschnittswert verteilen, so dass die Poolanteile mit einer Häufung negativer Merkmale nicht offengelegt werden.

## Basisprospekt

Die Angaben im Basisprospekt haben aufgrund ihrer allgemeinen Aussage keine Angaben zur konkreten Verbriefungsstruktur oder zu den Poolcharakteristika.

## 5. Zeitpunkt und Umfang der Kreditprüfung der BayernLB

### a) Zeitpunkt der Kreditprüfung der BayernLB

Alle von uns gesichteten Stichproben (12 Subprime und 12 Alt-A) wurden zunächst ohne Kreditprüfung angekauft. Der Kauf erfolgte zudem, bevor der endgültige, verbindliche Emissionsprospekt vorlag, der auf den Emissionsstichtag (Closing Date) datiert ist. Die Prüfung durch das Risk Office wurde im Anschluss an den Erwerb nachgeholt.

Nachfolgend wird ein Überblick gegeben über den zeitlichen Zusammenhang zwischen Erwerbszeitpunkt, Emissionsstichtag und dem Datum des Kreditberichts mit der Kreditentscheidung für die von uns untersuchten Stichproben:

Stichprobe	Erwerbszeitpunkt (Trade Date)	Emissionsstichtag (Closing Date)	Kreditbericht (Datum, Entscheidung)
SP1	26.01.2007	09.02.2007	06.03.2007, Genehmigung
SP2	26.02.2007	28.02.2007	11.04.2007, Genehmigung
SP3	26.02.2007	28.02.2007	29.03.2007, Genehmigung
SP4	13.02.2007	28.02.2007	02.03.2007, Genehmigung
SP5	02.03.2007	08.03.2007	30.03.2007, Genehmigung
SP6	08.03.2007	13.03.2007	29.03.2007, Genehmigung
SP7	26.01.2007	09.03.2007	19.03.2007, Genehmigung
SP8	09.03.2007	30.03.2007	02.05.2007, Genehmigung
SP9	23.03.2007	03.04.2007	15.05.2007, Genehmigung <sup>16</sup>
SP10	26.06.2007	06.07.2007	07.09.2007, Genehmigung <sup>17</sup>
SP11	12.12.2006	29.12.2006	24.01.2007, Genehmigung
SP12	16.03.2007	27.03.2007	01.05.2007, Genehmigung

Stichprobe	Erwerbszeitpunkt (Trade Date)	Emissionsstichtag (Closing Date)	Kreditbericht (Datum, Entscheidung)
AA1	10.01.2006	30.01.2006	08.02.2006, Genehmigung
AA2	27.09.2006	29.09.2006	06.11.2006, Genehmigung
AA3	10.10.2006	30.10.2006	25.11.2006, Genehmigung
AA4	28.02.2007	09.03.2007	25.04.2007, Genehmigung
AA5	28.03.2007	29.03.2007	29.04.2007, Genehmigung
AA6	12.04.2007	26.04.2007	06.06.2007, Genehmigung
AA7	18.06.2007	29.06.2007	09.07.2007, Genehmigung
AA8	15.12.2006	21.12.2006	24.01.2007, Genehmigung
AA10	30.11.2006	27.12.2006	03.01.2007, Genehmigung
AA11	27.06.2007	28.06.2007	19.09.2007, Genehmigung <sup>18</sup>
AA12	20.4.2007	30.04.2007	15.06.2007, Genehmigung
AA13	22.11.2006	30.11.2006	19.12.2006, Genehmigung

<sup>16</sup> Datum konnte der Genehmigung nicht eindeutig zugeordnet werden

<sup>17</sup> Unterschriftsdatum der Analysten; entspricht gemäß Antwort auf Frage 61 b) unserer Fragenliste US RMBS Juli 2010 dem Datum der Genehmigung.

<sup>18</sup> Genehmigung mit Auflage: "close monitoring within subprime monitoring system"

## **b) Umfang der Kreditprüfung der BayernLB**

Die im Kreditbericht dokumentierte Kreditprüfung der BayernLB hatte in der Regel einen Umfang von 2 Seiten. Davon weichen nur die Kreditberichte der im Juni 2007 angekauften und im September 2007 genehmigten Papiere SP10 (3 Seiten) und AA11 (6 Seiten) ab. Abgesehen von diesen beiden Ausnahmen gliedern sich die Kreditberichte wie folgt:

### 1) Investment Information

Angaben u.a.

- zum Investitionsvolumen
- zur Kategorie des erworbenen Forderungspools (Asset-Class)
- zum Erwerber der Tranche (Bank/Conduit)
- zur erwarteten und gesetzlichen Laufzeit der angekauften Tranche
- zum internen Rating der BayernLB
- inwieweit die Erwerbskriterien („Underwriting Criteria“) der BayernLB eingehalten sind

### 2) Verbriefungsstruktur („Capital Structure“)

- Auflistung der verbrieften Tranchen (teilweise in aggregierter Form)
- Angabe der Subordination sowie weiterer Sicherungsmaßnahmen (Credit Enhancement) wie der Overcollateralization, Excess Spread, Reserve Account
- externes Rating der Tranchen
- Zinscoupon der erworbenen Tranche

### 3) Informationen zum Forderungspool („Collateral Information“)

- gewichteter durchschnittlicher FICO und LTV
- Anteil von Krediten mit
  - „Full Documentation“,
  - „Cash-out Refinance“,
  - „investment / second home“,
  - „second lien“

- fixer (FRM) und variabler Verzinsung (ARM)
- geografische Konzentration der beliehenen Immobilien mit Nennung der Anteile von den Bundesstaaten mit der höchsten Konzentration im Forderungspool
- Anzahl der Kredite im Forderungspool, Angabe des verbrieften Kreditvolumens des gesamten Forderungspools und der relevanten Loan Group sowie des durchschnittlichen Kreditvolumens.

#### 4) Transaktionsbeteiligte („Deal Counterparties“)

Angabe von Master Servicer, Servicer, Sub Servicer, Trustee Mortgage Insurance Providers, Swap und Cap Provider, jeweils mit Rating, soweit vorhanden, sowie teilweise einer wertenden Einschätzung der BayernLB. Die Originatoren der Poolkredite werden in keinem Fall im Abschnitt „Deal Counterparties“ genannt.

#### 5) Portfolio Performance/Trigger

Angabe und Beschreibung von „Trigger“ Regelungen.

#### 6) Summary

Auflistung der Stärken (strengths) und Schwächen (weaknesses) des Investments sowie teilweise eine kurze Zusammenfassung der Investitionsprüfung. Bei den Kreditberichten der US RMBS Subprime werden hier auch die Ergebnisse eines durch die BayernLB teilweise durchgeführten Stresstests angegeben.

### **6. Angaben zu den Originatoren**

#### **a) Kreditvergaberichtlinien und Ausnahmen**

In allen gesichteten Emissionsprospekten der US RMBS Subprime und der US RMBS Alt-A Stichprobe sind die Kreditvergaberichtlinien („underwriting guidelines“<sup>19</sup>) der benannten Ori-

---

<sup>19</sup> Der Begriff „Underwriting Standards“ (oder auch „Underwriting Guidelines“) bezeichnet die Kreditvergabe-kriterien eines Kreditgebers (Originator), anhand derer die Gewährung eines Kredits geprüft und entschieden wird. Zwei übergeordnete Gesichtspunkte sind für die Vergabe eines Hypothekenkredits von Bedeutung: Die

ginatoren dargestellt. In den Emissionsprospekten der Stichprobe sind jedoch nur in zwei<sup>20</sup> Subprime- und drei<sup>21</sup> Alt-A-Fällen sämtliche Originatoren – bei „wholesale-Transaktion“<sup>22</sup> einschließlich der Originatoren, von denen die Kredite erworben wurden – mit ihren Anteilen am Kreditpool namentlich benannt. In den übrigen Fällen<sup>23</sup> werden entweder nur für einen Teil der Originatoren Angaben zum Namen sowie dem Anteil am Kreditpool gemacht<sup>24</sup> oder es werden die Anteile der Originatoren, von denen die Kredite im Rahmen einer „wholesale-Transaktion“ erworben wurden, nicht angegeben.<sup>25</sup>

In allen zwölf Fällen der Subprime-Stichprobe<sup>26</sup> und in allen zwölf Fällen der Alt-A-Stichprobe<sup>27</sup> wird aber ausdrücklich darauf hingewiesen, dass Ausnahmen von den Kreditvergabe-kriterien der Kreditvergaberichtlinien möglich sind, wenn kompensatorische Faktoren („compensating factors“) vorliegen.

So heißt es beispielsweise in SP5 (S-43):

*“[Originator] may allow exceptions to its underwriting guidelines in accordance with [Originator]’s established exception policy. Exceptions may be allowed based upon the presence of compensating factors such as a low LTV, demonstrated pride of ownership and stability of employment.”*

In AA8 (S-84) heißt es:

*“[Originator] realizes that there may be some acceptable quality loans that fall outside published guidelines and encourages “common sense” underwriting. Because a multitude of*

---

Fähigkeit und die Bereitschaft des Kreditantragstellers zur Rückzahlung des Kredits sowie der Wert und die Eignung der Immobilie als angemessene Sicherheit. Die Underwriting Standards für die Vergabe eines Hypothekenkredits in den USA sind nicht standardisiert. Inhalt und Umsetzung dieser Kriterien obliegen allein dem jeweiligen Originator

<sup>20</sup> SP7 (page 24), SP9 (S-28)

<sup>21</sup> AA10 (S-33), AA11 (S-125), AA13 (S-38 i.V.m. A-2)

<sup>22</sup> Vgl. hierzu oben Abschnitt V. 1.

<sup>23</sup> SP1 (S-29), SP2 (S-79), SP3 (S-29), SP4 (page 174), SP5 (S-40), SP6 (S-34), SP8 (S-38), SP10 (S-36), SP11 (S-30), SP12 (S-35); AA1 (S-30), AA2 (S-44 f.), AA3 (S-47), AA4 (S-46), AA5 (S-66), AA6 (S-68), AA7 (S-41), AA8 (S-60), AA12 (S-63 i.V.m. S-76)

<sup>24</sup> Üblicherweise wird in diesen Fällen auf die namentliche Nennung und die Angabe des jeweiligen Anteils des Originators verzichtet, wenn der Anteil am Kreditpool kleiner als 10% ist.

<sup>25</sup> So beispielweise in SP1 (S-29): „*The Mortgage Loans to be included in the issuing entity will have been originated or purchased by [Originator], Inc*”

<sup>26</sup> SP1 (S-38), SP2 (S-80), SP3 (S-37), SP4 (S-46 und S-49), SP5 (S-43), SP6 (S-37), SP7 (page 24), SP8 (S-38 und S-44), SP9 (S-29f. und S-36 sowie S-38), SP10 (S-37 und S-45), SP11 (S-39), SP12 (S-37)

<sup>27</sup> AA1 (S-29f.), AA2 (S-45), AA3 (S-46), AA4(S-45), AA5 (S-66), AA6 (S-72), AA7 (S-42), AA8 (S-61 und S-84), AA10 (S-34 und S-39), AA11 (S-119) , AA12 (S-72, S-75, S-78), AA13 (S-41 und S-43)

*factors are involved in a loan transaction, no set of guidelines can contemplate every potential situation. Therefore, each case is weighed individually on its own merits and exceptions to [Originator]'s underwriting guidelines are allowed if sufficient compensating factors exist to offset any additional risk due to the exception.*

Die Aufzählung möglicher kompensatorischer Faktoren ist in keinem der Prospekte abschließend, sondern nur beispielhaft angegeben und zudem ohne Begrenzung möglich. Da eine Limitierung der kompensatorischen Faktoren den Emissionsprospekten nicht zu entnehmen ist, waren damit letztlich eine unbegrenzte Anzahl kompensatorischer Faktoren möglich, um von der Kreditvergaberichtlinie der Organisatoren abzuweichen.

Typisches Beispiel ist SP2 (S-80):

*“On a case-by-case basis, exceptions to the underwriting guidelines are made where the sponsor believes compensating factors exist. Compensating factors may consist of factors like length of time in residence, lowering of the borrower’s monthly debt service payments, the loan-to-value ratio on the loan, as applicable, or other criteria that in the judgment of the loan underwriter warrant an exception.”<sup>28</sup>*

Im Emissionsprospekt wird weder angegeben, welches LTV für welche Ausnahmen erforderlich ist, noch wird angegeben, welche anderen Kriterien in welcher Form kompensierend herangezogen worden sind.

Tatsächlich wurde in keinem der von uns untersuchten Fälle (Subprime-Stichprobe und Alt-A-Stichprobe) in den Prospekten zahlenmäßig angegeben, welche bzw. wie viele der Hypothekendarlehen unter Ausnahmen von den Kreditvergabekriterien der Kreditvergaberichtlinien vergeben wurden. Dementsprechend erfolgte auch keine Angabe von tatsächlich verwendeten kompensatorischen Faktoren. Festzuhalten ist aber Folgendes: Bei der Stichprobe der US RMBS Subprime finden sich in den Prospekten qualitative Hinweise auf den Umfang der Ausnahmen von den Kreditvergabekriterien. So wird in acht Fällen<sup>29</sup> darauf hingewiesen, dass ein wesentlicher Teil der verbrieften Kredite unter Nutzung von Ausnahmen von den

---

<sup>28</sup> SP2 (S-80)

<sup>29</sup> SP1 (S-16): „It is expected that a significant number of the mortgage loans will have been originated based on underwriting exceptions of these types.“, SP3 (S-15), SP4 S-46 (für sonstige Originatoren, die rd. 30% der Poolkredite vergeben haben) und S-51 (Originator P., der rd. 70% der Poolkredite vergeben hat), SP5 (S-23), SP7 (page 24), SP8 (S-38): „It is expected that a substantial portion of the mortgage loans in the mortgage pool that were originated by the originators will represent these exceptions.“ (für sonstige Originatoren, die rd. 59% der Poolkredite vergeben haben) und S-44 (Originatoren [P] und [F], die rd. 41% der Poolkredite vergeben haben), SP11 (S-16), Sp12 (S-37).

Kreditvergabekriterien der Kreditvergaberichtlinien vergeben wurde. In einem Fall<sup>30</sup> wird beschrieben, dass zumindest ein Teil der Kredite unter Inanspruchnahme der Ausnahmeregeln vergeben wurde.

### **Folgerung für unsere weitere Analyse der Emissionsprospekte**

Die Ausführungen zu den Kreditvergaberichtlinien der Originatoren enthalten eine Vielzahl von Detailangaben, die für die Kreditprüfung genutzt werden könnten. Durch die nicht quantifizierbaren Ausnahmen von den Kreditvergabekriterien der Kreditvergaberichtlinien können daraus aber letztlich keine zuverlässigen Schlussfolgerungen für die Kreditprüfung eines Investors gezogen werden. Insofern gehen wir in unserer nachfolgenden Analyse nicht näher auf quantitative Aussagen (z.B. vergibt Kredite grundsätzlich nur bei einem DTI von maximal 50%) in den Kreditvergaberichtlinien ein.

#### **b) Kreditprogramme**

In allen zwölf<sup>31</sup> Fällen der Subprime-Stichprobe und in vier<sup>32</sup> Fällen der Alt-A-Stichprobe enthalten die Emissionsprospekte im Rahmen der Ausführungen zu den jeweiligen Kreditvergaberichtlinien Angaben zu den verschiedenen Kreditkategorien, in die die einzelnen Kreditnehmer eingestuft wurden. Die Anzahl und die Bezeichnung der verwendeten Kreditkategorien sind nicht einheitlich. Es wird aber zwischen besseren und schlechteren Kreditkategorien unterschieden, wobei die Zuordnung der Kreditnehmer in die Kreditkategorien hauptsächlich auf Basis ihre Kredithistorie erfolgte.

Im Folgenden werden an zwei Beispielen der Subprime-Stichprobe und einem Beispiel der Alt-A-Stichprobe die Voraussetzungen für eine Einstufung des Schuldners in die jeweils „beste“ Kreditkategorie angegeben:

---

<sup>30</sup> SP9 (S-36); für 35% der Kredite im Pool *“It is expected that at least some of the mortgage loans in the trust fund that were originated by [Originator] will represent these exceptions.”*

<sup>31</sup> SP1 (S-39ff.), SP2 (S-81f.), SP3 (S-39f.), SP4 (page 35), SP5 (S-42), SP6 (S-35), SP7 (page 26), SP8 (S-43ff.), SP9 (S-30ff.), SP10 (S-38ff.), SP11 (S-40ff.), SP12 (S-38)

<sup>32</sup> AA2 (S-46ff.), AA5 (S-67ff.), AA8 (S-62ff.), AA10 (S-38),

**SP8 (S-44):** Der Originator P. stuft Kreditnehmer in Kategorien von AA (beste Kategorie) bis C- (schlechteste Kategorie) ein. U.a. folgende Voraussetzungen müssen erfüllt sein, damit ein Kreditnehmer von P. in die beste Kategorie AA eingestuft werden kann:

- Keine verspäteten Zahlungen innerhalb der letzten 12 Monate und keine Zwangsvollstreckung innerhalb der letzten 24 Monate,
- Beträgt der Credit Score weniger als 550, so darf kein Insolvenzantrag innerhalb der letzten 24 Monate vorliegen<sup>33</sup>,
- Bei einem Chapter 13 Insolvenzantrag muss der Schuldner die Zahlungen des Insolvenzplans eingehalten haben und die Insolvenz muss spätestens bei Auszahlung des Darlehens abgeschlossen sein.

Wenn u.a. diese Bedingungen erfüllt sind,

- beträgt der maximale Kreditbetrag für Kalifornien USD 1,5 Mio. und für sonstige Regionen USD 1,2 Mio. für Kredite mit „full“- , „limited“- oder „stated documentation“,
- beträgt das maximale LTV 100% für erst- und zweitrangige Darlehen.

**SP1 (S-39):** Der Originator [C] stuft Kreditnehmer in Kategorien von A (beste Kategorie) bis D (schlechteste Kategorie) ein. Folgende ausgewählte Voraussetzungen müssen erfüllt sein, damit ein Kreditnehmer von [C] in die beste Kategorie A eingestuft werden kann:

- Frühestens einen Tag nach dem Erlöschen der Schulden bei einem Insolvenzantrag nach Chapter 7 oder 13 oder zwei Jahre nach Abweisung eines Insolvenzantrags nach Chapter 7 oder 13 (*„At least 1 day since discharge or 2 years since dismissal of Chapter 7 or 13 Bankruptcy.“*),
- Mindestens drei Jahre Abstand seit einer Zwangsvollstreckung bzw. seit einem Mahnbescheid für Hypothekenraten (“notice of default“),
- Bei der Hypothekenrate darf nicht mehr als eine nicht aufeinanderfolgende („non-consecutive“) Zahlungsverzögerung von 30 Tagen innerhalb der letzten 12 Monate vorliegen (*„No more than 1 non-consecutive delinquency of 30 days during the past 12 months“*),
- Credit Score von mindestens 500,

---

<sup>33</sup> Also darf bei einem Credit Score von mindestens 550 ein Insolvenzantrag vorliegen.

- DTI maximal 55%.

Wenn u.a. diese Bedingungen erfüllt sind,

- beträgt das maximale Kreditvolumen US\$ 1 Mio., wobei hierzu ein Credit Score von mindestens 600 erforderlich ist,
- beträgt das maximale Kreditvolumen US\$ 750.000 bei einem Credit Score von 500,
- beträgt das maximale LTV 100%.

**AA2 (S-53):** Der Originator I. stuft Kreditnehmer im Kreditprogramm Progressive Express in Kategorien I (beste Kategorie) bis VI (schlechteste Kategorie) ein. Folgende ausgewählte Voraussetzungen müssen erfüllt sein, damit ein Kreditnehmer von I. im Kreditprogramm Progressive Express in die beste Kategorie I eingestuft werden kann:

- Alle Insolvenzen müssen mindestens 24 Monate in der Vergangenheit liegen, die Schulden komplett erloschen sein und der Schuldner muss wieder eine befriedigende Kreditvergangenheit aufweisen (*„All bankruptcies must be at least 24 months old, fully discharged and the borrower must have re-established or re-affirmed satisfactory credit history.“*),
- Keine Zwangsvollstreckung innerhalb der letzten drei Jahre,
- Keine Verurteilungen, Prozesse, „Tax-liens“ (Pfandrecht auf der Immobilie aufgrund von Steuerschulden), sonstige Pfandrechte, Kreditausbuchungen („charge offs“) in den letzten 24 Monaten, grundsätzlich müssen ältere Posten vor oder bei Abschluss bezahlt sein (*„No judgments, suits, tax liens, other liens, collections or charge offs in the past 24 months, generally older items must be paid prior to or at closing.“*),
- Innerhalb der letzten zwölf Monate darf keine Hypothekenrate, maximal eine Kreditrate auf einen Ratenkredit und maximal eine Kreditrate auf einen revolvingenden Kredit 30 Tage überfällig sein. Sofern das LTV maximal 90% beträgt, bleiben Konsumentenkredite unbeachtet,
- Credit Score über 680.

Wenn u.a. diese Bedingungen erfüllt sind,

- beträgt der maximale Kreditbetrag US\$ 750.000, bei selbst genutzten Einfamilienhäusern US\$ 1 Mio.,
- beträgt das maximale LTV 95% und das maximale CLTV 100%, bei Zweithäusern 95%.

### c) In den Emissionsprospekten angegebene Risikofaktoren

In allen<sup>34</sup> Fällen der US RMBS Subprime Stichprobe wird im Emissionsprospekt auf Risiken auch bei ausnahmsloser Anwendung der Kreditvergaberichtlinie der Originatoren des Kreditpools hingewiesen. Der Forderungspool besteht aus Hypothekenkrediten, die nach nicht normgerechten Kreditvergabestandards vergeben wurden („non-conforming underwriting standards“<sup>35</sup>, „credit blemished loan underwriting standards“<sup>36</sup> oder „less stringent underwriting standards“<sup>37</sup>). Als nicht normgerechte Kreditvergabestandards werden in den Emissionsprospekten solche Kreditvergabestandards bezeichnet, die nicht den Kreditvergabestandards von Fannie Mae und Freddie Mac entsprechen (neun Fälle<sup>38</sup>) bzw. die nicht nach traditionellen Kreditvergabestandards vergeben wurden (drei<sup>39</sup> Fälle).

In zwei Fällen<sup>40</sup> ist aufgrund der Beschreibung davon auszugehen, dass diese nicht normgerechten Kreditvergabestandards für alle Poolkredite gelten. In zwei weiteren Fällen<sup>41</sup> werden die genauen Anteile der Kredite angegeben, die nicht normgerecht vergeben wurden (98% und 100%). In acht Fällen werden nur unpräzise Angaben hierzu gemacht („primarily“<sup>42</sup>, „generally“<sup>43</sup>, „in part“<sup>44</sup>, „certain“<sup>45</sup>). In acht<sup>46</sup> Fällen werden Gründe dafür genannt, warum die Voraussetzungen der durch von Fannie Mae und Freddie Mac aufgestellten Kreditvergabestandards nicht erfüllt sind. Dazu gehören die Kreditvergangenheit<sup>47</sup> des Schuldners und/oder die geringeren Dokumentationsstandards<sup>48</sup>. Teilweise<sup>49</sup> wurde ergänzend auf ein möglicherweise vorliegendes negatives Zahlungsverhalten (wie z.B. „outstanding judgments, prior

---

<sup>34</sup> SP1 (S-16), SP2 (S-12), SP3 (S-15), SP4 (page 21f.), SP5 (S-26), SP6 (S-15), SP7 (page 12), SP8 (S-20), SP9 (S-14), SP10 (S-19), SP11 (S-16), SP12 (S-17 und S-19f.)

<sup>35</sup> SP2 (S-12), SP4 (page 21f.), SP7 (page 12), SP8 (S-20), SP10 (S-19), Sp12 (S-19); „The mortgagors generally do not qualify for loans conforming to Fannie Mae or Freddie Mac guidelines.“

<sup>36</sup> SP1 (S-16), SP3 (S-15), SP11 (S-16),

<sup>37</sup> SP5 (S-26), SP6 (S-15), SP9 (S-14)

<sup>38</sup> SP2 (S-12), SP4 (page 21f.), SP5 (S-26), SP6 (S-15), SP7 (page 12), SP8 (S-20), SP9 (S-14), SP10 (S-19), SP12 (S-17 und S-19f.)

<sup>39</sup> SP1 (S-16), SP3 (S-15), SP11 (S-16),

<sup>40</sup> SP1 (S-16), SP6 (S-15)

<sup>41</sup> SP3 (S-15; Anteil von 98%), SP11 (S-16; Loan Group I zu 98% und Loan Group II 100%)

<sup>42</sup> SP2 (S-12), SP7 (page 12)

<sup>43</sup> SP5 (S-26), SP10 (S-19), SP12 (S-19f.)

<sup>44</sup> SP9 (S-14)

<sup>45</sup> SP4 (page 21f.), SP8 (S-20)

<sup>46</sup> SP1 (S-16), SP3 (S-15), SP4 (page 21f.), SP6 (S-15), SP8 (S-20), SP9 (S-14), SP10 (S-19), SP11 (S-16)

<sup>47</sup> SP1 (S-16), SP3 (S-15), SP4 (page 21f.), SP6 (S-15), SP8 (S-20), SP9 (S-14), SP10 (S-19), SP11 (S-16)

<sup>48</sup> SP4 (page 21f.), SP6 (S-15), SP8 (S-20), SP10 (S-19),

<sup>49</sup> SP1 (S-16), SP2 (S-12), SP3 (S-15), SP6 (S-15), SP11 (S-16)

bankruptcies and other negative credit items") des Kreditnehmers in der Vergangenheit hingewiesen.

In allen Fällen der Subprime-Stichprobe wird auf das Risiko von wahrscheinlich höheren<sup>50</sup>, oder sogar möglicherweise wesentlich höheren<sup>51</sup> Ausfall-, Zwangsvollstreckungs- und Verlustquoten hingewiesen, welches im Vergleich zu den nach traditionellen Kriterien (nach den Regeln von Fannie Mae und Freddie Mac) angekauften Krediten besteht. In acht Fällen<sup>52</sup> der US RMBS Alt-A Stichprobe wird im Emissionsprospekt auf Risiken durch die angewendeten Kreditvergabestandards hingewiesen. Demnach besteht der Forderungspool aus Hypothekenkrediten, die nach nicht normgerechten Kreditvergabestandards („non-conforming underwriting standards“<sup>53</sup>, oder „less stringent underwriting standards“<sup>54</sup>) im Sinne von Fannie Mae und Freddie Mac vergeben wurden. In einem Fall<sup>55</sup> ist aufgrund der Beschreibung davon auszugehen, dass dies für alle Poolkredite gilt. In einem<sup>56</sup> weiteren Fall werden die genauen Anteile der Kredite angegeben, die nicht nach normgerechten Kreditvergabestandards im Sinne von Fannie Mae und Freddie Mac vergeben wurden (rd. 52%). In den anderen Fällen erfolgen nur unpräzise Angaben (z.B. „generally“<sup>57</sup>, „in part“<sup>58</sup>).

In sieben Fällen<sup>59</sup> werden die Underwriting Standards von Fannie Mae und Freddie Mac als die Norm dargestellt. In einem<sup>60</sup> Fall werden Fannie Mae und Freddie Mac nicht als Bezugsnorm genannt, sondern als Vergleichsmaßstab allgemein auf Kredite abgestellt, die unter „prime“ Kreditvergabestandards vergeben wurden („*The underwriting standards used in the origination of the mortgage loans held by the trust are generally less stringent than those of prime mortgage*“). In fünf<sup>61</sup> Fällen werden Gründe für das Abweichen von den normgerechten Kreditvergabestandards im Sinne von Fannie Mae und Freddie Mac angegeben. Dazu gehören die Kreditvergangenheit<sup>62</sup> /Krediteigenschaften<sup>63</sup> des Schuldners und/oder die geringe-

---

<sup>50</sup> SP5 (S-26), SP9 (S-14),

<sup>51</sup> SP1 (S-16), SP2 (S-12), SP3 (S-15), SP4 (page 21f.), SP6 (S-15), SP7 (page 12), SP8 (S-20), SP10 (S-19), SP11 (S-16), SP12 (S-17 und S-19f.)

<sup>52</sup> AA2 (S-15), AA3 (S-18), AA4 (S-15), AA5 (S-18), AA8 (S-18), AA10 (S-16), AA11 (S-25), AA13 (S-19)

<sup>53</sup> AA2 (S-15), AA5 (S-18), AA8 (S-18), AA10 (S-16),

<sup>54</sup> AA3 (S-18), AA4 (S-15), AA11 (S-25), AA13 (S-19)

<sup>55</sup> AA4 (S-15),

<sup>56</sup> AA10 (S-16)

<sup>57</sup> AA2 (S-15), AA3 (S-18), AA5 (S-18), AA8 (S-18), AA11 (S-25)

<sup>58</sup> AA13 (S-19)

<sup>59</sup> AA2 (S-15), AA3 (S-18), AA4 (S-15), AA5 (S-18), AA8 (S-18), AA10 (S-16), AA11 (S-25)

<sup>60</sup> AA13 (S-19)

<sup>61</sup> AA2 (S-15), AA5 (S-18), AA8 (S-18), AA11 (S-25), AA13 (S-19)

<sup>62</sup> AA11 (S-25), AA13 (S-19)

ren Dokumentationsstandards<sup>64</sup>, wobei teilweise<sup>65</sup> ergänzend auf ein möglicherweise vorliegendes negatives Zahlungsverhalten (wie z.B. "outstanding judgements, prior bankruptcies and other negative credit items") des Kreditnehmers in der Vergangenheit hingewiesen wird.

In sieben Fällen der Alt-A Stichprobe wird auf das Risiko von wahrscheinlich höheren<sup>66</sup>, oder sogar möglicherweise wesentlich höheren<sup>67</sup>, Ausfall-, Zwangsvollstreckung- und Verlustquoten als bei normgerechten („conforming“) Hypothekenkrediten hingewiesen. In einem Fall<sup>68</sup> der Alt-A Stichprobe wird in diesem Zusammenhang von zusätzlichen Verlustrisiken („creates additional risks that losses on the mortgage loans will be allocated to certificateholders“) gesprochen.

#### bb) Höhere Ausfallrate bei Ausnahmen von den Kreditvergabestandards

In vier<sup>69</sup> Fällen der Subprime-Stichprobe wird darauf hingewiesen, dass durch Ausnahmen von den Kreditvergabestandards die Ausfallraten höher, vielleicht sogar wesentlich höher sein könnten als bei Kreditvergaben nach traditioneller Art. So heißt es in SP5 (S-15):

*“As a result of the originators’ underwriting standards, including the origination of mortgage loans based on underwriting exceptions, the mortgage loans in the mortgage pool are likely to experience rates of delinquency, foreclosure and bankruptcy that are higher, and that may be substantially higher, than those experienced by mortgage loans underwritten in a more traditional manner.“*

#### cc) Aktuelle Entwicklung: Finanzielle Schwierigkeiten von Originatoren

In sieben<sup>70</sup> Fällen der Subprime-Stichprobe, erstmals in den Emissionen SP2 und SP3 mit dem Emissionsdatum 28.02.2007, wird betont, dass in jüngster Vergangenheit mehrere („a number of“) Originatoren insbesondere von Subprime Darlehen in finanzielle Schwierigkeiten geraten sind. Dies hätte bereits in einigen Fällen zur Insolvenz geführt. Teilweise werden Angaben zu den Ursachen der Schwierigkeiten genannt und auf den rückläufigen Markt für

---

<sup>63</sup> AA2 (S-15), AA5 (S-18), AA8 (S-18),

<sup>64</sup> AA2 (S-15), AA5 (S-18), AA8 (S-18),

<sup>65</sup> AA2 (S-15), AA5 (S-18), AA8 (S-18),

<sup>66</sup> AA11 (S-25), AA13 (S-19)

<sup>67</sup> AA2 (S-15), AA4 (S-15), AA5 (S-18), AA8 (S-18), AA10 (S-16),

<sup>68</sup> AA3 (S-18),

<sup>69</sup> SP1 (S-16), SP3 (S-15), SP5 (S-23), SP11 (S-16)

<sup>70</sup> SP2 (S-20), SP3 (S-27), SP5 (S-15f.), SP6 (S-15f.), SP9 (S-14), SP10 (S-29).

Hypothekendarlehen<sup>71</sup> sowie Verpflichtungen zum Rückkauf von Darlehen verwiesen. Der Rückkauf resultiere entweder aus frühen Zahlungsausfällen<sup>72</sup> oder auf dem Nichteinhalten von Garantien („fraud claims“)<sup>73</sup>.

#### Anstieg der Zahlungsverzögerungen bei einem Originator

In einem Fall<sup>74</sup> der Alt-A-Stichprobe wird auf den Anstieg der Zahlungsverzögerungen bei vorangegangenen Verbriefungstransaktionen von [C] hingewiesen. [C] oder mit ihr verbundene Unternehmen sind Verkäufer der gesamten Poolkredite dieser Transaktion.

#### Bilanzierungsfehler in vergangenen Abschlüssen der Muttergesellschaft des Originators

In einem<sup>75</sup> Fall der Alt-A-Stichprobe wird im Emissionsprospekt berichtet, dass [P.] Corp., die börsennotierte Muttergesellschaft des Originators [PM]. (Originator von rd. 90% des Kreditpools der Transaktion), nicht in der Lage sei, den Jahresabschluss für das Jahr 2006 fristgemäß bei der SEC einzureichen. Zudem bestehe bei den Jahresabschlüssen der Jahre 2001 bis einschließlich 2004 der [P.] aufgrund von Fehlern wesentlicher Korrekturbedarf, auf Informationen aus diesen Abschlüssen und den jeweiligen Prüfungsberichten der Wirtschaftsprüfungsgesellschaften könne nicht mehr vertraut werden. Die erforderlichen Anpassungen seien in dem im November 2006 veröffentlichten Jahresabschluss des Jahres 2005 enthalten. Dennoch könnten diese Ereignisse einen wesentlichen negativen Einfluss auf das Geschäft und die Liquidität der [P.] sowie die Fähigkeit der [PM], ihren Verpflichtungen aus dem „Pooling and Servicing Agreement“ nachzukommen und den Kreditpool abzuwickeln. Dies könne einen wesentlichen negativen Effekt hinsichtlich des Werts der Wertpapiere haben.

#### Veräußerung eines Originators

In SP10<sup>76</sup> wird bezüglich [A] (Originator für rd. 37% der Poolkredite<sup>77</sup>) darauf hingewiesen, dieser sei am 04.06.2007, drei Wochen vor der Datierung des Emissionsprospektes, an [L]

---

<sup>71</sup> SP2 (S-20), SP5 (S-15f.), SP6 (S-16), SP9 (S-14), SP10 (S-29).

<sup>72</sup> SP2 (S-20), SP5 (S-15f.), SP6 (S-16), SP9 (S-14), SP10 (S-29).

<sup>73</sup> SP5 (S-15f.), SP6 (S-16),

<sup>74</sup> AA7 (S-34)

<sup>75</sup> AA6 (S-33f.)

<sup>76</sup> SP10 (S-29)

<sup>77</sup> SP10 (S-36)

veräußert worden. Der Kauf stehe unter diversen Bedingungen. Ob er abgewickelt werde sei daher ungewiss. Ebenso der Einfluss der Transaktion auf die Fähigkeit von [A], seinen Verpflichtungen aus dieser Transaktion nachzukommen.<sup>78</sup>

#### Höhere Ausfallrate bei mittelbarer Kreditvergabe

Im Basisprospekt von SP5<sup>79</sup> wird berichtet Hypothekenkredite, die nicht durch den Originator selbst, sondern im seinem Auftrag durch Dritte vergeben wurden („unaffiliated broker or correspondents“), könnten eine höhere Ausfallrate aufweisen, wobei gerade im Subprime-Bereich eine wesentliche Anzahl an Krediten entsprechend vergeben werden.<sup>80</sup>

#### Erhöhtes Ausfallrisiko durch Betrügereien

Dem Basisprospekt von SP5<sup>81</sup> ist zu entnehmen, dass Betrügereien aufgrund vorgetäuschter Identität des Kreditnehmers im Rahmen des Kreditvergabeprozesses das Zahlungsausfallrisiko erhöhen.

### **d) Kreditberichte**

#### **Subprime**

In zwei<sup>82</sup> Kreditberichten der BayernLB zur Subprime-Stichprobe werden die Originatoren analysiert. So wird im Kreditbericht zu SP3 die Erfahrung des Originators betont („*very experienced originator and servicer*“). Im Kreditbericht zu SP8 ist ausgeführt, dass einige der Originatoren nicht gut bekannt seien, ohne diese namentlich zu benennen.

---

<sup>78</sup> „No assurance can be made that the sale of [A.] will be completed by the third quarter of 2007 or if such sale will be completed at all, and no assurance can be made regarding the impact such sale will have on [A.] or its ability to perform its obligations under the transaction documents.“

<sup>79</sup> SP5 (Basisprospekt S.1f.)

<sup>80</sup> „Mortgage loans that have been originated on behalf of the originators by unaffiliated brokers or correspondents rather than directly by the originators themselves may experience a higher rate of delinquencies and defaults. In particular, a substantial number of subprime mortgage loans are originated by brokers rather than directly by the related originators.“

<sup>81</sup> SP5 (Basisprospekt S.1f.)

<sup>82</sup> SP3, SP8

Im Kreditbericht zu SP10 wird positiv bewertet, dass es sich bei 88% der Kredite des Kreditpools um „conforming loans“ handelt, da die jeweilige Kreditsumme unterhalb von US\$ 417.000 liege so dass diese „conforming“ Kredite zur Refinanzierung bei Fannie Mae und Freddie Mac berechtigt seien („*Conforming Loans are eligible for Fannie Mae or Freddie Macs refinancing*“). Dies steht aber im Widerspruch zum Emissionsprospekt von SP10, in dem es heißt, dass die zugrunde liegenden Kredite des Forderungspools grundsätzlich nach „non-conforming“ Kreditvergabestandards vergeben wurden („*The mortgage loans were underwritten generally in accordance with underwriting standards which are primarily intended to provide for single family “non-conforming” mortgage loans.*“), so dass sie nicht zum Kauf durch Fannie Mae und Freddie Mac geeignet sind.

In fünf<sup>83</sup> Kreditberichten zur Subprime-Stichprobe wird bei Beschreibung der Ergebnisse des durchgeführten Stresstests darauf hingewiesen, dass die Kreditvergaberichtlinien in denen zum Vergleich herangezogenen Jahren 1994 bis 2004 konservativer als in den letzten Jahren waren.

### **Alt-A**

Im Kreditbericht<sup>84</sup> zu AA1 wird als eine der Stärken des Investments angesehen, dass [W] ein sehr erfahrener und fähiger Originator sei („*very experienced and capable originator*“). In den zwei<sup>85</sup> anderen Fällen wird der Originator als ein Schwachpunkt des Investments angesehen, so wird im Bericht zu AA10 als Schwäche dargestellt, dass nur begrenzte Informationen über einen der Originator [A] vorlägen, der lt. Emissionsprospekt für 2,75%<sup>86</sup> der verbrieften Kredite verantwortlich ist. Bei AA4 wird die Vielzahl der beteiligten Originatoren („*multiple originators (sub servicers)*“) negativ beurteilt. Im Emissionsprospekt werden drei Originatoren genannt, die 53,4% der Poolkredite vergeben haben. Der restliche Anteil (46,6%) entfällt auf nicht benannte Originatoren, deren Zahl nicht angegeben ist. Die Stichprobe enthält jedoch noch weitere Fälle, in denen für maßgebliche Teile des Pools die Originatoren nicht angegeben werden (z.B. AA3 mit einem Anteil von nicht namentlich genannten Originatoren in Höhe von 52,8%<sup>87</sup>), ohne dass die Kreditberichte entsprechende Bewertungen vornehmen.

---

<sup>83</sup> SP1, SP2, SP4, SP7, SP11

<sup>84</sup> AA1 (S-30)

<sup>85</sup> AA4, AA10

<sup>86</sup> AA10 (S-33)

<sup>87</sup> AA3 (S-47)

In zwei<sup>88</sup> Kreditberichten zur Stichprobe der Alt-A wird die hohe Kreditqualität des Forderungspools als Stärke des Investments bezeichnet. Die Qualität zeige sich an den niedrigen Anforderungen, die die Ratingagenturen für ein AAA-Rating an das Credit Enhancement stellten. Im Kreditbericht zu AA4 heißt es: *“The low credit support (6,50%) required by the rating agencies evidenced the high credit quality of the underlying collateral”*. Im Kreditbericht zu AA8 steht: *“The low credit support required by the rating agencies evidenced the high credit quality of the underlying collateral”*. Hier wird also kein Rückschluss von der Kreditqualität des Forderungspools auf die Angemessenheit des Credit Enhancements gezogen. Es wird vielmehr umgekehrt aus den Anforderungen der Ratingagenturen an das Credit Enhancement auf die Kreditqualität des Forderungspools gefolgert. Diese Ausführungen im Kreditbericht der Bayerischen Landesbank zu AA4 und AA8 stehen darüber hinaus auch im Widerspruch zu den entsprechenden Emissionsprospekten. Dort wird nämlich ausgeführt, dass bei AA8 die Poolkredite grundsätzlich<sup>89</sup> bzw. bei AA4 alle<sup>90</sup> Poolkredite nach nicht normgerechten Kreditvergabestandards vergeben wurden. In Folge dessen sei mit höheren und möglicherweise sogar wesentlich höheren Ausfällen zu rechnen, als bei Krediten, die nach traditionelleren Kreditvergabestandards vergeben werden (*„As a result, the mortgage loans are likely to experience rates of delinquency, foreclosure and bankruptcy that are higher, and that may be substantially higher, than those experienced by mortgage loans underwritten in a more traditional manner.“*).

### **Nicht enthaltene Punkte**

In keinem der Kreditberichte zu den Papieren der Stichprobe der US RMBS Subprime und US RMBS Alt-A werden die Ausnahmeregelungen von den Kreditvergaberichtlinien der Originatoren und die fehlenden Angaben in den Emissionsprospekten zur Art und zum Umfang der Ausnahmen thematisiert. Gleiches gilt für die Kreditprogramme und Kreditkategorien der Originatoren. Zudem werden die finanziellen Schwierigkeiten mehrerer Originatoren in keinem der Fälle<sup>91</sup>, in denen in den Emissionsprospekten darauf hingewiesen wird, in den Kreditberichten der Bayerischen Landesbank erwähnt.

---

<sup>88</sup> AA4, AA8

<sup>89</sup> AA8 (S-18)

<sup>90</sup> AA4 (S-15)

<sup>91</sup> SP2 (S-20), SP3 (S-27), SP5 (S-15f.), SP6 (S-15f.), SP9 (S-14), SP10 (S-29) und AA6 (S-32), AA11 (S-26), AA12 (S-39f.)

Für den Fall AA6 werden die möglichen negativen Folgen aus vergangenen Bilanzierungsfehlern im Kreditbericht nicht angegeben.

In allen acht Fällen, in denen im Emissionsprospekt von Alt-A-Transaktionen unter den Risikofaktoren auf höhere Ausfallrisiken im Zusammenhang mit der Vergabe von nicht normgerechten („non-conforming“) Krediten verwiesen wird, erfolgt im Kreditbericht kein entsprechender Hinweis. Weiter wird nicht berichtet, dass bei dem Originator der Transaktion AA7 ein Anstieg der Zahlungsverzüge bei vorangegangenen Verbriefungstransaktionen zu verzeichnen sei.

## **7. Informationen zu Schuldern und Krediten<sup>92</sup>**

### **a) Debt-to-Income-Ratio („DTI“)<sup>93</sup>**

#### **aa) Emissionsprospekte Subprime**

In den Emissionsprospekten der zwölf Subprime-Stichproben werden zum DTI der Schuldner des Forderungspools

- in vier Fällen<sup>94</sup> Angaben gemacht und
- in acht Fällen keine Angaben gemacht.

Von den vier Fällen, in denen Angaben zum DTI enthalten sind, wird

- in drei Fällen<sup>95</sup> das durchschnittliche DTI angegeben, welches im Bereich zwischen 41 % und 42 % liegt, während es in einem Fall nicht angegeben wird.
- in drei Fällen<sup>96</sup> die Verteilung des DTI in Bandbreiten angegeben, während dies in einem Fall<sup>97</sup> nicht erfolgt.

---

<sup>92</sup> Die nachfolgenden Darstellungen zu Zahlen- und Prozentangaben aus den von uns gesichteten Emissionsprospekten erfolgen teilweise aus Gründen der besseren Übersichtlichkeit gerundet, ohne dass dies gekennzeichnet ist.

<sup>93</sup> Das „debt-to-income“ Ratio (DTI) beschreibt das Verhältnis von monatlichem Schuldendienst zu monatlichem Einkommen des Schuldners. Das DTI ist ein zentrales Kriterium zur Beurteilung der Fähigkeit eines Schuldners, die Zins- und Tilgungszahlungen des aufzunehmenden Kredits durch seine laufenden Einkünfte (insbesondere Arbeitslohn oder Einkünfte aus selbstständiger Tätigkeit) bestreiten zu können.

<sup>94</sup> SP5 (A-55), SP6 (A-II-20), SP7 (page 89), SP12 (A-II-26)

<sup>95</sup> SP5 (A-55), SP6 (A-II-20), SP12 (A-II-26)

<sup>96</sup> SP5, SP7 (page 89), SP12

<sup>97</sup> SP6

In allen diesen vier Fällen

- wird das DTI nicht für die einzelnen Kredite angegeben,
- erfolgt kein Hinweis, wie sich mögliche „Teaser-Rates“<sup>98</sup> auf das DTI auswirken<sup>99</sup> und
- fehlt die Berechnungsgrundlage des DTI, so dass offen ist, ob es sich um ein Front-End oder ein Back-End DTI handelt.

In den neun Fällen, in denen Angaben zum DTI fehlen, kann aus den Informationen zu den Kreditrichtlinien der Originatoren („Underwriting Guidelines“) abgeleitet werden, dass das maximal zulässige DTI zwischen 50 % und 60 % liegt. Hierzu ist jedoch anzumerken, dass

- in allen diesen Fällen Ausnahmen von den jeweiligen Maximalwerten möglich sind, und zwar explizit bezogen auf das DTI (z.B. SP1, S-38: „*Variations in the monthly debt-to-income ratios limit are permitted based on compensating factors.*“) oder durch allgemeine Ausnahmetatbestände (siehe oben Abschnitt 6. a).
- mit drei Ausnahmen<sup>100</sup> nicht angegeben wird, wie die Originatoren das DTI berechnen.
- nicht angegeben wird, wie mögliche „Teaser-Rates“ bei der Berechnung des DTI berücksichtigt wurden.

## **bb) Emissionsprospekte Alt-A**

In den Emissionsprospekten der 12 Alt-A-Stichproben werden zum DTI der Schuldner des Forderungspools nur in fünf Fällen<sup>101</sup> Angaben gemacht. Insoweit wird die Verteilung des DTI in Bandbreiten sowie das durchschnittliche DTI angegeben, welches zwischen 35 % und 40 % liegt. Die Angaben beziehen sich jedoch lediglich auf einen Teil des Forderungspools. Der Anteil des Forderungspools, für den kein DTI verfügbar ist, liegt in diesen Fällen zwischen rd. 11% und 33%. Insofern kann nicht ausgeschlossen werden, dass das tatsächliche gewichtete durchschnittliche DTI des gesamten Forderungspools wesentlich höher liegt. In zwei der fünf Fälle<sup>102</sup> handelt es sich angabegemäß um ein Back-End DTI. In den übrigen drei

---

<sup>98</sup> Sofern Hypothekenkredite für einen Anfangszeitraum zu einem Zinssatz vergeben werden, der unterhalb des Marktzinssatzes liegt, spricht man von „Lockvogel“-Kredit mit „Teaser-Rate“.

<sup>99</sup> Im Basisprospekt SP5, S. 4, wird sogar ausdrücklich darauf hingewiesen: „... *debt-to-income ratios set forth in the prospectus supplement will reflect the scheduled mortgage loan payments ... as of the “cut-off date,” and will not reflect the mortgage loan payment resets that will occur during the life of the mortgage loan. These origination practices may increase the sensitivity of mortgage loan performance and defaults to changes in U.S. economic conditions.*“

<sup>100</sup> SP1 (S-38), SP3 (Basisprospekt S.28), SP11 (S-39)

<sup>101</sup> AA1 (S-113), AA2 (S-42), AA4 (III-3), AA5 (S-50), AA8 (S-44),

<sup>102</sup> AA1 (S-28), AA8 (S-36)

Fällen bleibt offen, ob es sich um ein Front-End oder ein Back-End DTI handelt. In allen fünf Fällen wird das DTI nicht für die einzelnen Kredite bezogen und werden keine Angaben dazu gemacht, wie sich mögliche „Teaser-Rates“ auf das DTI auswirken. In einem Fall<sup>103</sup> wird auf die Risiken aus Krediten mit einem hohen „debt-to-income“ Verhältnis hingewiesen und darauf, dass eine Verschlechterung der finanziellen Situation des Kreditnehmers zu Problemen bei der Bezahlung der Hypothekenraten führen kann.

Von den sieben Fällen, in denen kein DTI genannt wird, ist in drei Fällen<sup>104</sup> auch in den Informationen zu den Kreditrichtlinien der Originatoren („Underwriting Guidelines“) das danach maximal zulässige DTI nicht angegeben. In den anderen vier Fällen<sup>105</sup> liegt das maximal zulässige DTI zwischen 33 % und 60 %. Zu den letzteren Fällen ist anzumerken, dass

- Ausnahmen von den jeweiligen Maximalwerten möglich sind,
- nicht angegeben wird, wie „Teaser-Rates“ bei der Berechnung des DTI berücksichtigt werden und
- in zwei Fällen<sup>106</sup> nicht angegeben wird, wie die Originatoren das DTI berechnen.

### cc) Kreditberichte und Kreditprüfung der BayernLB

Das DTI wird nur in einem der Kreditberichte zu den Subprime- und den Alt-A-Papieren angesprochen. Bei AA4 wird im Rahmen der Analyse der Schwächen des Investments auf den hohen Anteil (33%) an Krediten mit einem DTI von mehr als 60% hingewiesen. Weitere Ausführungen erfolgten nicht. Die im Kreditbericht gemachten Angaben stehen im Widerspruch zum Emissionsprospekt, denn danach beträgt der Anteil an Schuldner mit einem DTI von über 50% nur 4,6% und der Anteil an Krediten mit einem DTI von mehr als 60% nur 0,23%<sup>107</sup>

Die BayernLB hat uns zum Umfang ihrer Prüfung des DTI der Forderungspool schriftlich erläutert, dass das DTI, wie in den Product Papers beschrieben, ein relevanter Faktor für die Analyse von Hypothekengpools war und bei der Analyse/Genehmigung einzelner Investments explizit berücksichtigt worden sei. Es sei jedoch keine fixe Beschränkung vorgenommen

---

<sup>103</sup> AA4 (S-14)

<sup>104</sup> AA3, AA11, AA12

<sup>105</sup> AA6 (S-74), AA7 (S-44, 46), AA10 (S-39), AA13 (S-45, 47)

<sup>106</sup> AA6, AA 10. Bei AA7 und AA13 werden maximal zulässige Werte sowohl für das Front-End DTI als auch für das Back-End DTI angegeben.

<sup>107</sup> AA4 (S-14 i.V.m. III-3)

worden, sondern die Bank hätte das DTI zusammen mit anderen Faktoren bei der Kreditentscheidung mit dem Ziel berücksichtigt, eine überdurchschnittliche Anhäufung von Negativattributen zu vermeiden. Die Ausprägung dieser Faktoren sei im Zusammenhang mit den sonstigen Portfolioattributen beurteilt und dem verfügbaren Credit Enhancement gegenübergestellt worden.<sup>108</sup>

## **b) FICO-Score<sup>109</sup>**

### **aa) Emissionsprospekte Subprime**

In allen Emissionsprospekten der US RMBS Subprime Stichprobe ist eine durchschnittliche Kreditpunktzahl (Credit Score) angegeben. Zusätzlich werden Bandbreiten der Credit Scores unter Angabe weiterer Poolcharakteristika (wie z.B. das durchschnittliche LTV oder das durchschnittliche Kreditvolumen) angegeben. Eine Angabe des Credit Score auf Einzelkreditbasis war keinem der Prospekte zu entnehmen.

### **Angewendetes Credit Score-Modell**

Auf welcher methodischen Grundlage der Credit Score ermittelt wurde, ist lediglich in drei<sup>110</sup> Fällen klar, hier wurde der FICO-Score verwendet. In den restlichen neun Fällen wird in den tabellarischen Übersichten nur allgemein vom „Credit Score“ oder „Credit Bureau Risk Score“ gesprochen.<sup>111</sup> Auch aus der Definition der Begriffe in den Emissionsprospekten lässt sich die Vergleichbarkeit dieser Credit Scores mit dem FICO-Score nicht ableiten. Dazu die folgenden beiden typischen Beispiele:

---

<sup>108</sup> Vgl. Fragen- und Anforderungsliste zur Stichprobe US-RMBS, insbesondere RMBS Subprime, Antwort zu Frage 28.

<sup>109</sup> Das US-Unternehmen Fair Isaac Corporation („FICO“) hat ein Punktesystem („FICO Score“) entwickelt, mit dessen Hilfe Gläubiger die Bonität eines Verbrauchers einschätzen können. Mit dem FICO Score soll die Kreditwürdigkeit eines potentiellen Kreditnehmers und die damit einhergehende Wahrscheinlichkeit eines Kreditausfalles anhand einer Bewertungsskala quantifiziert und in einer Kreditpunktzahl verdichtet werden. FICO Scores werden in den USA seit langem zur Bonitätseinschätzung bei der Kreditvergabe genutzt und sind weit verbreitet.

<sup>110</sup> SP2 (S-33), SP6 (II-20) , SP12 (S-24)

<sup>111</sup> Im Falle des SP7 wird in der Beschreibung der Underwriting Guidelines des Originator eine Risikoeinteilung auf Basis des FICO-Score vorgenommen. Dies gilt teilweise auch für SP8, SP9 und SP10. Jedoch ist die Nutzung alternativer Credit Scores auf Basis von Wholesale-Transaktionen oder aufgrund von „Underwriting Exceptions“ nicht ausgeschlossen und auch vom Umfang her nicht einzugrenzen.

*“Many lenders obtain credit scores in connection with mortgage loan applications to help them assess a borrower’s creditworthiness. They obtain credit scores from credit reports provided by various credit reporting organizations, each of which may employ differing computer models and methodologies.”<sup>112</sup>*

*“The “Credit Bureau Risk Score” is a statistical credit score obtained by [Originator] in connection with the loan application to help assess a borrower’s creditworthiness. Credit Bureau Risk Scores are generated by models developed by a third party and are made available to mortgage lenders through three national credit bureaus.”<sup>113</sup>*

In diesen neun Fällen enthalten die Beschreibungen jedoch Bandbreiten, innerhalb derer sich der „Credit Score“ bzw. der „Credit Bureau Risk Score“ theoretisch bewegen kann. Dabei wird in sechs<sup>114</sup> Fällen eine mögliche Bandbreite von 250-900 und in drei<sup>115</sup> Fällen eine solche von 350-840 bzw. 300-850 genannt. Gleichzeitig wird angegeben, dass ein höherer Credit Score auch eine bessere Kredithistorie des Schuldners anzeigen soll.

Es ist in allen neun Fällen unklar, ob bei der Ermittlung der Kreditpunktzahlen der Schuldner des jeweiligen Forderungspools verschiedene Credit Score-Modelle gemischt angewendet wurden, so dass nicht ausgeschlossen werden kann, dass für verschiedene Kreditnehmer im Forderungspool unterschiedliche Credit Score-Modelle verwendet wurden. Gleiches gilt für die Fälle, in denen der Forderungspool von mehreren Originatoren angekauft wurde oder die Originatoren Hypothekenkredite von anderen Originatoren angekauft haben (Wholesale-Transaktionen). Die Angaben im Emissionsprospekt SP8 (S-33) deuten auf die Verwendung unterschiedlicher Modelle hin: *„various credit reporting organizations, each of which may employ differing computer models and methodologies“*.

### **Welche Kreditagenturen haben den Credit Score berechnet?**

In den Ausführungen zu den Kreditvergaberichtlinien („Underwriting Guidelines“) der Originatoren sind Angaben enthalten, welche Kreditagenturen die Credit Scores berechnet haben. Diese Angaben sind jedoch so weit formuliert, dass daraus keine verlässlichen Aussagen ab-

---

<sup>112</sup> SP 8 (S-33)

<sup>113</sup> SP 11 (S-42):

<sup>114</sup> SP1 (S-41), SP3(S-38), SP5 (S-38), SP7 (page 15), SP9 (S-42) und SP11 (S-42).

<sup>115</sup> SP4 (S-41), SP8 (S-33), SP10 (S-32),

geleitet werden können, wie folgendes typisches Beispiel aus dem Emissionsprospekt von SP1 zeigt (vgl. im Übrigen ausführlich Abschnitt 6. a):<sup>116</sup>

„The following is a description of the underwriting procedures customarily employed by [Originator] with respect to credit-blemished mortgage loans.

[...]

On a case by case basis, [Originator] may determine that, based upon compensating factors, a prospective borrower not strictly qualifying under the underwriting risk category guidelines described below warrants an underwriting exception. Compensating factors may include low loan-to-value ratio, low debt-to-income ratio, stable employment, time in the same residence or other factors. It is expected that a significant number of the Mortgage Loans will have been originated based on these types of underwriting exceptions.

[...]

In determining a Credit Bureau Risk Score for a particular borrower, [Originator] attempts to obtain Credit Bureau Risk Scores from each of the three national credit bureaus that produce these scores. Although different scores may be available from each of the three national credit bureaus for a particular borrower, [Originator] will use only one score in its determination of whether to underwrite a mortgage loan, based on the following methodology: if scores are available from each of the three national credit bureaus, [Originator] will disregard the highest and lowest scores, and use the remaining score; and if scores are available from only two of the three national credit bureau, [Originator] will use the lower of the two scores. In the case of a mortgage loan with more than one applicant, [Originator] will use the Credit Bureau Risk Score of the applicant contributing the highest percentage of the total qualifying income. If only one score is available, or no score is available, [Originator] will follow its limited credit guidelines. Under the limited credit guidelines, credit histories may be developed using rent verification from current and/or previous landlords, proof of payment to utilities such as telephone, or verification from other sources of credit or services for which the applicant has (or had) a regular financial obligation.”

Zum Teil finden sich in anderen Abschnitten des Emissionsprospekts Angaben zu den Kreditagenturen. Dabei wird

- in sechs<sup>117</sup> Fällen keine Angabe gemacht, aus welcher Quelle der im Emissionsprospekt genannte Credit Score stammt,

---

<sup>116</sup> SP1 (S-37 bis S-41)

<sup>117</sup> SP1, SP2, SP5, SP6, SP7, SP9.

- in drei<sup>118</sup> Fällen berichtet, dass die Credit Scores von diversen Kreditagenturen („various credit reporting organizations“) herrühren,
- in zwei<sup>119</sup> Fällen auf drei nationale Kreditagenturen verwiesen und
- in einem<sup>120</sup> Fall explizit „Equifax“, „Trans Union“ und „First American (formerly Experian)“ als Kreditagentur genannt.

In keinem Fall ist angegeben, wie viele Credit Scores tatsächlich vorlagen, wie der Credit Score bei Vorliegen mehrerer Werte berechnet wird und wie verfahren wird, falls – z.B. aufgrund nicht ausreichender Datenbasis – für einen oder mehrere Kreditnehmer überhaupt kein Credit Score vorliegt.

Aus den – nicht verlässlichen – Beschreibungen in den Kreditvergaberichtlinien der Originatoren lässt sich für zwei<sup>121</sup> Fälle ableiten, dass ohne Vorliegen eines Credit Score die Kreditwürdigkeit z.B. anhand des historischen Zahlungsverhaltens (z.B. planmäßige Mietzahlungen, Telefonrechnung oder ähnliche Kosten) beurteilt wurde.

### **Zeitpunkt der Ermittlung des Credit Score**

In acht Fällen<sup>122</sup> wird berichtet, dass die Credit Scores zum Cut-off Date vorliegen. In vier<sup>123</sup> Fällen ist angegeben, dass die Credit Scores zum Zeitpunkt der Kreditvergabe bezogen werden, wobei dies in drei<sup>124</sup> Fällen nur für im Wesentlichen alle („substantially all“) Kredite gilt.

---

<sup>118</sup> SP4 (S-41), SP8 (S-33), SP10 (S-32)

<sup>119</sup> SP3 (S-38), SP 11 (S-42)

<sup>120</sup> SP12 (S-24)

<sup>121</sup> SP1 (S-41), SP11 (S-42)

<sup>122</sup> SP2 (S-24): *“The mortgage loans are expected to have the following characteristics as of the cut-off date (...)”*, SP4 (page 129), SP5 (S-36): *“Statistical information with respect to the Mortgage Loans as of the Statistical Cut-off Date is set forth in Annex A to this prospectus supplement.”*, SP6 (S-6), SP7 (S-24), SP8 (A-10), SP10 (A-2), SP12 (A-II-29).

<sup>123</sup> SP1 (A-29), SP3 (A-18), SP9 (S-42), SP11 (A-28)

<sup>124</sup> SP1 (A-29), SP3 (A-18), SP11 (A-28)

## Poolanteile mit extrem „schlechten“ Schuldnern

Der gewichtete Anteil der Credit Scores mit einem Wert unterhalb der von der BayernLB vorgegebenen Ankaufskriterien stellt sich für die US RMBS Subprime Stichprobe wie folgt dar:

Stichprobe	Rang der Tranche	Bezeichnung	Anteil
SP1	Mezzanine	Credit Bureau Risk Score	ca. 43% des Pools < 601
SP2	Mezzanine	FICO <sup>125</sup>	ca. 41% des Pools < 600
SP3	Senior	Credit Bureau Risk Score	ca. 33% des Pools ≤ 600
SP4	Mezzanine	Credit Score	ca. 35% des Pools < 601
SP5	Senior	Credit Score	ca. 26% des Pools < 600
SP6	Senior	FICO	ca. 47% des Pools ≤ 600
SP7	Mezzanine	Credit Score	ca. 31% des Pools < 600
SP8	Senior	Credit Score	ca. 28% des Pools < 600
SP9	Senior	Credit Score	ca. 30% des Pools < 600
SP10	Senior	Credit Score	ca. 43% des Pools < 600
SP11	Mezzanine	Credit Bureau Risk Score	ca. 44% des Pools < 601
SP12	Senior	FICO-Score	ca. 10% des Pools ≤ 600

### bb) Emissionsprospekte Alt-A

In allen Emissionsprospekten der US RMBS Alt-A Stichprobe wird zum einen ein durchschnittlicher Credit Score angegeben und zum anderen die Verteilung der Credit Scores in Bandbreiten dargestellt. Nur in acht<sup>126</sup> Fällen erfolgen zu den Bandbreiten der Credit Scores weitere Angaben, damit ist in den anderen vier Fällen z.B. nicht erkennbar, welches durchschnittliche LTV oder Kreditvolumen die Schuldner mit einem besonders niedrigen Credit Score haben. Eine Angabe des Credit Score auf Einzelkreditbasis erfolgte in keinem der Prospekte.

<sup>125</sup> In der Überschrift der Tabelle im Anhang steht Credit Score, der durchschnittliche gewichtete Credit Score bezieht sich allerdings wohl auf den FICO.

<sup>126</sup> AA2 (S-43), AA3 (I-1), AA4 (III-1), AA5 (S-51), AA7 (A-41), AA8 (S-45), AA10 (I-2), A13 (A-4).

## Angewendetes Credit Score-Modell

Auf welcher methodischen Grundlage der Credit Score ermittelt wurde, ist lediglich in vier<sup>127</sup> Fällen klar, hier wurde der FICO-Score verwendet. In den restlichen acht Fällen ist lediglich allgemein vom „Credit Score“ oder „Credit Bureau Risk Score“ die Sprache.<sup>128</sup> Aus der Beschreibung der Begriffe in den Emissionsprospekten lässt sich die Vergleichbarkeit dieser Credit Scores mit dem FICO-Score nicht ableiten, wie die beiden folgenden typischen Beispiele zeigen:

*„Credit Scores are obtained by some mortgage lenders in connection with loan applications to help assess a borrower’s creditworthiness. In addition, Credit Scores may be obtained by [Originator] or the designated seller after the origination of a loan if the seller does not provide a current Credit Score. Credit Scores are obtained from credit reports provided by various credit reporting organizations, each of which may employ differing computer models and methodologies. The Credit Score is designed to assess a borrower’s credit history at a single point in time, using objective information currently on file for the borrower at a particular credit reporting organization. Although each scoring model varies, typically Credit Scores range from approximately 350 to approximately 840, with higher scores indicating an individual with a more favorable credit history compared to an individual with a lower score.*<sup>129</sup>

*„As set forth in the tables below, “Credit Scores” are statistical scores obtained by many mortgage lenders in connection with the loan application to help assess a borrower’s creditworthiness. Credit Scores are generated by models developed by a third party and are made available to lenders through three national credit bureaus.”<sup>130</sup>*

In nur einem<sup>131</sup> dieser acht Fälle wird eine mögliche Bandbreite von 250-900 genannt, innerhalb derer sich der „Credit Score“ bzw. der „Credit Bureau Risk Score“ theoretisch bewegen kann. In den sieben<sup>132</sup> übrigen Fällen wird ausschließlich erwähnt, dass ein höherer Credit Score auch eine bessere Kredithistorie des Schuldners anzeigen soll.

---

<sup>127</sup> AA6 (S-51) AA7 (A-41), AA12 (S-58), A13 (A-4)

<sup>128</sup> Als Maßstab sind hierbei die tabellarischen Übersichten zu dem Forderungspool herangezogen worden, in denen der Begriff „Credit Score“ verwendet wird.

<sup>129</sup> AA4 (Basisprospekt S.23)

<sup>130</sup> AA11 (S-33)

<sup>131</sup> AA11 (S-33),

<sup>132</sup> AA1, AA2, AA3, AA4, AA5, AA8, AA10

Es ist in allen acht Fällen unklar, ob bei der Ermittlung der Kreditpunktzahlen der Schuldner des jeweiligen Forderungspools verschiedene Credit Score-Modelle gemischt angewendet wurden, so dass nicht ausgeschlossen werden kann, dass für verschiedene Kreditnehmer im Forderungspool unterschiedliche Credit Score-Modelle verwendet wurden. Gleiches gilt für die Fälle, in denen der Forderungspool von mehreren Originatoren angekauft wurde oder die Originatoren Hypothekenkredite von anderen Originatoren angekauft haben (Wholesale-Transaktionen). Die Angaben im Emissionsprospekt AA3 (S.14) deuten sogar darauf hin, dass es in solchen Fällen zur Nutzung unterschiedlicher Modelle gekommen sein könnte: „*various credit reporting organizations, each of which may employ differing computer models and methodologies.*”

### **Welche Kreditagenturen haben den Credit Score berechnet?**

In den Ausführungen zu den Kreditvergaberichtlinien („Underwriting Guidelines“) der Originatoren sind Angaben enthalten, welche Kreditagenturen die Credit Scores berechnet haben. Diese Angaben sind aber so weit formuliert, dass daraus keine verlässlichen Aussagen abgeleitet werden können. Zum Teil finden sich in anderen Abschnitten des Emissionsprospekts Angaben zu den Kreditagenturen. Dabei wird

- in neun<sup>133</sup> Fällen keine Angabe gemacht, aus welcher Quelle der im Emissionsprospekt genannte Credit Score stammt,
- in einem<sup>134</sup> Fall auf drei nationale Kreditagenturen verwiesen und
- in zwei<sup>135</sup> Fällen wird berichtet, dass die Credit Scores von “Equifax”, “Trans Union” und “First American (formerly Experian)” stammen.

In keinem Fall wird angegeben, wie viele Credit Scores tatsächlich vorlagen, wie der Credit Score bei Vorliegen mehrerer Werte berechnet wird und wie verfahren wird, falls – z.B. aufgrund nicht ausreichender Datenbasis – für einen oder mehrere Kreditnehmer überhaupt kein Credit Score vorliegt.

Aus den – nicht verlässlichen – Beschreibungen in den Underwriting Guidelines lässt sich in zwei<sup>136</sup> Fällen ableiten, dass, falls kein Credit Score vorliegt, die Kreditwürdigkeit zum Bei-

---

<sup>133</sup> AA1, AA2, AA3, AA4, AA5, AA7, AA8, AA10, AA13.

<sup>134</sup> AA11 (S-33)

<sup>135</sup> AA6 (S-36 i.V.m. Basisprospekt S.14), AA12 (S-42 i.V.m. Basisprospekt S.14)

spiel aus dem historischen Zahlungsverhaltens (z.B. planmäßige Mietzahlungen der Versicherungszahlungen für das Auto oder ähnliche Kosten) beurteilt wird.

### Zeitpunkt der Ermittlung des Credit Scores

In acht<sup>137</sup> Fällen wird berichtet, dass die Credit Scores zum Cut-Off-Date vorliegen. In zwei<sup>138</sup> Fällen wurden die Credit Scores bei Kreditvergabe bezogen. In zwei<sup>139</sup> Fällen werden keine Angaben gemacht zu welchem Zeitpunkt die Credit Scores ermittelt wurden. In einem<sup>140</sup> dieser Fälle wird darauf hingewiesen, dass die angegebenen und verwendeten Credit Scores schon älter sind und sie daher nicht mit denen des Datums des Prospektes übereinstimmen könnten.<sup>141</sup>

### Poolanteile mit extrem „schlechten“ Schuldnern

Der gewichtete Anteil der Credit Scores mit einem Wert unterhalb der von der BayernLB vorgegebenen Ankaufskriterien stellt sich für die US RMBS Alt-A Stichprobe wie folgt dar:

Stichprobe	Rang der Tranche	Bezeichnung	Anteil
AA1	Senior	Credit Score	ca. 4% des Pools < 660
AA2	Senior	Credit Score	ca. 24% des Pools < 660
AA3	Senior	Credit Score	ca. 14% des Pools < 660
AA4	Senior	Credit Score	ca. 41% des Pools < 660
AA5	Senior	Credit Score	ca. 20% des Pools ≤ 660
AA6	Senior	FICO	ca. 22% des Pools < 660
AA7	Senior	FICO Credit Scores	ca. 16% des Pools < 660
AA8	Senior	Credit Score	ca. 24% des Pools < 660
AA10	Senior	Original Credit Bureau Risk Scores	ca. 8% des Pools < 660
AA11	Senior	Credit Scores	ca. 1% des Pools < 660
AA12	Senior	FICO	ca. 17% des Pools < 660
AA13	Senior	FICO Credit Scores	ca. 17% des Pools ≤ 660

<sup>136</sup> AA12 (S-73, für 8% der relevanten Loan Group), AA13 (S-40, für 74% der relevanten Loan Group).

<sup>137</sup> AA2 (S-29 i.V.m. S-4), AA3 (S-42), AA4 (III-1), AA5 (S-38 i.V.m. S-4), AA6 (S-38) " Subject to a permitted variance of plus or minus 5%, as of the Cut-Off Date, the Group I Mortgage Loans have the following additional characteristics (...)", AA8 (S-33) " Set forth below is a description of certain additional characteristics of the statistical Group 1 Loans as of the Cut-off Date, except as otherwise indicated.", AA11 (S-78), AA12 (S-45)

<sup>138</sup> AA7 (A-1), AA13 (S-35)

<sup>139</sup> AA1, AA10

<sup>140</sup> AA1 (S-47)

<sup>141</sup> So heißt es in AA1 (S-47): „The credit scores shown were collected from a variety of sources over a period of weeks, months or longer, and the credit scores do not necessarily reflect the credit scores that would be reported as of the date of this prospectus supplement.”

### **cc) In den Emissionsprospekten angegebene Risikofaktoren**

In sechs<sup>142</sup> Fällen der Subprime-Stichprobe und in sechs Fällen<sup>143</sup> der Alt-A-Stichprobe wird hingewiesen, dass der Credit Score nur eine begrenzte Aussagekraft besitzt. Er basiere auf dem zurückliegenden Zahlungsverhalten eines Kreditnehmers und stelle keinen Indikator bezüglich des zukünftigen Zahlungsverhaltens dar. Zudem sei der Credit Score eigentlich für Konsumentenkredite und für einen Zeithorizont von lediglich zwei Jahren entwickelt. Spezifische Hypothekenkredite, ihre Risiken und auch ihre längeren Laufzeiten blieben bei der Berechnung unberücksichtigt.

### **dd) Kreditberichte und Kreditprüfung der BayernLB**

In allen Kreditberichten der BayernLB ist ein durchschnittlicher FICO-Score angegeben. In einigen Kreditberichten wird – ohne auf die Verteilung einzugehen – der durchschnittliche FICO-Score als Stärke des Forderungspools dargestellt:

- Bei SP3 wird der durchschnittliche FICO-Score von 630 als Stärke des Pools bezeichnet, da er überdurchschnittlich für eine Subprime-Transaktion sei. Dass gleichzeitig ca. 33% des Forderungspools eine Kreditpunktzahl von weniger als 601 aufweisen, wird nicht angegeben.<sup>144</sup>
- Bei AA4 wird der durchschnittliche FICO-Score von 680 als positiv bewertet, obwohl 41% der relevanten Loan Group einen Credit Score von weniger als 660 aufweisen.<sup>145</sup>
- Im SP10 wird der durchschnittliche FICO von 610 als Stärke beschrieben, weil dies genau dem minimal erforderlichen Erwerbskriterium entspräche. Hierbei handelt es sich allerdings um den Erwerb einer Senior-Tranche, die eigentlich nur ein geringeres Erwerbskriterium von minimal 600 vorsieht. Es wird auch nicht erläutert, warum dies als eine Stärke angesehen wird, obwohl sich ca. 43% des Pools unterhalb von 600 und ca. 22% sogar unterhalb von 560 Kreditpunkten befinden.<sup>146</sup>

Auf die Verteilung von „guten“ und „schlechten“ Credit Scores gehen die Kreditberichte der BayernLB im Grundsatz nicht ein, jedoch mit nachfolgenden drei Ausnahmen:

---

<sup>142</sup> SP4 (S-36), SP6 (S-24), SP7 (page 15), SP8 (S-29), SP10 (S-28), SP12 (S-24).

<sup>143</sup> AA2 (S-15), AA5 (S-17), AA6 (S-31), AA8 (S-17), AA11 (S-30), AA12 (S-39)

<sup>144</sup> SP3 (A-18)

<sup>145</sup> AA4 (III-1)

<sup>146</sup> SP10 (A-2)

- Bei SP6 wird als Schwäche dargestellt, dass 22,7% der Schuldner aus der relevanten Loan Group II einen FICO-Score niedriger als 560 besitzen. Ob und welche Folgerungen daraus gezogen werden, ist zumindest nicht dokumentiert. Die Durchführung eines Stresstests mit erhöhten Ausfallraten für diese Schuldner ist jedenfalls aus dem Kreditbericht nicht erkennbar.
- Bei SP9 wird als kompensatorischer Faktor angesehen, dass 34% des Pools einen FICO-Score zwischen 650 und 900 aufweisen, womit der Nachteil, dass 74 Hypothekendarlehen<sup>147</sup> einen Restbetrag zwischen USD 500.001 und USD 750.000 aufweisen (8,3% des Forderungspools), ausgeglichen werden soll. Weshalb dies kompensierend wirkt, bleibt unklar. Die Kreditpunktzahlen für die Darlehen mit einem Restbetrag von 500.001-750.000 werden im Prospekt nicht angegeben ist; es kann damit nicht ausgeschlossen werden, dass die Schuldner der hohen Kreditbeträge nur niedrige Kreditpunktzahlen aufweisen.
- Bei AA13 wird die Verteilung des FICO-Score als ein wesentlicher Pluspunkt der Transaktion herausgehoben, weil 90% des Pools einen FICO-Score von mindestens 641 haben.

Zu beachten ist, dass die BayernLB in ihren Kreditberichten immer von durchschnittlichen FICO-Score spricht, die Emissionsprospekte aber von „Credit Score“ oder „Credit Bureau Risk Score“ sprechen.

Ebenfalls werden mögliche Einschränkungen der Aussagekraft der Kreditpunktzahl aufgrund

- der Verwendung unterschiedlicher Berechnungsmodelle oder abweichender Skalierungen,
- von fehlenden Angaben zur Anzahl der tatsächlich verwendeten Credit Scores pro Schuldner und zur Vorgehensweise bei Schuldnern mit fehlender Kredithistorie einschließlich der Verwendung von alternativen Methoden zur Ermittlung eines Credit Scores und
- von im Zeitpunkt der Kreditvergabe veralteten Credit Scores

nicht analysiert. Zudem ist den Kreditberichten kein Risikohinweis zu entnehmen, dass der Credit Score insbesondere bei langfristigen Hypothekendarlehen nicht als verlässlicher Indi-

---

<sup>147</sup> Lt. SP9 (IV-4) handelt es sich um 128 Kredite bei einem Anteil am Pool von 8,3%

kator für das künftige Zahlungsverhalten der Schuldner angesehen werden kann, obwohl in den Prospekten entsprechendes erwähnt wird.

**c) Kreditantrag und dessen Prüfung („Documentation“)**

In allen Emissionsprospekten finden sich keine Informationen zu Art und Umfang der Documentation jedes einzelnen Poolkredits. Es werden an zwei Stellen folgende Informationen zur Kreditdokumentation gegeben:

- im Anhang des Prospekts findet sich eine tabellarische Übersicht zu Dokumentationsstypen der Hypothekenkreditpools sowie
- im Abschnitt „Beschreibung des Forderungspools“ des Prospekts – im Zusammenhang mit der Darstellung der jeweiligen Kreditprogramme und -vergaberichtlinien („Underwriting Guidelines“) der verschiedenen Originatoren – Informationen zu den Dokumentationsanforderungen.

**aa) Emissionsprospekte Alt-A**

*(1) Tabellarischer Überblick*

In sieben<sup>148</sup> Alt-A-Emissionsprospekten befinden sich tabellarische Übersichten, die direkte Angaben zu den prozentualen Anteilen des jeweiligen Typs der Documentation am Forderungspool enthalten. Nachfolgendes Beispiel ist dem Emissionsprospekt der Stichprobe AA10 (I-4) entnommen.

Documentation Type	Aggregate Principal Balance	Number of Mortgage Loans	Percentage of Loans by Current Principal Balance	Average Principal Balance	Weighted Average Coupon	Weighted Average Remaining Term	Weighted Average FICO	Weighted Average LTV
Full/Alternative	\$ 127,889,168.54	491	27.82 %	\$ 260,466.74	6.886 %	356	719	77.14 %
No Ratio	58,338,533.56	152	12.69	383,806.14	7.060	356	719	75.64
NINA/No Doc	40,549,788.15	144	8.82	281,595.75	7.119	356	722	68.84
Stated Income/Assets Verified	203,087,358.04	628	44.18	323,387.51	7.148	356	718	77.51
Stated Income/Stated Assets	29,837,021.95	90	6.49	331,522.47	7.233	356	707	73.05
<b>Total:</b>	<b>\$ 459,701,870.24</b>	<b>1,505</b>	<b>100.00 %</b>	<b>\$ 305,449.75</b>	<b>7.067 %</b>	<b>356</b>	<b>718</b>	<b>76.12 %</b>

<sup>148</sup> AA2 (S-39), AA3 (I-4), AA4 (III-5), AA5 (S-48), AA8 (S-42), AA10 (I-4), AA11 (S-78)

Aus der Verwendung der Begriffe „Documentation Type“ in der Überschrift und der linken Spalte ergibt sich, dass sich die Zahlen- und Prozentangaben in dieser Tabelle direkt auf die Art der Dokumentation der Poolkredite beziehen. So ist z.B. erkennbar, dass 27,82 % der Kredite unter dem Dokumentationstyp „Full/Alternative“ vergeben wurden. Inhalt und Bedeutung dieses Dokumentationstypus werden in den Kreditvergaberichtlinien erläutert.

Die nachfolgende Tabelle enthält für die vorgenannten sieben Alt-A RMBS eine vereinfachte Übersicht zu den Anteilen der Dokumentationstypen „Full Doc“, „Low Doc“ und „No Doc“ an den jeweiligen Pools. Datengrundlage für die Dokumentationstypen sind die tabellarischen Übersichten in den Emissionsprospekten. In der mittleren Spalte „Low Doc“ sind dabei sämtliche Dokumentationsarten erfasst, die nach den Tabellen in den Emissionsprospekten nicht eindeutig den Kategorien „Full Doc“ oder „No Doc“ zugeordnet werden können.

Stichprobe	Full Doc <sup>149</sup>	Low Doc	No Doc
AA2	9,7%	86,5%	3,8%
AA3	25,0% *	74,1%	0%
AA4	18,1% *	81,9%	0%
AA5	15,8%	81,5%	2,7%
AA8	12,7%	79,7%	7,6%
AA10	27,8%	63,4%	8,8%
AA11	9,3%	66,8%	23,9%

In den übrigen fünf<sup>150</sup> Alt-A-Emissionsprospekten befinden sich nur indirekte Angaben zum Typ der Documentation. Der Prospekt enthält in diesen Fällen keine Informationen zu den Anteilen der verschiedenen Dokumentationstypen am Pool, sondern nur Informationen zu den Anteilen der verschiedenen Kreditprogramme am Pool. Diese Kreditprogramme sind zwar nach den verschiedenen Dokumentationstypen benannt (z.B. Kreditprogramm „Full Doc“). Aus diesen Bezeichnungen lässt sich jedoch nicht herleiten, dass jeder unter diesem Kreditprogramm vergebene Kredit auch tatsächlich diesen Dokumentationstyp hat. Denn die Kreditprogramme lassen Ausnahmen zu (siehe dazu unten „Bedeutung der Ausnahmeregeln“).

<sup>149</sup> Bei den mit \* gekennzeichneten Papieren (AA3 und AA4) wird der Anteil an Full Doc-Krediten zusammen mit Krediten ausgewiesen, die im Rahmen eines „alternate programs“ vergeben wurden. Es wird nicht erläutert, inwieweit sich alternate von Full Doc unterscheidet und zu welchen Anteilen sich die gemeinsame Größe zusammensetzt.

<sup>150</sup> AA1 (S-112), AA6 (S-51), AA7 (A-41), AA12 (S-58), AA13 (A-5)

Nachfolgendes Beispiel zur indirekten Angabe des Dokumentationstyps ist dem Emissionsprospekt der Stichprobe AA12 entnommen, der keine weiteren Tabellen zum Dokumentationsstyp enthält:

Loan Program	Number of Group II Mortgage Loans	Aggregate Principal Balance Outstanding as of the Cut-Off Date	% of Aggregate Principal Balance Outstanding as of the Cut-Off Date
Stated Documentation	2,294	\$ 816,304,376	52.41%
Full Documentation	937	291,866,736	18.74
No Ratio	803	268,552,631	17.24
No Documentation	646	169,968,681	10.91
No Income Verifier	40	10,986,675	0.71
<b>Total:</b>	<b>4,720</b>	<b>\$1,557,679,098</b>	<b>100.00%</b>

Quelle: AA12 (S-58)

Aus der Verwendung der Begriffe „Loan Program“ in der Überschrift und der linken Spalte ergibt sich, dass sich die Zahlen- und Prozentangaben in dieser Tabelle zunächst nur auf die Kreditprogramme („Loan Programs“) beziehen, nach denen die Poolkredite vergeben wurden. So ergibt sich z.B., dass 52,41 % der Kredite unter dem Kreditprogramm „Stated Documentation“ vergeben wurden. Inhalt und Bedeutung dieses Kreditprogramms (einschließlich allgemeiner und spezieller Ausnahmen, die bei diesem Programm möglich sind) werden in den Kreditvergaberichtlinien erläutert.

Der Tabelle können aber dennoch zumindest indirekte Angaben zu den Dokumentationstypen entnommen werden, da die Bezeichnungen der Kreditprogramme in diesem (typischen) Beispielsfall in vier von fünf Fällen identisch mit den üblichen Bezeichnungen für die Dokumentationstypen sind. Im fünften Fall („No Income Verifier“) ist der Name des Kreditprogramms „sprechend“ und lässt bereits erkennen, dass die nach diesem Kreditprogramm vergebenen Kredite ohne Einkommensverifizierung vergeben werden (soweit nicht ausnahmsweise doch eine Einkommensverifizierung verlangt wurde, wofür keine Anhaltspunkte bestehen).

Die nachfolgende Tabelle enthält für die vorgenannten fünf Alt-A Papiere eine Übersicht zu den nach Dokumentationstyp benannten Kreditprogrammen. Datengrundlage sind die tabellarischen Übersichten zu den Kreditprogrammen in den Emissionsprospekten. In der mittleren Spalte „Low Doc“ sind dabei sämtliche Kreditprogramme erfasst, die nach den Emissionsprospekten weder zu den Programmen „Full Doc“ noch zu den Programmen „No Doc“ gehören.

Stichprobe	Full Doc Kreditprogramme	Low Doc Kreditprogramme	No Doc Kreditprogramme
AA1	7,9%	66,6%	25,6%
AA6	0,5%	97,6%	1,9%
AA7	6,1% <sup>151</sup>	93,95%	0%
AA12	18,7%	70,4%	10,9%
AA13	15,8%	74,6%	9,6%

Zwischenergebnis: Im Ergebnis zeigt sich, dass nach den Emissionsprospekten die Poolkredite der zwölf Alt-A RMBS jeweils nur zu einem geringen Teil nach dem Dokumentations-/Kreditprogramm „Full Doc“ vergeben wurden. Die weit überwiegenden Teile sind den Kategorien „Low Doc“ und „No Doc“ zuzurechnen.

## (2) Dokumentationsanforderungen der Originatoren

Die in den Emissionsprospekten dargestellten Kreditprogramme und/oder Kreditvergaberichtlinien der Originatoren enthalten Informationen zu den Anforderungen, die die Originatoren an die Documentation stellen. Die Anforderungen unterscheiden sich in der Regel nach den Kreditprogrammen der Originatoren. Die Art der Dokumentation ist zumeist namensgebend für die Kreditprogramme (z.B. „Full Documentation Loan Program“, „No Income Verifier Loan Program“).

### Dokumentationstyp Full Documentation

Die Prospekte enthalten keine einheitliche Definition des Begriffes „Full Doc“:

Angaben des Kreditnehmers: Bei allen Prospekten sind bei Full Doc-Krediten Angaben zum Einkommen, Vermögen und der Beschäftigung erforderlich. In manchen Fällen ist angege-

<sup>151</sup> Bei AA7 wird der Anteil der Full Doc Kreditprogramme zusammen mit Krediten ausgewiesen, die im Rahmen des „alternativ programs“ vergeben wurden. Die Aufteilung auf Full Doc und alternativ wird nicht angegeben. Es wird in den Kreditvergaberichtlinien jedoch beschrieben, dass im Rahmen des „alternative documentation programs“ alternative Formen der Einkommens-, Vermögens- und Beschäftigungsverifizierung gestattet sind. Zur Einkommensverifizierung genügt statt der Steuererklärung der letzten beiden Jahre eine „W-2 form“. Das Vermögen kann durch Kontoauszüge belegt werden und für den Nachweis der Beschäftigung sind alternative Methoden zulässig, die allerdings im Prospekt nicht näher bestimmt werden.

ben, dass die Angaben des Kreditnehmers mit einem standardisierten Kreditantragsformular<sup>152</sup> der GSEs Fannie Mae oder Freddie Mac erhoben werden.<sup>153</sup> Damit ist erkennbar, welche Informationen zum Einkommen, Vermögen und der Beschäftigung über welchem Zeithorizont zu machen sind, da das standardisierte Kreditantragsformular allgemein zugänglich ist. In anderen Fällen sind die erforderlichen Informationen (Umfang und Zeithorizont) aus dem Prospekt nicht zu erkennen.<sup>154</sup>

Verifizierung der Angaben: In zehn Fällen ist bei den „Full Doc“ Krediten eine Verifizierung dieser Angaben erforderlich. In den beiden übrigen Fällen ist trotz der Bezeichnung „Full Doc“ die Verifizierung nicht eindeutig gefordert:

- Im Basisprospekt von AA4 (S.21) heißt es unter dem Titel “Loan Documentation”: “*In most cases, under a traditional "full documentation" program, each borrower will have been required to complete an application designed to provide to the original lender pertinent credit information concerning the borrower. As part of the description of the borrower's financial condition, the borrower will have furnished information, which may or may not be verified, describing the borrower's assets, liabilities, income, credit history and employment history (...).*”
- In AA3<sup>155</sup> heißt es: “*In most cases, under a traditional "full documentation" program, (...) each mortgagor is required to furnish information, which may have been supplied solely in the application, regarding its assets, liabilities, income (...).*”

Zeitraum: Auch hinsichtlich der Anforderungen an den durch die Verifizierung abzudeckenden Zeitraum bestehen zwischen den Fällen unserer Stichprobe Unterschiede. Beispielsweise ist hinsichtlich des abzudeckenden Zeitraums für die Einkommensverifizierung bei AA1<sup>156</sup> ein Zeitraum von zwölf Monaten erforderlich, während bei AA10<sup>157</sup> eine Verifizierung für einen Zeitraum von zwei Jahren zu erfolgen hat. Allerdings können die Anforderungen wieder insofern abgeschwächt werden, als die Beschreibung der Anforderungen zum Teil mit Begriffen wie „generally“<sup>158</sup> oder „typically“<sup>159</sup> erfolgt. Damit wird ausdrücklich die Mög-

---

<sup>152</sup> Residential Loan Application (Fannie Mae Form 1003 or Freddie Mac Form 65)

<sup>153</sup> z.B. AA2 (S-48), AA5 (S-69), AA8 (S-64).

<sup>154</sup> z.B. AA7 (S-42), AA10 (S-34, S-37), AA11 (S-118)

<sup>155</sup> AA3 (Basisprospekt S.12f.)

<sup>156</sup> AA1 (S-29)

<sup>157</sup> AA10 (S-35)

<sup>158</sup> AA12 (S-77), AA13 (S-39f.)

<sup>159</sup> AA10 (S-35)

lichkeit eingeräumt, dass die Verifizierung auch für andere Zeiträume erfolgt. In einigen Fällen<sup>160</sup> erfolgt keine Angabe über den abzudeckenden Zeitraum.

Form: Die Anforderungen an die Form der Verifizierung (welche Dokumente) sind in den Prospekten unserer Stichprobe ebenfalls unterschiedlich. In vier Fällen<sup>161</sup> werden überhaupt keine Angaben gemacht, auf welche Weise (anhand welcher Dokumente) eine Verifizierung erfolgt. In den anderen neun Fällen finden sich konkrete Anforderungen an die erforderlichen Dokumente zur Verifizierung.<sup>162</sup> Wie für den Zeitraum der Verifizierung werden diese Anforderungen an die Form zum Teil durch „weiche“ Formulierungen wie „generally“<sup>163</sup> oder „typically“<sup>164</sup> abgeschwächt. Damit besteht auch hier die Möglichkeit, dass eine Verifizierung durch andere als die angegebenen Dokumente erfolgt.

Wer verifiziert? – Darüber hinaus wird in den meisten Fällen nicht bestimmt, durch wen die Verifizierung erfolgt. Während z.B. in AA7 ausdrücklich erwähnt wird, dass der Underwriter für die Verifizierung verantwortlich ist („(...) *the underwriters verify the information contained in the application relating to employment, income, assets or mortgages.*“<sup>165</sup>) geht aus den Ausführungen bei AA12 nicht hervor, wer die erforderliche Verifizierung zu erbringen hat („*Under the Full/Alternate Documentation Program, the prospective borrower's employment, income and assets are verified through written or telephonic communications.*“).<sup>166</sup>

### **Dokumentationstyp Low Documentation**

In den von uns gesichteten Alt-A Papieren existiert eine Vielzahl von Low Doc-Programmvariationen. Die Programme unterscheiden sich untereinander hinsichtlich der Kombination aus erforderlichen Angaben zum Einkommen, zum Vermögen und der Beschäftigung im Kreditantrag und der Verifizierung dieser Angaben. Häufig anzufinden sind u.a. “stated income/stated asset”, “no ratio”, “no income/no assets” und “Lite Income/Stated

---

<sup>160</sup> z.B. AA3, AA4, AA7

<sup>161</sup> AA3, AA4, AA7, AA11

<sup>162</sup> Zu den häufig geforderten Dokumenten zählen u.a. Gehaltsabrechnungen, W-2 Formulare, IRS forms 1040 und Steuererklärungen. Bei AA6 wird zum Beispiel lediglich eine Gehaltsabrechnung verlangt, während bei AA10 explizite Anforderungen an die Gehaltsabrechnung bestehen (Gehaltsabrechnung des Kreditnehmers, die Einkünfte für den Zeitraum der letzten 30 Tage sowie für das bisherige Jahr (year-to date) darstellt).

<sup>163</sup> AA6 (S-74), AA12 (S-77)

<sup>164</sup> AA10 (S-35)

<sup>165</sup> AA7 (S-42)

<sup>166</sup> AA12 (S-74)

Assets Program". Jedoch können sich die einzelnen Programme trotz gleicher Bezeichnung inhaltlich voneinander unterscheiden. Beispielsweise sind bei AA2<sup>167</sup> Angaben zum Einkommen im Rahmen von „no income/no assets“ Krediten nicht erforderlich, jedoch Angaben zum Vermögen und der Beschäftigung und deren Verifizierung. Bei AA3<sup>168</sup> sind bei „no income/no assets“ Krediten sowohl Angaben zum Einkommen als auch zum Vermögen erforderlich. Eine Verifizierung dieser Angaben findet nicht statt. Wiederum anders sind die Anforderungen an die „no income/no assets“ Kredite bei AA7<sup>169</sup>. Hier sind weder Angaben zu Einkommen, Vermögen und Beschäftigung erforderlich und folglich findet auch keine Verifizierung statt. Damit entsprechen „no income/no assets“ Kredite inhaltlich den Kriterien von „No Documentation“.

### **Dokumentationstyp No Documentation**

„No Doc“-Kredite werden in nahezu allen Fällen als Kredite beschrieben, bei deren Vergabe der Kreditnehmer weder Angaben zum Einkommen noch zur Beschäftigung und zum Vermögen machen muss. Doch auch die Dokumentationsart „No Doc“ wird nicht einheitlich verwendet. So sind in einem<sup>170</sup> Fall, trotz Bezeichnung als „No Doc“, sowohl das Einkommen als auch das Vermögen im Kreditantrag anzugeben und entweder das Vermögen oder das Einkommen zu verifizieren. Diese Kredite entsprechen insofern eher einem „Low Doc“-Kredit.

### **Bedeutung der Ausnahmeregelungen**

Alle Prospekte der von uns gesichteten Alt-A-Stichproben enthalten – wie bereits dargestellt – allgemein formulierte Regelungen, die es zulassen, dass der Originator bei Vorliegen von kompensatorischen Faktoren von seinen Kreditvergaberichtlinien abweicht (vgl. ausführlich Abschnitt 6. a). In keinem der untersuchten Prospekte konnten wir im Zusammenhang mit den Dokumentationsanforderungen Regelungen feststellen, die eine Einschränkung der vorgenannten allgemeinen Ausnahmeregelung anordnen. Damit gilt die allgemeine Ausnahmeregelung auch für die Dokumentationsanforderungen. Die Auswirkungen zeigen sich an folgendem Beispiel:

---

<sup>167</sup> AA2 (S-49)

<sup>168</sup> AA3 (S-45)

<sup>169</sup> AA7 (S-46)

<sup>170</sup> AA1 (S-112)

Ein Kreditnehmer möchte einen Kredit unter dem (zinsgünstigeren) „Full Documentation“-Kreditprogramm eines Originators aufnehmen. Aufgrund von kompensatorischen Faktoren soll jedoch auf die Verifizierung von Einkommen, Vermögen und Beschäftigung verzichtet werden. Obwohl das „Full Documentation“-Kreditprogramm grundsätzlich eine solche Verifizierung verlangt kann aufgrund der allgemeinen Ausnahmeregelung in den Kreditvergaberichtlinien nicht ausgeschlossen werden, dass der Kredit unter diesem Programm ohne die grundsätzlich erforderlichen Verifizierungen vergeben wird.

Neben der allgemeinen Ausnahmeregelung finden sich regelmäßig auch spezielle Ausnahmeregelungen. Danach kann der Originator nach seinem Ermessen auf die nach dem jeweiligen Kreditprogramm grundsätzlich erforderlichen Dokumentationsanforderungen verzichten. Dies zeigt sich etwa Emissionsprospekt zu AA7 (S-42), in dem es heißt:

*„In general under the Full Documentation Loan Program (the “Full Documentation Program”), each prospective borrower is required to complete an application which includes information with respect to the applicant’s assets, liabilities, income, credit history, employment history and other personal information.”*

### (3) Kredite ohne Verifizierung des Einkommens

Die nachfolgende Tabelle zeigt für die zwölf Alt-A RMBS die Anteile der Kredite ohne Einkommensverifizierung auf. In vier Fällen<sup>171</sup> konnten wir diesen Anteil anhand der Ausführungen zu den Dokumentationsarten eindeutig ermitteln. In den übrigen Fällen ließ sich nur für einige, nicht aber für alle angegebenen Dokumentationstypen bzw. Kreditprogramme feststellen, ob eine Einkommensverifizierung erfolgte (beispielsweise: bei Stated Documentation wird entweder auf die Verifizierung des Einkommens oder auf die Verifizierung des Vermögens verzichtet). In diesen Fällen haben wir nach den folgenden Kriterien eine Bandbreite ermittelt:

- Der niedrigere Wert der Bandbreite gibt den Anteil am Forderungspool an, für die der Verzicht auf Einkommensverifizierung eindeutig angegeben wurde.
- Zur Ermittlung des oberen Werts der Bandbreite sind die Teile des Forderungspools hinzugerechnet, bei denen der Kredit aufgrund der unklaren Angaben möglicherweise ohne Einkommensverifizierung ausgereicht worden sein kann.

---

<sup>171</sup> AA3, AA4, AA10, AA11

In den Fällen, in denen die Angaben zum Dokumentationstyp nur indirekt über die Kreditprogramme erfolgen, kann der obere Wert der Bandbreite tatsächlich noch höher liegen, wenn im Rahmen der Kreditprogramme von Ausnahmeregelungen bezüglich der Einkommensverifizierungen Gebrauch gemacht wurde.

Stichprobe	Direkte/Indirekte Angaben zum Dokumentationstyp	Kredite ohne Pflicht zur Einkommensverifizierung		
		Mindestens	Unklar	Maximal
AA1	Indirekt	7,6%	84,6% <sup>172</sup>	92,2%
AA2	Direkt	9,1%	81,0% <sup>173</sup>	90,1%
AA3	Direkt	73,9%	0%	73,9%
AA4	Direkt	81,8%	0%	81,8%
AA5	Direkt	8,7%	75,2% <sup>174</sup>	83,9%
AA6	Indirekt	0%	99,5% <sup>175</sup>	99,5%
AA7	Indirekt	25,9%	68,0% <sup>176</sup>	93,9%
AA8	Direkt	16,6%	70,5% <sup>177</sup>	87,1%
AA10	Direkt	72,2%	0%	72,2%
AA11	Direkt	90,6%	0%	90,6%
AA12	Indirekt	28,9%	52,4% <sup>178</sup>	81,3%
AA13	Indirekt	62,7%	21,4% <sup>179</sup>	84,1%

<sup>172</sup> AA1(S-29): Einkommensverifizierung unklar bei „reduced documentation programs“ (58,95%, entweder keine Einkommensverifizierung oder keine Verifizierung des Vermögens) und „No Documentation program“ (25,57%, entweder Einkommens- oder das Vermögensverifizierung).

<sup>173</sup> AA2 (S-39): Einkommensverifizierung unklar bei „limited (stated) documentation“ (67%, aus dem Prospekt geht nicht eindeutig hervor aus welchen Kreditprogrammen sich der Anteil an „limited (stated) documentation“ zusammensetzt) und „progressive express program“ (verified assets, 12,02% sowie non verified assets 2,0%).

<sup>174</sup> AA5(S-48): Einkommensverifizierung unklar bei „stated“ (66,5%, aus dem Prospekt geht nicht eindeutig hervor aus welchen Kreditprogrammen sich der Anteil an „stated“ zusammensetzt) und „progressive express program“ (verified assets, 6,21% sowie non verified assets 2,49%).

<sup>175</sup> AA6 (S-74f., S-51): Einkommensverifizierung unklar bei „stated documentation“ (97,6%) und „No Documentation“ (1,9%).

<sup>176</sup> AA7 (A-41): Einkommensverifizierung unklar bei „no ratio“ (14,6%), „preferred“ (3,03%) und „reduced“ (50,38%).

<sup>177</sup> AA8 (S-42): Einkommensverifizierung unklar bei „stated“ (57,8%, aus dem Prospekt geht nicht eindeutig hervor aus welchen Kreditprogrammen sich der Anteil an „stated“ zusammensetzt) und „progressive express program“ (verified assets, 11,56% sowie non verified assets 1,11%).

<sup>178</sup> AA12 (S-58): Einkommensverifizierung unklar bei „stated“ (52,4%, aus dem Prospekt geht nicht eindeutig hervor aus welchen Kreditprogrammen sich der Anteil an „stated“ zusammensetzt).

<sup>179</sup> AA13 (S-45f., S-47, A-5): Einkommensverifizierung unklar bei „reduced documentation program“ (21,5%, entweder keine Einkommensverifizierung oder keine Verifizierung des Vermögens).

Wie sich aus der der vorstehenden Tabelle ergibt, betragen die Anteile der Kredite, bei denen keine Verifizierung der Einkommen der Schuldner erfolgt, in den Kreditpools dieser sieben Alt-A RMBS bei

- AA1 bis zu 92%
- AA2 bis zu 90%
- AA3 74%
- AA4 82%
- AA5 bis zu 84%
- AA6 bis zu 99%
- AA7 bis zu 94%
- AA8 bis zu 87%
- AA10 72%
- AA11 91%
- AA12 bis zu 81%
- AA13 bis zu 84%

Es kann also nicht ausgeschlossen werden, dass in jedem dieser Fälle der Anteil der Kredite, bei denen keine Einkommensüberprüfung stattgefunden hat, bei mindestens 72% liegen.

#### *(4) Zusammenhang zwischen Dokumentation und Beleihungsquote*

In drei Fällen der Stichprobe werden keinerlei Angaben gemacht, wie hoch die Beleihungsquoten (LTV) für die Kredite in Abhängigkeit vom Dokumentationstyp bzw. zum Kreditprogramm sind. In den übrigen neun<sup>180</sup> Fällen wird in den tabellarischen Übersichten zur Kreditdokumentation zumindest der durchschnittliche LTV für den Dokumentationstyp angegeben. Der angegebene durchschnittliche LTV liegt für

- „Full Doc“ Kredite zwischen 69%<sup>181</sup> und 82%,<sup>182</sup>
- „Low Doc“ Kredite zwischen 52%<sup>183</sup> und 80%,<sup>184</sup>

---

<sup>180</sup> AA1 (S-112), AA2 (S-39), AA3 (I-4), AA4 (III-5), AA5 (S-48), AA7 (A-41), AA8 (S-42), AA10 (I-4), AA13 (A-5)

<sup>181</sup> AA5 (S-48)

<sup>182</sup> AA7 (A-41)

<sup>183</sup> AA13 (A-5)

<sup>184</sup> AA4 (III-5)

- „No Doc“ Kredite zwischen 65%<sup>185</sup> und 77%.<sup>186</sup>

Regelmäßig ist in den Stichproben der durchschnittliche LTV bei „Full Doc“ Krediten höher als der durchschnittliche LTV bei „Low Doc“ und „No Doc“ Krediten.<sup>187</sup> In einigen Fällen ist der durchschnittliche LTV bei „No Doc“ und „Low Doc“ Krediten sogar höher als der durchschnittliche LTV bei Full Doc. Jedoch ist allen diesen Fällen entweder der jeweilige Anteil an vergebenen „Low Doc“- oder „no doc“ Krediten oder die Differenz zu dem durchschnittlichen LTV bei Full Documentation sehr gering.<sup>188</sup>

In keinem Fall der Stichprobe wird zu den Dokumentationstypen die Bandbreite angegeben, in der sich der LTV bewegt. Aus der Angabe des durchschnittlichen LTV für die einzelnen Dokumentationstypen/Kreditprogramme ist nicht ersichtlich, bis zu welcher Beleihungsquote die verschiedenen Kredite vergeben wurden und wie hoch der jeweilige Anteil liegt. Damit kann anhand des Prospekts keine Aussage dazu getroffen werden, ob sich der LTV in engen Grenzen um den Durchschnittswert bewegt oder z.B. große Ausreißer bestehen.

## **bb) Emissionsprospekte Subprime**

### *(1) Tabellarischer Überblick*

In elf<sup>189</sup> der von uns gesichteten Subprime-Emissionsprospekte befinden sich tabellarische Übersichten, denen direkte Angaben zu den prozentualen Anteilen des jeweiligen Typs der *Documentation* am Forderungspool entnommen werden können. Ein<sup>190</sup> Subprime-Emissionsprospekt enthält nur indirekte Angaben zum Typ der *Documentation*. Der Prospekt enthält in diesen Fällen keine Tabellen zum Dokumentationstyp, sondern nur Übersichten zu den Kreditprogrammen, welche nach den verschiedenen Dokumentationstypen benannt sind.<sup>191</sup> In diesem Fall wird, wie in der vorletzten Spalte der folgenden Abbildung ersichtlich,

---

<sup>185</sup> AA5 (S-48)

<sup>186</sup> AA2 (S-39)

<sup>187</sup> So beträgt z.B. bei AA7 (A-41) der durchschnittliche LTV bei full/alternative documentation 82,1% während dieser bei „No Ratio“ Krediten bei 68,3% liegt.

<sup>188</sup> Beispielsweise beträgt bei AA8 (S-42) der durchschnittliche LTV bei „Full Documentation“ 74,6% während dieser bei „stated documentation“ Krediten bei 75,93% liegt.

<sup>189</sup> SP1 (A-28), SP2 (S-28), SP3 (A-17), SP4 (page 170), SP5 (A-20), SP7 (page 86), SP8 (A-13), SP9 (IV-16) SP10 (A-4), SP11 (A-27), SP12 (A-II-27)

<sup>190</sup> SP6 (A-II-23)

<sup>191</sup> Vgl. im Einzelnen oben Abschnitt 7. c) aa)

explizit zum „Full Doc“-Kreditprogramm angegeben, dass der Anteil an „Full Doc“-Krediten 100% beträgt.

#### TYPE OF DOCUMENTATION PROGRAM

Type of Documentation Program	Number of Mortgage Loans	Aggregate Principal Balance Outstanding	Percentage of Aggregate Principal Balance of Mortgage Loans	Average Principal Balance	Weighted Average Mortgage Rate	Weighted Average Original LTV	Weighted Average FICO Score	% of Full Doc Loans	Weighted Average DTI (%)
Full Documentation .....	1.829	\$ 335,656,433	44.96%	\$ 183,519	8.272%	79.59%	590	100.00%	41.11%
Bank Statement .....	96	21,964,741	2.94	228,799	8.277	84.58	601	0.00	35.35
No Document .....	24	3,843,022	0.51	160,126	7.682	69.45	649	0.00	0.00
No Income No Assets .....	11	3,635,678	0.49	330,516	8.211	76.44	668	0.00	0.00
No Ratio .....	31	7,512,172	1.01	242,328	7.327	75.24	682	0.00	0.00
Stated .....	1,783	373,995,865	50.09	209,757	8.573	78.88	617	0.00	40.90
Total .....	<u>3,774</u>	<u>\$ 746,607,912</u>	<u>100.00%</u>	\$ 197,829	8.410%	79.27%	605	44.96%	40.83%

Quelle: SP6 (A-II-23)

Die nachfolgende Tabelle enthält auf der Grundlage der Emissionsprospekte eine vereinfachte Übersicht zu den Dokumentationsarten der jeweiligen Forderungspools der Stichprobe. In der mittleren Spalte „Low Doc“ sind dabei sämtliche Dokumentationsarten erfasst, die nach den Emissionsprospekten weder zur Kategorie „Full Doc“, noch zur Kategorie „No Doc“ gehören.

Stichprobe <sup>192</sup>	Full Doc	Low Doc	No Doc
SP1	57,7%	42,3%	0%
SP2	48,7%	46,7%	4,7%
SP3	48,6%	51,4%	0%
SP4*	50,7%	49,3%	0%
SP5	51,9%	46,8%	1,3%
SP6	44,9%	54,5%	0,5%
SP7	60,4%	39,4%	0%
SP8*	52,7%	47,3%	0%
SP9	48,8%	51,2%	0%
SP10*	55,7%	43,7%	0,6%
SP11	61,7%	38,3%	0%
SP12	63,4%	36,6%	0%

<sup>192</sup> Bei mit \* gekennzeichneten Papieren wird der Anteil der Full Doc Kreditprogramme zusammen mit Krediten ausgewiesen, die im Rahmen des „alternativ programs“ vergeben wurden. Die Aufteilung auf Full Doc und alternativ wird nicht angegeben.

Zwischenergebnis: Im Ergebnis zeigt sich, dass nach den Emissionsprospekten die Poolkredite der zwölf Subprime RMBS zwischen 45% und 62% nach dem Dokumentationstyp „Full Doc“ vergeben wurden. Die verbleibenden Kredite sind fast ausschließlich der Kategorien „Low Doc“ zuzurechnen. „No Doc“-Kredite sind in acht Fällen gar nicht und in den anderen Fällen mit einem Anteil von maximal 4,7% im Pool enthalten.

## (2) Dokumentationsanforderungen der Originatoren

Die in den Emissionsprospekten dargestellten Kreditprogramme und/oder Kreditvergaberichtlinien der Originatoren enthalten Informationen zu den Vorgaben und Anforderungen, die die Originatoren an die Documentation stellen. Die Vorgaben und Anforderungen unterscheiden sich nach den Kreditprogrammen der Originatoren. Die Art der Dokumentation ist in aller Regel namensgebend für die Kreditprogramme (z.B. „Full Documentation Loan Program“, „No Documentation“).

### **Dokumentationstyp Full Documentation**

Die Prospekte enthalten keine einheitliche Definition von „Full Doc“:

Angaben des Kreditnehmers: Bei allen zwölf von uns untersuchten Prospekten sind bei Full Doc-Krediten Angaben zum Einkommen, Vermögen und der Beschäftigung erforderlich. Der Antrag mit diesen Angaben erfolgt durch einen der Form nach in den Prospekten nicht näher beschriebenen Kreditantrag. So heißt es beispielsweise in SP1 (S-38): *“Each prospective borrower completes an application for credit which includes information with respect to the applicant’s assets, liabilities, income and employment history, as well as certain other personal information.”* In keinen der Fälle werden die Angaben des Kreditnehmers mit einem standardisierten Kreditantragsformular<sup>193</sup> der GSEs Fannie Mae oder Freddie Mac erhoben. Somit ist nicht erkennbar, welche genauen Angaben zum Einkommen, Vermögen und der Beschäftigung angegeben werden müssen (z.B. ob die einzelnen Vermögenspositionen anzugeben sind oder das Vermögen als Summe auszuweisen ist).

---

<sup>193</sup> Residential Loan Application (Fannie Mae Form 1003 or Freddie Mac Form 65)

Verifizierung der Angaben: In allen von uns gesichteten Stichproben der Subprime RMBS ist eine Verifizierung der Angaben im Kreditantrag erforderlich.

Zeitraum: Die Anforderungen an den durch die Verifizierung abzudeckenden Zeitraum sind zwischen den Fällen unserer Stichprobe unterschiedlich. Beispielsweise ist bei SP3<sup>194</sup> der Einkommensnachweis für einen Zeitraum von zwei Jahren zu erbringen, während bei SP8<sup>195</sup> nur eine Verifizierung für einen Zeitraum von mindestens zwölf Monaten erforderlich ist. Allerdings werden diese Anforderungen wieder insofern abgeschwächt, als die Beschreibung der Anforderungen zum Teil durch weiche Formulierungen („generally“<sup>196</sup>) erfolgt. Damit wird ausdrücklich die Möglichkeit eingeräumt, dass die Verifizierung auch für andere Zeiträume erfolgt. In einigen Fällen<sup>197</sup> werden überhaupt keine Angaben bezüglich des erforderlichen Zeitraums der Verifizierung gemacht.

Form: Die Anforderungen an die Form der Verifizierung (welche Dokumente) sind in den Prospekten unserer Stichprobe ebenfalls unterschiedlich. In zwei<sup>198</sup> Fällen werden überhaupt keine Angaben gemacht auf welche Weise (anhand welcher Dokumente) eine Verifizierung erfolgt. In den anderen zehn Fällen finden sich zwar konkrete Anforderungen für die erforderlichen Dokumente zur Verifizierung.<sup>199</sup> Wie für den Zeitraum der Verifizierung werden diese Anforderungen an die Form zum Teil durch weiche Formulierungen („generally“<sup>200</sup>) abgeschwächt. Damit besteht hier die Möglichkeit, dass eine Verifizierung auch durch andere als die angegebenen Dokumente erfolgt.

Wer verifiziert? Darüber hinaus wird in den meisten Fällen nicht bestimmt, durch wen die Verifizierung erfolgt. Während beispielsweise in SP5<sup>201</sup> ausdrücklich erwähnt wird, dass der Nachweis grundsätzlich durch den Arbeitgeber zu unterzeichnen ist („*applicants are generally required to submit the most current YTD pay stub and written verification of income signed by the employer.*“) geht aus den Ausführungen bei SP6 nicht hervor, wer die erforderliche

---

<sup>194</sup> z.B. SP2 (S-79), SP3 (S-37), SP5 (S-41), SP6 (S-35), SP11 (S-38)

<sup>195</sup> SP8 (S-39; für 32% der Kredite im Pool)

<sup>196</sup> SP3 (S-37)

<sup>197</sup> z.B. SP1, SP6

<sup>198</sup> SP1 (S-39)

<sup>199</sup> Zu den häufig geforderten Dokumenten zählen u.a. Gehaltsabrechnungen, W-2 Formulare, IRS forms 1040 Steuererklärungen und „Verification of Employment“.

<sup>200</sup> SP3 (S-37)

<sup>201</sup> z.B. SP5 (S-41)

Verifizierung zu leisten hat (*“The Full/Alternate Documentation Program also provides for alternative methods of employment verification generally using W-2 forms or pay stubs.”*).<sup>202</sup>

### **Dokumentationstyp Low Documentation**

In den von uns gesichteten Subprime Papieren existiert eine Vielzahl von Low Doc-Programmvariationen. Die Programme unterscheiden sich untereinander hinsichtlich der Kombination aus erforderlichen Angaben zum Einkommen, zu Vermögen und Beschäftigung im Kreditantrag und der Verifizierung dieser Angaben. Häufig anzufinden sind u.a. “stated income” “stated income/stated asset”, “no ratio”, “no income/no assets” und “Limited documentation” und “Lite documentation”. Jedoch können sich die einzelnen Programme trotz gleicher Bezeichnung inhaltlich voneinander unterscheiden. Beispielsweise sind bei SP2<sup>203</sup> und SP6<sup>204</sup> bei „no income/no assets“ Krediten keine Angaben zum Einkommen und dem Vermögen erforderlich, jedoch werden die Angaben zur Beschäftigung verifiziert. Hingegen sind bei SP3<sup>205</sup> und SP11<sup>206</sup> weder Angaben zum Einkommen und dem Vermögen noch zur Beschäftigung im Rahmen von „no income/no assets“ Krediten erforderlich. Die Anforderungen an die „no income/no assets“ Kredite bei SP3 und SP11 entsprechen damit inhaltlich den Kriterien von „No Documentation“, wie sie beispielsweise auch bei SP6 definiert sind.

### **Dokumentationstyp No Documentation**

„No Doc“-Kredite sind entweder gar nicht oder nur in geringem Umfang in den Kreditpools der Subprime-Stichprobe. In dem Fall<sup>207</sup> mit dem größten „No Doc“-Anteil wird hierzu erläutert, dass im Kreditantrag auf die Angaben für das Einkommen verzichtet wurde. Inwieweit Angaben zum Vermögen erforderlich sind, wird im Prospekt nicht erläutert.

### **Bedeutung der Ausnahmeregelungen**

Alle Prospekte der von uns gesichteten Subprime-Stichproben enthalten – wie bereits dargestellt – allgemein formulierte Regelungen, die es zulassen, dass der Originator bei Vorliegen

---

<sup>202</sup> SP6 (S-35)

<sup>203</sup> SP2 (S-79)

<sup>204</sup> SP6 (S-36)

<sup>205</sup> SP3 (S-37)

<sup>206</sup> SP11 (S-38)

<sup>207</sup> SP2 (S-79)

von kompensatorischen Faktoren von seinen Kreditvergaberichtlinien abweicht (vgl. ausführlich Abschnitt 6. a). In keinem der untersuchten Prospekte konnten wir im Zusammenhang mit den Dokumentationsanforderungen Regelungen feststellen, die eine Einschränkung der vorgenannten allgemeinen Ausnahmeregelung anordnen. Damit gilt die allgemeine Ausnahmeregelung auch für die Dokumentationsanforderungen.

Neben der allgemeinen Ausnahmeregelung finden sich regelmäßig auch spezielle Ausnahmeregelungen. Danach kann der Originator (nach seinem Ermessen) auf die nach dem jeweiligen Kreditprogramm grundsätzlich erforderlichen Dokumentationsanforderungen verzichten. Dies zeigt sich etwa Emissionsprospekt zu SP10 (S-44), in dem es heißt:

*„Under the Full Documentation program, applicants are generally required to submit the most current YTD pay stub and written verification of income signed by the employer, Forms W-2 or 1040 and, in the case of self-employed applicants, most recent two years' complete tax returns, signed YTD profit and loss statement, or bank statements.“*

### (3) Kredite ohne Verifizierung des Einkommens

Die nachfolgende Tabelle zeigt für die zwölf Subprime RMBS die Anteile der Kredite ohne Einkommensverifizierung auf. In fünf Fällen<sup>208</sup> konnten wir diesen Anteil anhand der Ausführungen zu den Dokumentationsarten eindeutig ermitteln. In den übrigen Fällen ließ sich nur für einige, nicht aber für alle angegebenen Dokumentationstypen bzw. Kreditprogramme feststellen, ob eine Einkommensverifizierung erfolgte. In diesen Fällen haben wir nach den folgenden Kriterien eine Bandbreite ermittelt:

- Der niedrigere Wert der Bandbreite gibt den Anteil am Forderungspool an, für die der Verzicht auf Einkommensverifizierung eindeutig angegeben wurde.
- Zur Ermittlung des oberen Werts der Bandbreite sind die Teile des Forderungspools hinzugerechnet, bei denen der Kredit aufgrund der unklaren Angaben möglicherweise ohne Einkommensverifizierung ausgereicht worden sein kann.

---

<sup>208</sup> SP1, SP2, SP3, SP6, SP7

Stichprobe	Kredite ohne Pflicht zur Einkommensverifizierung		
	Mindestens	Unklar	Maximal
SP1	42,3%	0%	42,3%
SP2	50,6%	0%	50,6%
SP3	51,4 %	0%	51,4 %
SP4	47,9%	1,3% <sup>209</sup>	49,2%
SP5	0%	44,3% <sup>210</sup>	44,3%
SP6	52,1%	0%	52,1%
SP7	29,4%	0%	29,4%
SP8	45,9%	1,4% <sup>211</sup>	47,3%
SP9	0%	51,1% <sup>212</sup>	51,1%
SP10	0%	43,5% <sup>213</sup>	43,5%
SP11	36,4%	1,9% <sup>214</sup>	38,3%
SP12	27,4%	8,5% <sup>215</sup>	35,9%

Wie sich aus der der vorstehenden Tabelle ergibt, betragen die Anteile der Kredite, bei denen keine Verifizierung der Einkommen der Schuldner erfolgt, in den Kreditpools dieser sieben Subprime RMBS bei

- SP1 42%
- SP2 51%
- SP3 51%
- SP4 bis zu 49%
- SP5 bis zu 44%
- SP6 52%
- SP7 29%
- SP8 bis zu 47%.

<sup>209</sup> SP4 (page 170): Einkommensverifizierung unklar bei „Lite documentation“ (1,3%).

<sup>210</sup> SP5 (A-66): Einkommensverifizierung unklar bei „No Documentation“ (1,3%), „no ratio“ (3,4%) und „stated income“ (42,6%, gemäß (S-41) kann das Einkommen verifiziert worden sein).

<sup>211</sup> (A-13): Einkommensverifizierung unklar bei „lite“ Dokumentation (1,4%).

<sup>212</sup> SP9 (IV-16): Einkommensverifizierung unklar bei „stated documentation“ (51,1%, gemäß (S-37) kann das Einkommen verifiziert worden sein).

<sup>213</sup> SP10 (A-4): Einkommensverifizierung unklar bei „No Documentation“ (0,6%) und bei „stated income“ (42,9%, gemäß (S-38, S-44) kann das Einkommen verifiziert worden sein).

<sup>214</sup> SP11 (A-27): Einkommensverifizierung unklar bei „reduced“ Dokumentation (1,9%).

<sup>215</sup> SP12 (A-II-27): Einkommensverifizierung unklar bei „rapid“ (8,4%) und „blended“ Dokumentation (0,1%).

- SP9 bis zu 51%
- SP10 bis zu 44%
- SP11 bis zu 38%
- SP12 bis zu 36%

Im Vergleich zur Stichprobe der RMBS Alt-A ist der Anteil der Kredite, bei denen keine Einkommensüberprüfung stattgefunden hat, deutlich geringer. Es kann also nicht ausgeschlossen werden, dass in jedem dieser Fälle mindestens 29%, also nahezu jeder dritte Kredit, ohne eine Überprüfung des Einkommens vergeben wurde.

#### (4) Zusammenhang zwischen Dokumentation und Beleihungsquote

In allen Fällen der Stichprobe wird zusätzlich in den tabellarischen Übersichten hinsichtlich der Kreditdokumentation der durchschnittliche LTV für den Dokumentationstyp angegeben. Die Bandbreite für den durchschnittlichen LTV liegt bei

- „Full Doc“ Krediten zwischen 76%<sup>216</sup> und 84%,<sup>217</sup>
- „Low Doc“ Krediten zwischen 58%<sup>218</sup> und 99%.<sup>219</sup>

Regelmäßig ist der durchschnittliche LTV bei einem „Full Doc“-Kredit höher als bei einem „Low Doc“-Kredit.<sup>220</sup> In einigen Fällen ist der durchschnittliche LTV bei Low Doc-Krediten jedoch höher als der durchschnittliche LTV bei Full Doc. Jedoch ist allen diesen Fällen entweder der jeweilige Anteil an vergebenen „Low Doc“-Krediten oder die Differenz zu dem durchschnittlichen LTV bei „Full Documentation“ sehr gering.<sup>221</sup>

In zehn<sup>222</sup> Fällen sind für die Dokumentationstypen nicht die Bandbreiten erkennbar, in denen sich die Beleihungsquote bewegt. Aus der Angabe des durchschnittlichen LTV für die einzelnen Dokumentationstypen ist nicht ersichtlich bis zu welchem LTV die verschiedenen Kredite

---

<sup>216</sup> SP3 (A-17)

<sup>217</sup> SP5 (A-66)

<sup>218</sup> SP3 (A-17)

<sup>219</sup> SP12 (A-II-27)

<sup>220</sup> Beispielsweise beträgt bei SP1 (A-28) der durchschnittliche LTV bei „Full Documentation“ 82,1% und der durchschnittliche LTV bei „stated income“ 79,2%.<sup>220</sup>

<sup>221</sup> Bei SP12 haben beispielsweise die „blended documentation“ Kredite einen durchschnittlichen LTV von 99%, jedoch nur einen Poolanteil von 0,1%.

<sup>222</sup> SP1, SP2, SP3, SP4, SP5, SP7, SP8, SP9, SP10, SP11

vergeben wurden und wie hoch der jeweilige Anteil liegt. Damit kann anhand des Prospekts keine Aussage dazu getroffen werden, ob sich der LTV in engen Grenzen um den Durchschnittswert bewegt oder z.B. große Ausreißer bestehen.

In zwei<sup>223</sup> Fällen ist in der Tabelle zur Bandbreite des LTV auch der Anteil an „Full Doc“-Krediten angegeben, wie in folgendem Beispiel in der zweiten Spalte von rechts zu erkennen ist:

**Original Loan-To-Value Ratios for the Group Two Mortgage Loans**

Range of Original Loan-to-Value Ratios	Number of Mortgage Loans	Aggregate Principal Balance Outstanding	Percent of Group Two	Weighted Average Coupon	Weighted Average Credit Score	Average Principal Balance Outstanding	Weighted Average Original LTV	Weighted Average Debt-to-Income	Percent Full Doc	Percent IO
50.00% or less .....	98	\$ 12,116,414	0.89%	7.251%	646	\$123,637	41.23%	36.80%	75.35%	3.38%
50.01% to 55.00% .....	32	6,710,547	0.49	7.305	670	209,705	51.99	35.89	55.35	17.87
55.01% to 60.00% .....	60	10,014,757	0.73	7.236	645	166,913	58.32	30.78	65.90	15.35
60.01% to 65.00% .....	76	12,766,934	0.94	7.377	637	167,986	63.49	37.27	59.43	17.80
65.01% to 70.00% .....	97	24,257,804	1.78	7.177	652	250,080	68.82	31.80	64.24	9.97
70.01% to 75.00% .....	149	33,368,017	2.44	7.422	648	223,946	73.91	39.17	64.61	26.55
75.01% to 80.00% .....	3,621	876,708,793	64.22	7.523	664	242,118	79.91	42.32	62.58	31.77
80.01% to 85.00% .....	235	45,994,136	3.37	8.074	631	195,720	84.36	42.22	63.96	18.66
85.01% to 90.00% .....	558	105,198,602	7.71	8.306	637	188,528	89.57	40.75	68.03	18.63
90.01% to 95.00% .....	457	92,891,576	6.80	8.485	657	203,264	94.84	41.30	62.21	15.24
95.01% to 100.00% .....	1,015	145,062,556	10.63	10.149	641	142,919	99.96	43.53	65.02	16.49
Total .....	6,398	\$1,365,090,136	100.00%	7.931%	657	\$213,362	82.82%	41.78%	63.43%	26.48%

Quelle: SP12 (A-II-27)

Die Tabelle zeigt beispielsweise für Poolkredite mit einem LTV in der Bandbreite zwischen 95,01% und 100% (zweite Tabellenzeile von unten) an, dass der Anteil der „Full Doc“-Krediten 65,0% beträgt. Hieraus lässt sich ableiten, dass im Umkehrschluss 35,0% der Kredite innerhalb dieser Bandbreite „Low Doc“-Kredite sind.

Insofern kann also in diesen beiden Fällen für die Beleihungsquote zumindest in Bandbreiten von 5%-Punkten berechnet werden, für welche Anteile des Pools eine hohe Beleihungsquote gemeinsam mit einem Verzicht auf „Full Doc“ auftritt.

### cc) In den Emissionsprospekten angegebene Risikofaktoren

In zwei Fällen<sup>224</sup> der Alt-A-Stichprobe wird auf die Risiken aus einer fehlenden Einkommensangabe oder Einkommensverifizierung hingewiesen. Dadurch bestehe die Gefahr, dass das Einkommen in Wahrheit niedriger als angegeben sein könne.

<sup>223</sup> SP6 (A-II-23), SP12 (A-II-27)

Im Basisprospekt von US RMBS Subprime Stichprobe Nr. 5<sup>225</sup> wird unter den Risikofaktoren darauf hingewiesen, dass Risiken im Zusammenhang mit den in jüngster Vergangenheit vermehrt vergebenen Krediten nach sog. „stated income“-Programmen durch die fehlende Verifizierung und zu hoch angegebene Einkommen bestehen, die insgesamt zu höheren Zahlungsausfällen führen könnten.<sup>226</sup> Weiterhin ist dem Basisprospekt zu SP5<sup>227</sup> ist zu entnehmen, dass Betrügereien aufgrund vorgetäuschter Identität des Kreditnehmers im Rahmen des Kreditvergabeprozesses das Zahlungsausfallrisiko erhöhen. Genannt werden insbesondere Risiken im Zusammenhang mit vorgetäuschten Identitäten, die insbesondere bei „streamlined“ Programmen und im Rahmen der elektronischen Kreditvergabe über das Internet auftreten.<sup>228</sup>

#### **dd) Kreditberichte und Kreditprüfung der BayernLB**

##### **Angaben zur Art der *documentation* im Forderungspool**

In allen Kreditberichten der Stichproben zu den US RMBS Subprime und in elf<sup>229</sup> der zwölf Fälle der US RMBS Alt-A wird der Anteil der Kredite angegeben, die unter Full Documentation vergeben wurden.

Eine Angabe des Anteils von No Documentation- oder Low Documentation-Krediten erfolgte in keinem der von uns gesichteten Kreditberichte der US RMBS Subprime Stichprobe und bei der Stichprobe der US RMBS Alt-A nur in einem Fall<sup>230</sup>.

---

<sup>224</sup> AA3 (S-18), AA4 (S-14)

<sup>225</sup> SP5 (Basisprospekt S. 1)

<sup>226</sup> „Typically no verification of monthly income is required under stated income programs, which increases the risk that these borrowers have overstated their income and may not have sufficient income to make their monthly mortgage loan payments.”

<sup>227</sup> SP5 (Basisprospekt S. 2)

<sup>228</sup> „In addition, increasingly frequent incidences of identity theft involving borrowers, particularly in the case of mortgage loans originated by brokers and under streamlined origination programs, may result in an increased number of fraudulent mortgage loans that are not secured by a mortgaged property. To the extent that the trust fund includes any mortgage loans originated electronically over the Internet, these originations are more likely to be fraudulent. You should consider the potential effect of fraud by borrowers, brokers and other third parties on the yield on your securities.“

<sup>229</sup> Ausnahme: Im Kreditbericht zu AA11 erfolgte keine Angabe des Anteils an „full-doc“ Krediten.

<sup>230</sup> Bei AA1 wird der Anteil von „no/stated doc“ Krediten angegeben

## Durchgeführte Analyse

In einem Kreditbericht wird der Anteil an Full Documentation Krediten als Stärke des Pools bezeichnet. Es handelt sich dabei um SP2 mit einem Full Doc-Anteil von 49%. Es wird im Kreditbericht von SP2 jedoch nicht thematisiert, dass für die restlichen 51% der Kredite nach den Angaben im Emissionsprospekt keine Einkommensverifizierung stattgefunden hat.

Bei zwei Kreditberichten<sup>231</sup> wird der geringe Anteil an Krediten, die unter Full Documentation (AA4: 18%; AA6: 1%) vergeben wurden, als Schwäche angesehen. Dabei wird in dem Kreditbericht von AA4 nicht thematisiert, dass eine Einkommensverifizierung im Rahmen von des „full-documentation programs“ nicht erfolgen muss und der angegebene Anteil auch die „alternative documentation“ umfasst (vgl. oben Abschnitt 7. c) aa).

Einen Hinweis auf den Anteil an Krediten ohne Einkommensverifizierung findet sich nur in dem Kreditbericht zu SP12. In diesem wird der Anteil der Kredite im Pool, für die keine Einkommensverifizierung erfolgte in Höhe von 26,75% als Schwächen des Investments gesehen. Unklar bleibt, warum in acht<sup>232</sup> der verbleibenden elf Fälle, in denen der Anteil an Krediten ohne Einkommensverifizierung höher, zum Großteil sogar deutlich höher liegt, in den Kreditberichten nicht thematisiert wird. Der Anteil an Krediten ohne eine Pflicht zur Einkommensverifizierung liegt in diesen Fällen zwischen 29% und 52%.<sup>233</sup>

Im Kreditbericht zu AA1 wird der hohe Anteil an „No Doc“ (25,57%) und „stated doc“ Krediten (66,58%) als Schwäche angesehen. Hingegen wird der vergleichbare und zum Teil sogar höhere Anteil an Krediten mit eingeschränkter Kreditdokumentation („Low Doc“) in keinem weiteren Kreditbericht thematisiert, obwohl der Anteil von „Low Doc“ Krediten bei Stichprobe AA6 beispielsweise bei 97,64% liegt.

---

<sup>231</sup> AA4 („only 18% of the pool have full document“), AA6

<sup>232</sup> SP1, SP2, SP3, SP4, SP6, SP7, SP8, SP11

<sup>233</sup> Für einen vollständigen Überblick siehe Tabelle in Abschnitt 7. c) bb).

## **Nicht vorhandene Analyse**

Die fehlenden direkten Angaben zur Art der Dokumentation in fünf<sup>234</sup> Alt-A Emissionsprospekten werden in keinem der jeweiligen Kreditberichte thematisiert. Damit werden auch mögliche Risiken im Zusammenhang mit den indirekten Angaben zur Dokumentation über das Kreditprogramm, wie z.B. die mögliche Gewährung von Krediten unter Abweichen von den dargelegten „underwriting guidelines“ der Originatoren und die damit verbundene eingeschränkte Verlässlichkeit der Angaben nicht beschrieben.

Die Kreditberichte zu AA3, AA4 und AA7 gehen nicht darauf ein, dass im Emissionsprospekt der Full Doc-Anteil nicht gesondert, sondern nur in einer Summe mit alternativen Dokumentationsformen angegeben wurde und insofern der tatsächliche Full Doc-Anteil dieser Emissionen nicht bekannt ist.

Kein von uns gesichteter Kreditbericht geht auf Unklarheiten ein, die aufgrund der Informationen in den Emissionsprospekten zum Umfang der Angaben der Kreditnehmer und der Verifizierungen dieser Angaben durch den Originator bei Low Doc-Programmen bestehen. Dies gilt insbesondere für die Verifizierungen des Einkommens.

Es ist aus den Kreditberichten nicht ersichtlich, welche konkreten Risiken im Zusammenhang mit Low Doc und No Doc gesehen wurden. Auch bei den Papieren unserer Stichprobe, bei denen ein Stress-Test durch die BayernLB gemacht wurde, ist nicht erkennbar, dass zwischen den unterschiedlichen Dokumentationsarten unterschieden wurde.

Keiner dieser Kreditberichte thematisiert, dass den Emissionsprospekten keine verlässlichen Angaben zum Zusammenhang zwischen Dokumentationsart und Beleihungsquoten zu entnehmen sind. Durch die Beschränkung dieses Zusammenhangs auf Durchschnittswerte der Beleihungsquote ist nicht auszuschließen, dass Teile der Kredite mit Low Doc oder No Doc sehr hohe Beleihungsquoten aufweisen.

---

<sup>234</sup> AA1, AA6, AA7, AA12, AA13 (siehe Tabelle oben).

**d) Kreditarten: „Affordable Products“<sup>235</sup>**

**aa) Emissionsprospekte Subprime**

**„Lockvogel“-Kredite („Teaser-Rate“)**

Poolanteil

Die von uns gesichteten Emissionsprospekte der US RMBS Subprime Stichprobe enthalten in allen zwölf Fällen keine direkte Darstellung der Anteile von „Lockvogel“-Krediten, also Kredite, bei denen der anfängliche Festzinssatz niedriger als die „fully indexed rate“ (Indexzinssatz bei Kreditvergabe zuzüglich vereinbarter Marge) ist. In fünf<sup>236</sup> Fällen werden zumindest ungefähre Angaben zum Umfang der „Lockvogel“-Kredite im Forderungspool gemacht: Der Anteil von variabel verzinslichen Hypothekenkrediten (ARMs), die zum Zeitpunkt der Kreditvergabe einen Hypothekenzinssatz besitzen, der niedriger ist als die Summe aus der individuellen Bruttomarge und dem zugrundeliegenden Markt-Index wird mit „substantially all“<sup>237</sup>, „generally originated with“<sup>238</sup> bzw. „may be“<sup>239</sup> beschrieben, ohne jedoch auf das potentielle Ausmaß des Reset-Shocks<sup>240</sup> einzugehen.

Die folgende Tabelle gibt an, welchen Anteil der hybriden Hypothekendarlehen an den jeweiligen Forderungspools der Stichprobe wir auf Grundlage der in den Emissionsprospekten enthaltenen tabellarischen Angaben zu den Kreditarten sowie der ggf. vorhandenen Erläuterungen der Kreditarten abgeleitet haben:

---

<sup>235</sup> Dies sind speziell zugeschnittene Kreditverträge, die durch verschiedene Varianten eine anfängliche Reduktion der monatlichen Belastungen vorsehen. So konnten sich Kreditnehmer Immobilien leisten, bei denen die monatliche Belastung der klassischen Hypothekendarlehen zu hoch gewesen wäre.

<sup>236</sup> SP1(S-31), SP2 (S-42), SP3 (S-31), SP5 (S-34), SP11 (S-31)

<sup>237</sup> SP1(S-31), SP3 (S-31), SP11 (S-31)

<sup>238</sup> SP2 (S-42)

<sup>239</sup> SP5 (S-34)

<sup>240</sup> Eine wesentliche Erhöhung der monatlichen Belastungen des Kreditnehmers nach Auslaufen der anfänglichen Vergünstigungen bei den „affordable products“ wird als sog. „Reset-Shock“ bezeichnet. Infolge der mitunter drastischen Steigerung der monatlichen Belastungen erhöht sich entsprechend das Ausfallrisiko des Kreditnehmers. Bei den „Lockvogel“-Krediten beruht der Reset-Shock auf den Zinsanpassungen nach der anfänglichen Festzinsphase.

Stichprobe	Anteil Hybrid (%)
SP1	73,0 <sup>241</sup>
SP2	75,3 <sup>242</sup>
SP3	64,0 <sup>243</sup>
SP4	78,3 <sup>244</sup>
SP5	73,9 <sup>245</sup>
SP6	75,4 <sup>246</sup>
SP7	74,9 <sup>247</sup>
SP8	67,6 <sup>248</sup>
SP9	74,9 <sup>249</sup>
SP10	73,0 <sup>250</sup>
SP11	72,8 <sup>251</sup>
SP12	80,7 <sup>252</sup>

### Höhe Reset Shock

Die Emissionsprospekte zur Subprime-Stichprobe erlauben in allen<sup>253</sup> Fällen anhand tabellarischer Übersichten zumindest überschlägige Berechnungen des Prospektlesers zur Höhe der „fully indexed rate“<sup>254</sup> sowie daraus abgeleitet zur Höhe des potentiellen Reset-Shocks. Die Tabellen enthalten Angaben zum Gesamtvolumen, der Kreditlaufzeit, zum Kreditalter, zur Häufigkeit von Zinsanpassungen, zum relevanten Index, zur Marge, zum anfänglichen Zins sowie Informationen über die zunächst während der „Lockvogel“-Periode zu zahlenden Hypothekenzinssätze. Die folgende Tabelle zeigt ein typisches Beispiel:

<sup>241</sup> SP1 (A-23)

<sup>242</sup> SP2 (S-40)

<sup>243</sup> SP3 (A-12)

<sup>244</sup> SP4 (page 134 und page 170; Berechnung des Anteils hybrider Kredite für den Gesamtpool anhand der jeweiligen Loan Group Balance)

<sup>245</sup> SP5 (A-1)

<sup>246</sup> SP6 (A-II-26)

<sup>247</sup> SP7 (page 92)

<sup>248</sup> SP8 (A-13)

<sup>249</sup> SP9 (IV-2)

<sup>250</sup> SP10 (A-5)

<sup>251</sup> SP11 (A-22)

<sup>252</sup> SP12 (A-II-23)

<sup>253</sup> SP1 (S-107ff.), SP2 (S-138ff.), SP3 (S-96ff.), SP4 (S-145f.), SP5 (S-105ff.), SP6 (A-III-1), SP7 (page 135 ff.), SP8 (S-113ff.), SP9 (S-93ff.), SP10 (S-115ff.), SP11 (S-107ff.), SP12 (S-98ff.)

<sup>254</sup> Die monatliche Hypothekenrate, die der Kreditnehmer nach Ablauf der Festzinsphase entrichten muss, wird als „Fully Indexed Rate“ bezeichnet. Die Fully Indexed Rate setzt sich zusammen aus dem Zinssatz des Indexes zuzüglich der Marge.

Balance (\$)	Gross Weighted Average Rate (%)	Original Amortization Term (1) (months)	Original Stated Term (months)	Age (months)	Margin (%)	Months To Next Rate Adjustment	Rate Adjustment Frequency (months)	Maximum Rate (%)	Minimum Rate (%)	Initial Periodic Cap (%)	Periodic Cap (%)	Index	Original IO Term (months)
Group II Closing Date Mortgage Loans													
132,567.60	7.3750	480	360	4	2.7500	116	12	12.3750	2.7500	5.0000	2.0000	LIBOR_1YR	0
1,144,407.40	6.6250	240	360	4	2.7500	116	12	11.6250	2.7500	5.0000	2.0000	LIBOR_1YR	120
94,437,757.62	8.9464	360	360	2	6.0482	22	6	14.9770	6.1188	3.0258	1.0037	LIBOR_6MO	0
17,048,907.48	8.6069	360	360	4	5.6902	22	6	14.6422	5.9994	3.3761	1.0501	LIBOR_6MO	0
136,388,874.93	8.8526	360	360	4	6.0691	22	6	14.8464	6.2121	3.0480	1.0025	LIBOR_6MO	0
17,928,899.96	8.7732	360	360	2	6.0916	22	6	14.7895	6.1579	3.0388	1.0103	LIBOR_6MO	0
30,148,005.66	8.4025	480	360	2	5.7831	22	6	14.4025	5.8151	3.0481	1.0108	LIBOR_6MO	0
10,408,008.02	8.3999	480	360	2	6.0291	22	6	14.3999	6.0703	3.0000	1.0000	LIBOR_6MO	0
88,474,183.32	8.1694	480	360	2	6.0406	22	6	14.1875	6.1665	3.1436	1.0000	LIBOR_6MO	0
10,742,833.74	8.0755	480	360	1	5.8866	23	6	14.0755	5.8866	3.0000	1.0000	LIBOR_6MO	0
22,415,697.62	7.7431	240	360	2	5.0693	22	6	13.7375	5.1116	3.1162	1.0181	LIBOR_6MO	120

Quelle: SP1 (A-III-3)

In dieser Übersicht ist z.B. in der dritten Zeile angegeben, dass Poolkredite in Höhe von rd. US\$ 94,4 Mio. u.a. folgende Merkmale aufweisen:

- der durchschnittliche Zinssatz beträgt 8,9464% (2. Spalte von links),
- die durchschnittliche Zinsaufschlag auf den 6-Monats-LIBOR (2. Spalte von rechts) beträgt 6,0482% (6. Spalte von links),
- die nächste Zinsanpassung findet in 22 Monaten statt (7. Spalte von links)
- die erstmalige Zinsanpassung (also in 22 Monaten) ist auf durchschnittlich maximal 3,0258% (4. Spalte von rechts) begrenzt.

Der Informationsgehalt dieser Tabellen ist sehr unterschiedlich und hängt von der Gliederungstiefe ab: Werden viele Kredite zusammengefasst, können die Durchschnittswerte durch viele Ausreißer ein verfälschtes Bild abgeben.

Die folgende Tabelle gibt an, wie viele Poolkredite die jeweilige Transaktion umfasst und in wie viele Kreditgruppen diese Poolkredite zusammengefasst worden sind:

Stichprobe	Anzahl Poolkredite	Anzahl der dargestellten Kreditgruppen	Anteil in (%)
SP1	7.610	365	4,8
SP2	11.373	370	3,3
SP3	1.711	240	14,0
SP4	2.581	46	1,8
SP5	2.657	273	10,3
SP6	3.774	160	4,2
SP7	7.836	487	6,2
SP8	2.910	26	0,9
SP9	4.654	297	6,4
SP10	4.374	183	4,2
SP11	4.990	308	6,2
SP12	6.398	168	2,6

Es zeigt sich, dass z.B. bei SP3 bei einer Gesamtzahl der Poolkredite von 1.711 240 Kreditgruppen dargestellt werden, d.h. durchschnittlich werden weniger als zehn Kredite zu einer Kreditgruppe zusammengefasst. Hingegen werden bei SP8 nur 26 Kreditgruppen bei einer Gesamtzahl von 2.910 Poolkrediten gebildet.

In vier<sup>255</sup> dieser Fälle wird dabei darauf hingewiesen, dass die Tabellen vorrangig der Berechnung von Szenarien zur vorzeitigen Rückzahlung von Krediten dienen („Prepayment-Szenarien“) und Abweichungen zum tatsächlichen Pool bestehen.

In allen<sup>256</sup> Fällen werden zu den verschiedenen Kreditarten die Durchschnittswerte weiterer Poolcharakteristika wie z.B. das durchschnittliche LTV angegeben. In drei<sup>257</sup> Fällen hiervon ist zusätzlich eine Verknüpfung mit dem dazugehörigen durchschnittlichen DTI<sup>258</sup> möglich. In keinem Fall werden Angaben zu den entsprechenden Bandbreiten gemacht, so dass nicht erkennbar ist, für welchen Anteil an Krediten z.B. ein potentiell hoher Reset Shock mit einem hohen LTV oder einem hohen DTI zusammentreffen.

In keinem Fall ermöglicht der Emissionsprospekt eine Risikoanalyse auf Ebene des Einzelkredites.

### **„Interest-Only“-Kredite<sup>259</sup>**

In den von uns gesichteten Emissionsprospekten der US RMBS Subprime Stichprobe

- kann in allen zwölf Fällen der Anteil der Interest-Only-Kredite am Forderungspool zumindest identifiziert und berechnet werden. Teilweise ist er direkt angegeben.
- kann der Prospektleser in allen Fällen anhand tabellarischer Übersichten den Zeitpunkt ermitteln, wann die Tilgungszahlungen auf die Interest-Only-Kredite einsetzen werden und über welchen Zeitraum die Kredite dann amortisiert werden.

---

<sup>255</sup> SP5 (S-103), SP6, SP7 und SP9

<sup>256</sup> SP1 (A-23), SP2 (S-40), SP3 (A-12), SP4 (A-32), SP5 (A-1), SP6 (A-II-26), SP7 (page 92), SP8 (A-13), SP9 (IV-2), SP10 (A-5), SP11 (A-22) und SP12

<sup>257</sup> SP5 (A-1), SP6 (A-II-26), SP12

<sup>258</sup> Das „debt-to-income“ Ratio (DTI) beschreibt das Verhältnis von monatlichem Schuldendienst zu monatlichem Einkommen des Schuldners.

<sup>259</sup> Die Vereinbarung einer „Interest only“-Zahlungsperiode stellt eine Möglichkeit dar, die anfänglichen monatlichen Belastungen zu reduzieren, da für einen festgelegten Zeitraum nur Zinsen gezahlt werden, nicht aber Tilgungen. Der Zeitraum, in dem nur Zinsen gezahlt werden, liegt üblicherweise zwischen 3 und 10 Jahren (teilweise bis zu fünf Jahre).

- sind in allen Fällen die Höhe der Tilgungszahlungen und der Einfluss des Einsetzens der Tilgung auf die von den Kreditnehmern zu entrichtende Kreditrate nicht dargestellt.

Folgende Tabelle gibt eine Übersicht über die Anteile an Interest-Only Darlehen im Forderungspool:

Stichprobe	Anteil Interest-Only (in %)
SP 1	26,2 <sup>260</sup>
SP 2	11,4 <sup>261</sup>
SP 3	17,7 <sup>262</sup>
SP 4	17,1 <sup>263</sup>
SP 5	24,3 <sup>264</sup>
SP 6	14,5 <sup>265</sup>
SP 7	20,9 <sup>266</sup>
SP 8	25,9 <sup>267</sup>
SP 9	15,4 <sup>268</sup>
SP 10	8,7 <sup>269</sup>
SP 11	25,4 <sup>270</sup>
SP 12	26,5 <sup>271</sup>

### „Balloon“-Kredite<sup>272</sup>

In den von uns gesichteten Emissionsprospekten der US RMBS Subprime Stichprobe

- kann in allen zwölf Fällen der Anteil der Balloon-Kredite am Forderungspool zumindest identifiziert und berechnet werden. Teilweise ist er direkt angegeben.

<sup>260</sup> SP1 (A-23)

<sup>261</sup> SP2 (S-2)

<sup>262</sup> SP3 (S-21)

<sup>263</sup> SP4 (page 28)

<sup>264</sup> SP5 (A-47)

<sup>265</sup> SP6 (S-20)

<sup>266</sup> SP7 (page 6)

<sup>267</sup> SP8 (S-32)

<sup>268</sup> SP9 (S-27)

<sup>269</sup> SP10 (S-5)

<sup>270</sup> SP11(A-22)

<sup>271</sup> SP12(S-34)

<sup>272</sup> Ein „Balloon“-Hypothekendarlehen ist ein Darlehen, das innerhalb der vereinbarten Laufzeit nicht vollständig getilgt wird. Am Ende der Laufzeit verbleibt eine Restschuld, die wegen ihrer Größe als „Balloon“-Zahlung bezeichnet wird.

- ist es in allen Fällen nicht möglich, aufgrund von Angaben zum Alter, zum Zustand und zur Bauart der Immobilien Rückschlüsse auf die Angemessenheit des Tilgungszeitraums der Balloon-Kredite zu ziehen.

Folgende Tabelle gibt eine Übersicht über die Anteile an Balloon Darlehen im Forderungspool:

Stichprobe	Anteil Balloon (in %)
SP 1	1,4 <sup>273</sup>
SP 2	29,2 <sup>274</sup>
SP 3	40,1 <sup>275</sup>
SP 4	39,9 <sup>276</sup>
SP 5	31,0 <sup>277</sup>
SP 6	27,9 <sup>278</sup>
SP 7	27,7
SP 8	36,1 <sup>279</sup>
SP 9	45,3 <sup>280</sup>
SP 10	45,2 <sup>281</sup>
SP 11	0,9 <sup>282</sup>
SP 12	42,2 <sup>283</sup>

### „Negative Amortization“-Kredite<sup>284</sup>

In den von uns gesichteten Emissionsprospekten der US RMBS Subprime Stichprobe wird nur in einem Fall<sup>285</sup> explizit angegeben, dass der Forderungspool keine „Negative Amortization“-Kredite enthält. In den übrigen Fällen kann mangels Definitionen der Kreditarten<sup>286</sup> nicht

<sup>273</sup> SP1 (A-23)

<sup>274</sup> SP2 (S-13; Berechnung auf Basis der jeweiligen Loan Group Balances)

<sup>275</sup> SP3 (S-23)

<sup>276</sup> SP4 (page 7)

<sup>277</sup> SP5 (A-47)

<sup>278</sup> SP6 (S-19)

<sup>279</sup> SP8 (S-6)

<sup>280</sup> SP9 (S-27)

<sup>281</sup> SP10 (S-5)

<sup>282</sup> SP11 (A-22)

<sup>283</sup> SP12 (S-34)

<sup>284</sup> Als „Negative Amortization“-Hypothekendarlehen werden Hypothekendarlehen bezeichnet bei denen der Kreditnehmer anfänglich für eine bestimmte Frist weniger als den vollen Zinsbetrag an den Kreditgeber zahlt. Die nicht gezahlten Zinsen erhöhen den ausstehenden Kreditbetrag.

<sup>285</sup> SP5 (S-33)

<sup>286</sup> Die Kreditarten (ohne Definitionen) werden an folgender Stelle angegeben: SP1 (A-23), SP2 (S-35, S-40), SP3 (A-12), SP4 (page 170), SP6 (A-II-26), SP7 (page 92f.), SP8 (A-13), SP9 (IV-2), SP10 (A-5), SP11 (A-22), SP12 (A-II-23)

ausgeschlossen werden, dass die im Pool enthaltenen Kredite auch „Negative Amortization“-Elemente enthalten. Nach Auffassung der BayernLB hätten „Negative Amortization“-Kredite im Emissionsprospekt sowohl in der Beschreibung des Hypothekenkreditpools als auch bei den Risikofaktoren aufgeführt werden müssen.<sup>287</sup>

### **„Second Lien“-Kredite<sup>288</sup>**

In den von uns gesichteten Emissionsprospekten der US RMBS Subprime Stichprobe entfallen folgende Anteile des Pools auf Kredite, die mit nachrangigen Hypotheken besichert sind:

Stichprobe	Second Lien
SP1	0%
SP2	4,6%
SP3	0%
SP4	3,6%
SP5	2,4%
SP6	1,5%
SP7	1,8%
SP8	5,3%
SP9	4,2%
SP10	4,9%
SP11	0%
SP12	0%

### **bb) Emissionsprospekte Alt-A**

#### **„Lockvogel“-Kredite („Teaser-Rate“)**

##### Poolanteil

In fünf Fällen<sup>289</sup> enthält der Pool bei unseren US RMBS Alt-A Stichproben nur festverzinsliche Hypothekenkredite, die aufgrund des fest vereinbarten Zinssatzes keine anfänglich niedrigeren Zinssätze aufweisen. Keiner der übrigen sieben Emissionsprospekte der Alt-A Stich-

<sup>287</sup> Vgl. Antwort auf Frage 45 unserer Fragenliste US RMBS Juli 2010.

<sup>288</sup> US-Hauskäufer, die entweder nicht in der Lage oder Willens sind, die üblichen Anzahlungen von 10 % bis 20 % des Kaufpreises zu leisten, können einen zweiten Hypothekenkredit aufnehmen, der mit einer nachrangigen Hypothek („second lien“) besichert wird. Dieser Kredit wird als „Piggyback“-Darlehen bezeichnet, wenn er zeitgleich mit dem erstrangigen Hypothekendarlehen abgeschlossen wird.

<sup>289</sup> AA1 (S-44) AA3 (S-40) AA6 (S-5) AA7 (S-4) AA11 (S-8)

probe enthält eine direkte Darstellung der Anteile von „Lockvogel“-Krediten, also Kredite, bei denen der anfängliche Festzinssatz niedriger als die „fully indexed rate“ (Indexzinssatz bei Kreditvergabe zuzüglich vereinbarter Marge) ist. In vier<sup>290</sup> Fällen werden zumindest ungefähre Angaben zum Umfang der „Lockvogel“-Kredite im Forderungspool gemacht: Der Anteil der variabel verzinslichen Hypothekenkrediten (ARMs), die zum Zeitpunkt der Kreditvergabe einen Hypothekenzinssatz besitzen, der niedriger ist als die Summe aus der individuellen Bruttomarge und dem zugrundeliegenden Markt-Index, wird mit „generally originated with“ oder „generally will be lower, and may be significantly lower“ beschrieben, ohne jedoch auf das potentielle Ausmaß des Reset-Shocks einzugehen.

Die folgende Tabelle gibt an, welchen Anteil der hybriden Hypothekendarlehen an den jeweiligen Forderungspools der Papiere der Alt-A-Stichprobe mit variabel verzinslichen Krediten wir auf Grundlage der in den Emissionsprospekten enthaltenen tabellarischen Angaben zu den Kreditarten sowie der ggf. vorhandenen Erläuterungen der Kreditarten abgeleitet haben:

Stichprobe	Anteil Hybrid (in %)
AA2	80,3 <sup>291</sup>
AA4	23,1 <sup>292</sup>
AA5	69,8 <sup>293</sup>
AA8	47,7 <sup>294</sup>
AA10	94,8 <sup>295</sup>
AA12	80,5 <sup>296</sup>
AA13	100% <sup>297</sup>

### Höhe Reset Shock

Die Emissionsprospekte zur Alt-A-Stichprobe erlauben in allen sieben<sup>298</sup> Fällen, in denen variable Hypothekenkredite im Pool enthalten sind, anhand tabellarischer Übersichten zumindest überschlägige Berechnungen des Prospektlesers zur Höhe der „fully indexed rate“ sowie

<sup>290</sup> AA2 (S-23), AA4 (S-40), AA5 (S-32), AA8 (S-28)

<sup>291</sup> AA2 (S-30)

<sup>292</sup> AA4 (S-8, S-40 ff.)

<sup>293</sup> AA5 (S-38)

<sup>294</sup> AA8 (S-34)

<sup>295</sup> AA10 (S-I-4)

<sup>296</sup> AA12 (S-59)

<sup>297</sup> AA13 (A-17)

<sup>298</sup> AA2 (S-63ff.), AA4 (IV-1ff.), AA5 (S-96ff.), AA8 (S-94ff.), AA10 (S-74ff.), AA12 (S-175ff.) AA13 (S-96ff.)

daraus abgeleitet zur Höhe des potentiellen Reset-Shocks. Die Tabellen enthalten Angaben zum Gesamtvolumen, der Kreditlaufzeit, zum Kreditalter, zur Häufigkeit von Zinsanpassungen, zum relevanten Index, zur Marge, zum anfänglichen Zins sowie Informationen über die zunächst während der „Lockvogel“-Periode zu zahlenden Hypothekenzinssätze.

Der Informationsgehalt dieser Tabellen ist sehr unterschiedlich und hängt von der Gliederungstiefe ab: Werden viele Kredite zusammengefasst, können die Durchschnittswerte durch viele Ausreißer ein verfälschtes Bild abgeben. Die folgende Tabelle gibt an, wie viele Poolkredite die jeweilige Transaktion umfasst und in wie viele Kreditgruppen diese Poolkredite zusammengefasst worden sind:

<b>Stichprobe</b>	<b>Anzahl Poolkredite</b>	<b>Anzahl der dargestellten Kreditgruppen</b>	<b>Anteil in (%)</b>
AA2	7.179	468	6,5
AA4	1.756	196	11,2
AA5	3.746	274	7,3
AA8	4.933	177	3,6
AA10	1.505	99	6,6
AA12	4.720	514	10,9
AA13	2.896	115	4,0

Es zeigt sich, dass z.B. bei AA4 196 Kreditgruppen dargestellt werden bei einer Gesamtzahl der Poolkredit von 1.756; durchschnittlich werden weniger als zehn Kredite zu einer Kreditgruppe zusammengefasst. Hingegen werden bei AA13 nur 115 Kreditgruppen bei einer Gesamtzahl von 2.896 Poolkrediten gebildet.

In fünf<sup>299</sup> dieser Fälle wird dabei darauf hingewiesen, dass die Tabellen vorrangig der Berechnung von Szenarien zur vorzeitigen Rückzahlung von Krediten dienen („Prepayment-Szenarien“) und Abweichungen zum tatsächlichen Pool bestehen.

In sechs<sup>300</sup> Fällen werden zu den verschiedenen Kreditarten die Durchschnittswerte weiterer Poolcharakteristika wie z.B. das durchschnittliche LTV angegeben. In keinem der Fälle ist zusätzlich eine Verknüpfung mit dem dazugehörigen durchschnittlichen DTI möglich. Ebenso werden in keinem Fall Angaben zu den entsprechenden Bandbreiten gemacht, so dass nicht erkennbar ist, für welchen Anteil an Krediten z.B. ein potentiell hoher Reset Shock mit einem hohen LTV oder einem hohen DTI zusammentreffen.

<sup>299</sup> AA2 (S-63), AA4 (S-89), AA5 (S-94), AA8 (S-93), AA13 (S-94)

<sup>300</sup> AA2, AA5, AA7, AA8, AA10 (S-74ff.), AA12 (S-175ff.)

In keinem Fall ermöglicht der Emissionsprospekt eine Risikoanalyse auf Ebene des Einzelkredites.

### „Interest-Only“-Kredite

In den von uns gesichteten Emissionsprospekten der US RMBS Alt-A Stichprobe

- kann in allen zwölf Fällen der Anteil der Interest-Only-Kredite am Forderungspool zumindest identifiziert und berechnet werden. Teilweise ist er direkt angegeben.
- kann der Prospektleser in allen Fällen anhand tabellarischer Übersichten den Zeitpunkt ermitteln, wann die Tilgungszahlungen auf die Interest-Only-Kredite einsetzen werden und über welchen Zeitraum die Kredite dann amortisiert werden.
- sind in allen Fällen die Höhe der Tilgungszahlungen und der Einfluss des Einsetzens der Tilgung auf die von den Kreditnehmern zu entrichtende Kreditrate nicht dargestellt.

Folgende Tabelle gibt eine Übersicht über die Anteile an Interest-Only Darlehen im Forderungspool:

Stichprobe	Anteil Interest-Only (%)
AA1	43,6 <sup>301</sup>
AA2	78,4 <sup>302</sup>
AA3	43,1 <sup>303</sup>
AA4	57,9 <sup>304</sup>
AA5	72,2 <sup>305</sup>
AA6	18,4 <sup>306</sup>
AA7	34,7 <sup>307</sup>
AA8	70,8 <sup>308</sup>
AA10	82,4 <sup>309</sup>
AA11	62% <sup>310</sup>
AA12	76,9 <sup>311</sup>
AA13	91,2 <sup>312</sup>

---

<sup>301</sup> AA1 (S-21)

<sup>302</sup> AA2 (S-30)

<sup>303</sup> AA3 (S-42)

<sup>304</sup> AA4 (S-38)

<sup>305</sup> AA5 (S-37)

<sup>306</sup> AA6 (S-29)

<sup>307</sup> AA7 (S-36)

<sup>308</sup> AA8 (S-18)

<sup>309</sup> AA10 (S-10)

<sup>310</sup> AA11 (S-26)

<sup>311</sup> AA12 (S-37)

<sup>312</sup> AA13 (S-24)

## „Balloon“-Kredite

In den von uns gesichteten Emissionsprospekten der US RMBS Subprime Stichprobe

- kann in allen zwölf Fällen der Anteil der Balloon-Kredite am Forderungspool zumindest identifiziert und berechnet werden. Teilweise ist er direkt angegeben
- ist es in allen Fällen nicht möglich, aufgrund von Angaben zum Alter, zum Zustand und zur Bauart der Immobilien Rückschlüsse auf die Angemessenheit des Tilgungszeitraums der Balloon-Kredite zu ziehen.

Folgende Tabelle gibt eine Übersicht über die Anteile an Balloon-Darlehen im Forderungspool:

Stichprobe	Anteil Balloon %
AA1	1,6 <sup>313</sup>
AA2	6,1 <sup>314</sup>
AA3	0,6 <sup>315</sup>
AA4	4,7 <sup>316</sup>
AA5	6,1 <sup>317</sup>
AA6	0
AA7	0
AA8	4,2 <sup>318</sup>
AA10	0
AA11	0
AA12	3,3 <sup>319</sup>
AA13	0

## „Negative Amortization“-Kredite

In den Emissionsprospekte der US RMBS Alt-A Stichprobe wird nur in drei Fällen<sup>320</sup> ausdrücklich angegeben, dass der Forderungspool keine „Negative Amortization“-Kredite enthält. In drei<sup>321</sup> Fällen lässt sich dies aus den Erläuterungen der Kreditarten ableiten. In den

---

<sup>313</sup> AA1 (S-22)

<sup>314</sup> AA2 (S-17)

<sup>315</sup> AA3 (S-42)

<sup>316</sup> AA4 (S-17)

<sup>317</sup> AA5 (S-19)

<sup>318</sup> AA8 (S-19)

<sup>319</sup> AA12 (S-30)

<sup>320</sup> AA3 (S-42), AA4 (S-38), AA7 (S-37)

<sup>321</sup> AA2 (S-30), AA5 (S-38f.), AA8 (S-34)

verbleibenden sechs<sup>322</sup> Fällen kann mangels Definitionen der Kreditarten nicht ausgeschlossen werden, dass die im Pool enthaltenen Kredite auch „Negative Amortization“-Elemente enthalten. Nach Auffassung der BayernLB hätte jedoch das Vorhandensein von „Negative Amortization“-Krediten im Emissionsprospekt sowohl in der Beschreibung des Hypothekenkreditpools als auch in der Darstellung der Risikofaktoren explizit aufgeführt werden müssen.<sup>323</sup>

In zwei der zwölf Fälle wird darauf hingewiesen, dass bei einigen der sich im Pool befindenden nachrangig besicherten Hypothekenkredite („second liens“) die dazugehörigen erstrangigen Hypothekenkredite („first liens“) „Negative Amortization“-Kredite sind.<sup>324</sup>

### „Second Lien“-Kredite

In den von uns gesichteten Emissionsprospekten der US RMBS Alt-A Stichprobe entfallen in folgenden drei Fällen Anteile des Pools auf Kredite, die mit nachrangigen Hypotheken besichert sind:

Stichprobe	Second Lien
AA2	3,4%
AA5	2,5%
AA8	3,0%

In zwei dieser Fälle<sup>325</sup> wird darauf hingewiesen, dass bei einigen der sich im Pool befindenden nachrangigen Kredite die entsprechenden erstrangigen Kredite „Negative Amortization“-Kredite sind. Wegen der „Negative Amortization“ der erstrangigen Kredite sei es möglich, dass einige dieser nachrangigen Kredite nach dem Emissionsstichtag ein CLTV<sup>326</sup> von bis zu 125% erreichen könnten.<sup>327</sup>

<sup>322</sup> AA1, AA6, AA10, AA11, AA12, AA13

<sup>323</sup> Vgl. Antwort auf Frage 45 unserer Fragenliste US RMBS Juli 2010.

<sup>324</sup> AA2 (S-142), AA5(S-188)

<sup>325</sup> AA2 (S-142), AA5(S-188)

<sup>326</sup> Der CLTV bezeichnet das Verhältnis der Summe aller Kredite, die für eine Immobilie aufgenommen wurden, zum Wert der Immobilie. Der CLTV erfasst also nicht nur das erstrangige Hypothekendarlehen, sondern auch etwaige weitere nachrangige Kredite für dieselbe Immobilie.

<sup>327</sup> „Consequently, it is conceivable that, after the closing date, some of the second lien mortgage loans could, due to negative amortization of the related first lien mortgage loans, have combined loan-to-value ratios that exceed 100%, but not 125%.“

### cc) In den Emissionsprospekten angegebene Risikofaktoren

#### „Lockvogel“-Kredite („Teaser-Rate“)

In neun<sup>328</sup> Fällen der Subprime-Stichprobe wird unter aktuellen Entwicklungen („Recent Developments“) auf dem Markt für private Hypotheken darauf hingewiesen, dass es bei den ARMs zu wesentlichen Erhöhungen der monatlichen Rate durch Anpassung der ursprünglichen festen Rate oder der niedrigen Anfangsrate kommen könne.

In fünf Fällen<sup>329</sup> der Alt-A-Stichprobe wird unter aktuellen Entwicklungen („Recent Developments“) auf dem Markt für private Hypotheken darauf hingewiesen, dass es bei den ARMs zu wesentlichen Erhöhungen der monatlichen Rate durch Anpassung der ursprünglichen festen Rate oder der niedrigen Anfangsrate kommen könne.

Der Prospekt zu SP4<sup>330</sup> weist auf Risiken hin, die bei der Vergabe von variabel verzinsten Hypothekenkrediten entstehen könnten. Diese könnten unter der Annahme abgeschlossen worden sein, dass der Kreditnehmer zukünftig höheren monatlichen Zahlungsverpflichtungen nachkommen kann. Die Vergabekriterien seien hier weniger streng ausgelegt worden als im Falle von fest verzinsten Krediten. Das Ausfallrisiko erhöhe sich zum Zeitpunkt des Ratenanstiegs.

Im Prospekt von SP5<sup>331</sup> wird gewarnt, dass die Entwicklung der amerikanischen Wirtschaft sich insbesondere auf die Wertentwicklung von variabel verzinsten Hypothekenkrediten auswirken könne. Genannt werden Darlehen, die alle sechs Monate angepasst werden (einschließlich „Lockvogel“-Darlehen), hybride Kredite, „Interest-Only“-Kredite, „Negative Amortization“-Kredite und „option ARMs“<sup>332</sup>. Dabei wird das Risiko im Wesentlichen darin gesehen, dass die ersten monatlichen Zahlungsverpflichtungen der Höhe nach wesentlich

---

<sup>328</sup> SP2 (S-20f.), SP3 (S-26f.), SP4 (page 26), SP5 (S-16f.), SP6 (S-15f.), SP8 (S-29f.), SP9 (S-14), SP12 (S-17f.). Die drei anderen Subprime Prospekte sind datiert auf: 28.12.2006 (SP8), 26.01.2007 (SP7) und 08.02.2007 (SP1).

<sup>329</sup> AA5 (S-29f.), AA6 (page 31), AA7 (S-34), AA11 (S-26), AA12 (page 36f.)

<sup>330</sup> SP4 (page 27)

<sup>331</sup> SP5 (Basisprospekt S. 4)

<sup>332</sup> Payment Option ARMs ermöglichen es dem Kreditnehmer jeden Monat jeweils aus mehreren Zahlungsoptionen auszuwählen: Zahlung von Zins und Tilgung, Zahlung nur der Zinsen („Interest only“), Zahlung einer Mindestrate, die möglicherweise nicht einmal die Zinsen deckt und deshalb den Kreditbetrag erhöht („negative amortization“).

niedriger sind als bei fest verzinslichen Krediten. Dem Kreditnehmer werde ermöglicht, sich höhere Kreditsummen als bei einem normalen festverzinslichen Kredit mit Tilgungszahlungen zu leihen.<sup>333</sup> Weiterhin wird auf das Risiko hingewiesen, dass Originatoren zumeist den Kreditbetrag eines variablen Hypothekenkredites basierend auf der Zahlungsfähigkeit der ursprünglichen monatlichen Zahlungsverpflichtung oder basierend auf der Zahlungsfähigkeit nach dem ersten „Reset“ vornehmen und zukünftige weitere „Resets“ unberücksichtigt lassen.<sup>334</sup> Diese Vergabepraktiken könnten die Anfälligkeit für Kreditausfälle im Falle sich verändernder wirtschaftlicher Rahmenbedingungen erhöhen. Diese Bedenken werden auch vor dem Hintergrund geäußert, dass sich die Zinssätze für Hypothekenkredite in den letzten Jahren auf einem historisch niedrigen Niveau befunden hätten. Im Falle eines Zinsanstieges könne es zu einem signifikanten Anstieg der monatlichen Zinszahlungen kommen. Als Folge seien auch Refinanzierungen nur schwierig zu erhalten.

Die Prospekte zu SP9 und AA13<sup>335</sup> verweisen auf Risiken aufgrund fehlender Erfahrungswerte mit neuartigen variablen Hypothekenkrediten. Diese werden als Kredittypen mit sehr niedrigen anfänglichen Ratenzahlungen typisiert. Höhere Zinsen und ein Rückgang des Immobilienmarktes könnten hier zu erhöhten Zahlungsausfällen führen.<sup>336</sup>

### Interest-Only-Darlehen

In neun<sup>337</sup> Fällen der Subprime-Stichprobe wird hingewiesen, dass in den letzten Jahren der Anteil von Krediten mit einer "Interest-Only"-Phase signifikant angestiegen ist. Unter Angabe

---

<sup>333</sup> „The primary attraction to borrowers of these adjustable payment mortgage loan products is that initial monthly mortgage loan payments can be significantly lower than fixed rate or level pay mortgage loans under which the borrower pays both principal and interest at an interest rate fixed for the life of the mortgage loan. As a result, many borrowers are able to incur substantially greater mortgage debt using one of these adjustable payment mortgage loan products than if they used a standard amortizing fixed rate mortgage

<sup>334</sup> ~~When~~ When evaluating a mortgage loan application from a prospective borrower for an adjustable payment or interest-only mortgage loan, many mortgage originators determine the amount of loan that borrower can afford based on the borrower's initial scheduled monthly payments, or the scheduled monthly payments on the first mortgage rate reset date, rather than based on the adjusted monthly payments as of future mortgage interest reset dates (in the case of adjustable rate mortgage loans) or the principal amortization date (in the case of interest-only mortgage loans).“

<sup>335</sup> AA13 (S-19)

<sup>336</sup> „There is little historical data with respect to these new mortgage loan products. Consequently, as borrowers face potentially higher monthly payments for the remaining terms of their loans, it is possible that, combined with other economic conditions such as increasing interest rates and deterioration of home values, borrower delinquencies and defaults could exceed anticipated levels.“

<sup>337</sup> SP1 (S-23), SP2 (S-14f.), SP3 (S-21f.), SP5 (S-24), SP6 (S-19), SP7 (page 13), SP9 (S-22), SP11 (S-23), SP12 (S-24f.).

des Anteils von „Interest-Only“-Darlehen im Pool wird darauf verwiesen, dass einhergehende langfristige Gefahren noch weitgehend unbekannt sind, da keine Erfahrungswerte mit solchen Darlehen bestehen. Zusätzlich wird angemerkt, dass tendenziell ein Kreditnehmer eine höhere Kreditsumme bekommen kann, als im Falle eines "fully amortizing" Darlehen. Risiken werden u.a. gesehen in höheren Verlustschweren, da die ausstehenden Kreditsummen länger höher bleiben, Ausfällen aufgrund fehlender Möglichkeiten der Refinanzierung oder auch höhere Risiken des Ausfalles aufgrund eines "Reset Shocks".

In zehn<sup>338</sup> Fällen der Alt-A-Stichprobe wird auf die Risiken aus „Interest Only“-Darlehen hingewiesen. Unter Angabe des Anteils von „Interest-Only“-Darlehen im Pool wird darauf verwiesen, dass einhergehende langfristige Gefahren noch weitgehend unbekannt sind, da keine Erfahrungswerte mit solchen Darlehen bestehen. Zusätzlich wird angemerkt, dass tendenziell ein Kreditnehmer eine höhere Kreditsumme bekommen kann, als im Falle eines "fully amortizing" Darlehen. Risiken werden u.a. gesehen in höheren Verlustschweren, da die ausstehenden Kreditsummen länger höher bleiben, Ausfällen aufgrund fehlender Möglichkeiten der Refinanzierung oder auch höhere Risiken des Ausfalles aufgrund eines "Reset Shocks". Daneben kann es aufgrund eines fehlenden Aufbaus von Eigenkapital an der besicherten Immobilie zu höheren Zahlungsverzügen kommen.

### Balloon-Darlehen

In acht<sup>339</sup> Fällen der Subprime-Stichprobe wird auf die spezifischen Risiken aus der Kreditvergabe von Balloon-Darlehen eingegangen. Unter Angabe des Anteils wird erwähnt, dass Balloon-Darlehen ein höheres Risiko aufweisen, da am Ende der Kreditlaufzeit eine wesentliche Restschuld besteht. Die Fähigkeit des Kreditnehmers zur Begleichung der Restschuld hänge von seinen Möglichkeiten zur Refinanzierung oder einem ausreichenden Preis bei Verkauf der Immobilie ab. Diese hänge wiederum vom Immobilienwert, der Höhe der Kreditzinsen, dem Eigenkapitalanteil des Kreditnehmers an der Immobilie, der finanziellen Situation des Kreditnehmers und den gesamtwirtschaftlichen Bedingungen ab. Die Kreditnehmer seien nicht verpflichtet ihre Balloon-Darlehen zu refinanzieren.

---

<sup>338</sup> AA2 (S-16), AA3 (S-21f.), AA4 (S-17), AA5 (S-18), AA6 (page 29), AA7 (S-27f.), AA8 (S-18), AA10 (S-26), AA11 (S-26), AA12 (page 35), AA13 (S-24)

<sup>339</sup> SP2 (S-13), SP3 (S-22f.), SP4 (page 24), SP5 (S-24), SP6 (S-19), SP8 (S-25), SP10 (S-27), SP12 (S-25); Die beiden anderen Stichproben besitzen einen 1,4% bzw. 0,9%-Anteil von Balloon-Darlehen im Pool (SP1 (A-23) und SP11 (A-22)).

In allen Fällen<sup>340</sup>, in denen Balloon-Darlehen im Pool der Alt-A-Stichprobe enthalten sind wird auf die spezifischen Risiken aus der Kreditvergabe von Balloon-Darlehen eingegangen. Unter Angabe des Anteils wird erwähnt, dass Balloon-Darlehen ein höheres Risiko aufweisen, da am Ende der Kreditlaufzeit eine wesentliche Restschuld besteht. Die Fähigkeit des Kreditnehmers zur Begleichung der Restschuld hänge von seinen Möglichkeiten zur Refinanzierung oder einem ausreichenden Preis bei Verkauf der Immobilie ab. Diese hänge wiederum vom Immobilienwert, der Höhe der Kreditzinsen, dem Eigenkapitalanteil des Kreditnehmers an der Immobilie, der finanziellen Situation des Kreditnehmers und den gesamtwirtschaftlichen Bedingungen ab. Die Kreditnehmer seien nicht verpflichtet ihre Balloon-Darlehen zu refinanzieren.

#### Hypothekendarlehen mit 40-jähriger Laufzeit

Unter Angabe des Poolanteils werden in drei<sup>341</sup> Fällen der Subprime-Stichprobe die Risiken von Krediten mit verlängerten Laufzeiten von 40 Jahren angesprochen. Diese Kreditarten würden in den letzten Jahren vermehrt am Markt angeboten. Risiken seien u.a. geringere monatliche Tilgungsraten und daraus folgend höhere Verlustschweren im Falle des Kreditausfalles.

#### **dd) Kreditberichte**

##### „Lockvogel“-Kredite („Teaser-Rate“)

Die möglichen Anteile von „Lockvogel“-Krediten sowie die aus den möglichen „Reset Shocks“ resultierenden Risiken werden weder in den Kreditberichten unserer Stichprobe der US RMBS Subprime noch der US RMBS Alt-A thematisiert. Weiter ist nicht ersichtlich, dass eigene Berechnungen zur Ermittlung der Höhe und des Ausmaßes eines Reset-Shocks angestellt wurden. Nur in einem<sup>342</sup> Fall wird als eine der Schwächen des Investments angenommen, dass die Mehrheit der ARMs „affordability products“<sup>343</sup> sind. Angaben, welche Kredittypen unter den Begriff der „affordable products“ subsumiert werden, erfolgen nicht.

---

<sup>340</sup> AA1 (S-22), AA2 (S-17), AA4 (S-17), AA5 (S-19), AA8 (S-19), AA12 (page 30)

<sup>341</sup> SP1 (S-24), SP3 (S-23), SP11 (S-24f.).

<sup>342</sup> SP6

<sup>343</sup> „Affordable products sind speziell zugeschnittene Kreditverträge, die durch verschiedene Varianten eine anfängliche Reduktion der monatlichen Belastungen vorsehen. So konnten sich Kreditnehmer Immobilien leisten, bei denen die monatliche Belastung der klassischen Hypothekendarlehen zu hoch gewesen wäre.

## Interest-Only-Kredite

In den Kreditberichten wird der Anteil der Interest-Only-Kredite am Forderungspool in allen Kreditberichten unserer Stichprobe angegeben. In einem<sup>344</sup> Fall wird der Anteil an Interest-Only-Krediten als Schwäche des Investments eingeschätzt (Anteil 19%). In einigen Fällen liegt der Anteil an Interest-Only-Krediten zwar weitaus höher (z.B. SP12 mit einem Anteil Interest-Only-Kredite von 26,5%; keine Erwähnung als mögliche Schwäche), jedoch wird in keinem der von uns gesichteten Fälle der maximal zulässige Anteil von 30% gebrochen. In einem<sup>345</sup> weiteren Fall wird als Schwäche angesehen, dass die Mehrheit der ARMs „affordability products“ sind. Nähere Angaben zu den „affordable products“ erfolgen nicht.

Nur in einem<sup>346</sup> Fall der Stichprobe der US RMBS Subprime wird der Zeitraum bis zur Anpassung der Zahlungen bei Interest-Only-Krediten angesprochen und der Zeitraum bis zum durchschnittlichen „interest only reset“ angegeben. Weitere Ausführungen, speziell zu möglichen Risiken erfolgen nicht.

In allen Kreditberichten zu den Alt-A-Stichproben wird der Anteil der Interest-Only-Kredite am Forderungspool angegeben. Dabei wird der Anteil der Interest-Only Kredite in sieben<sup>347</sup> Fällen als „Schwäche“ des Investments eingestuft. In einem<sup>348</sup> dieser Fälle wird die Länge der Interest-Only Periode von 120 Monaten als risikomindernd im Hinblick auf den Anteil an Interest-Only-Krediten angesehen, da die erwartete Laufzeit der Tranche nur 36 Monate beträgt.

## Balloon-Kredite

In keiner der Alt-A und Subprime-Stichproben werden Balloon-Kredite explizit in den Kreditberichten thematisiert. Nur in einem<sup>349</sup> Fall wird als Schwäche angesehen, dass die Mehrheit der ARMs „affordability products“ sind.

---

<sup>344</sup> SP3

<sup>345</sup> SP6

<sup>346</sup> SP10

<sup>347</sup> AA5, AA7, AA8, AA10, AA11, AA12, AA13

<sup>348</sup> AA12

<sup>349</sup> SP6

### Negative amortization-Kredite

In den Kreditberichten der Stichprobe der US RMBS Subprime wird der Anteil an „negative amortization“ Krediten nur in einem Fall im Rahmen der underwriting criteria als Prüfkriterium ausgewiesen und der Anteil im Pool angegeben (0%). In allen anderen Fällen erfolgt insoweit keine Angabe.

In den Kreditberichten zur Stichprobe der US RMBS Alt-A wird der Anteil der „negative amortization“ Kredite in keinem der Fälle thematisiert. Insbesondere wird in den Kreditberichten zu AA2 und AA5 nicht thematisiert, dass es sich bei einigen, zu den second liens gehörigen first liens um „negative amortization“ Kredite handelt.

### Risikofaktoren

In keinem der Kreditberichte der Subprime- und der Alt-A-Stichprobe werden die hier aufgezeigten, den Emissionsprospekten entnommenen Risikofaktoren ausdrücklich aufgegriffen. Teilweise werden jedoch im Abschnitt „Analyse des Investments“ Schwächen („weaknesses“) im Zusammenhang mit „Affordable Products“ aufgeführt (siehe oben).

Ausführungen zu den Risiken aus der Zinsanpassung bei hybriden Krediten erfolgen nicht.

#### **e) Rückgriff auf den Schuldner im Falle eines Kreditausfalls**

In den Emissionsprospekten wird unabhängig von der Art der Immobiliennutzung (selbst genutzt als Erst- oder Zweitwohnung, fremdgenutzt) keine Stellung dazu genommen, ob ein Rückgriff auf den Schuldner im Falle eines Kreditausfalls möglich ist.

### Risikofaktor: Beschränkte Haftung des Schuldners

Unter den Risikofaktoren der Emission wird in neun<sup>350</sup> Fällen der Subprime-Stichprobe und in sieben Fällen<sup>351</sup> der Alt-A-Stichprobe beschrieben, dass die Haftung des Schuldners mit

---

<sup>350</sup> SP3 (Basisprospekt S. 5f.), SP4 (S-27), SP5 (S-27), SP6 (Basisprospekt S. 11), SP7 (page 171), SP8 (S-20f.), SP10 (S-20), SP11 (Basisprospekt S. 5f.), SP12 (Basisprospekt S. 3).

<sup>351</sup> AA1 (Basisprospekt S. 6), AA2 (S-15), AA5 (S-17), AA7 (Basisprospekt S.4f.), AA8 (S-17), AA11 (Basisprospekt S. 5), AA13 (S-27)

seinem übrigen Vermögen („deficiency judgment“) gesetzlichen Beschränkungen unterliegen kann. In den Kreditberichten werden zu Begrenzungen bei der Haftung des Schuldners keine Ausführungen gemacht.

#### f) Kreditverwendung durch den Schuldner

Die folgenden Tabellen zeigen für die Alt-A- und für die Subprime-Stichprobe die Anteile selbst genutzter Immobilien sowie fremdvermieteter Immobilien („investment property“) und Zweitwohnungen („second home“) am Forderungspool:

Stichprobe	Owner Occupied	Investment Property	Second Home
AA1	92,9%	3,7% <sup>352</sup>	3,4% <sup>353</sup>
AA2	75,6%	19,0%	4,4%
AA3	80,5%	15,5% <sup>354</sup>	4,0%
AA4	73,8%	19,4% <sup>355</sup>	6,8%
AA5	79,1%	17,6%	3,3%
AA6	88,6%	6,5%	4,9%
AA7	86,0%	9,2%	4,8%
AA8	77,6%	19,5%	2,9%
AA10	74,1%	18,6%	7,3%
AA11	80,0%	11,1%	8,9%
AA12	84,0%	12,4%	3,6%
AA13	86,5%	8,0%	5,6%

Stichprobe	Owner Occupied	Investment Property	Second Home
SP1	95,9%	2,9%	1,2%
SP2	90,5%	6,3%	3,2%
SP3	94,2%	3,9%	1,9%
SP4	93,0%	6,2%	0,8%
SP5	94,5%	4,7%	0,9%
SP6	92,4%	6,6%	1,0%
SP7	93,0%	6,4%	0,6%
SP8	94,8%	4,2%	1,0%
SP9	94,1%	5,4%	0,6%
SP10	91,5%	7,9%	0,7%
SP11	95,3%	3,9%	0,9%
SP12	96,4%	3,4%	0,2%

<sup>352</sup> Non-Owner Occupied

<sup>353</sup> Owner Occupied- 2nd home

<sup>354</sup> Non-Owner Occupied

<sup>355</sup> Non-Owner Occupied

Im Basisprospekt von SP5<sup>356</sup> wird unter den Risikofaktoren darauf hingewiesen, dass bei fremdvermieteten Immobilien („Non-owner occupied properties“) das Risiko des Ausfalles und die Verlustschwere höher ist als in selbst genutzten Immobilien.<sup>357</sup>

## 8. Informationen zu Immobiliensicherheiten und -markt

Auf Basis des Immobilienwertes kann die Beleihungsquote (LTV) für ein Hypothekendarlehen ermittelt werden. Sofern der Schuldner weitere nachrangige Darlehen aufgenommen hat, ist auch die Gesamtbeleihungsquote (CLTV) für die Einschätzung der Bonität von Bedeutung. Zur Einschätzung des Wertes der Immobiliensicherheit und etwaiger Risikokonzentrationen sind Angaben zur Lage, zum Zustand, zur Bauart, zur Immobilienpreisentwicklung und zur Verwertbarkeit im Falle des Kreditausfalls von Bedeutung.

### a) Immobilienbewertung

Den Subprime und Alt-A Emissionsprospekten ist zu entnehmen, dass die als Sicherheit dienenden Immobilien bewertet worden sind („*the appraised value determined in an appraisal obtained by the originator at origination of that mortgage loan*“). Weiter enthalten die Erläuterungen der Underwriting Standards der Originatoren im Emissionsprospekt Angaben zu der Immobilienbewertung, die jedoch aufgrund der oben aufgezeigten Gründe (siehe ausführlich Abschnitt 6. a) als nicht verlässlich angesehen werden können. Die mangelnde Verlässlichkeit der Aussagen zum Bewertungsverfahren und zum Bewerter zeigt folgendes Zitat aus dem Emissionsprospekt von SP5:<sup>358</sup>

„Underwriting Standards: Each mortgage loan originated or acquired by [Originator] is underwritten prior to loan closing, or re-underwritten after loan closing but prior to purchase by [Originator], in accordance with [Originator]’s underwriting guidelines.

[...]

---

<sup>356</sup> SP5 (Basisprospekt S.1f.)

<sup>357</sup> „Mortgage Loans secured by properties acquired by investors for the purposes of rental income or capital appreciation, or properties acquired as second homes, tend to have higher severities of default than properties that are regularly occupied by the related borrowers. In a default, real property investors who do not reside in the mortgaged property may be more likely to abandon the related mortgaged property, increasing the severity of the default.“

<sup>358</sup> SP5 (S-41 - S-43)

A full appraisal of the property proposed to be pledged as collateral is required in connection with the origination of each first priority mortgage loan and each second priority mortgage loan greater than \$50,000. Appraisals are performed by licensed, third-party, fee-based appraisers and include, among other things, an inspection of the exterior and interior of the subject property.

[...]

[Originator] may allow exceptions to its underwriting guidelines in accordance with [Originator]'s established exception policy. Exceptions may be allowed based upon the presence of compensating factors such as a low LTV, demonstrated pride of ownership and stability of employment."<sup>359</sup>

Die Erläuterungen zur Immobilienbewertung in den Underwriting Standards sind aufgrund ihrer mangelnden Verlässlichkeit nicht Bestandteil der nachfolgenden Auswertung.

#### **aa) Emissionsprospekte Subprime**

##### **Angaben zum Bewertungsverfahren**

In allen Subprime-Stichproben wurden keine Aussagen getroffen, wie bei der Bewertung vorgegangen wurde (full appraisal, drive-by-appraisal, AVM) Es fehlen insbesondere Angaben darüber, ob eine Außen- oder Innenbesichtigung stattgefunden hat. Weiterhin enthalten die Prospekte keine Angaben, wie viele Vergleichsimmobilien für die Ermittlung des Vergleichspreises herangezogen wurden und wie die Vergleichbarkeit dieser Immobilien überprüft wurde.

In drei Fällen<sup>360</sup> wurde darauf hingewiesen, dass die Bewertung auf einem von Fannie Mae/Freddie Mac akzeptierten Vordruck („form“) erfolgte, wobei der Inhalt des Vordrucks weder erläutert noch wiedergegeben wird.

Im Falle von SP12 ist den Erläuterungen der Underwriting Guidelines zu entnehmen, dass sich Originatoren in einigen Fällen möglicherweise auf statistische Bewertungsmethoden verlassen haben, die von einem Dritten zur Verfügung gestellt wurden:<sup>361</sup> „*In some cases, the*

---

<sup>359</sup> SP5 (S-43)

<sup>360</sup> SP4 (S-45), SP8 (S-37), SP10 (S-35)

<sup>361</sup> SP12 (S-38)

*third party originator may rely on a statistical appraisal methodology provided by a third party.*“

### **Angaben zum Gutachter**

In vier Fällen<sup>362</sup> finden sich in den Emissionsprospekten keine Aussagen zur Unabhängigkeit oder zur Qualifikation des Gutachters mit Ausnahme von Informationen zu den Kreditvergaberichtlinien der Originatoren. Diese Kreditvergaberichtlinien sind aufgrund von Ausnahmeregelungen in allen Fällen unserer Subprime-Stichprobe nicht verlässlich für eine Analyse (siehe detailliert Abschnitt 6. a) und wurden daher nicht eingehend untersucht.

In sieben Fällen<sup>363</sup> wird gesagt, dass der Immobilienwert durch einen unabhängigen Gutachter gegen Entgelt (independent fee appraiser) ermittelt wird, wobei unerwähnt bleibt, ob das Entgelt des Gutachters von der Höhe des Immobilienwertes abhängig ist (je höher der Wert, desto höher das Entgelt).

In einem Fall<sup>364</sup> wird darauf hingewiesen, dass die Immobilienbewertung durch einen qualifizierten Gutachter unterschrieben wird. Offen bleibt aber die Qualifikation des Gutachters und ob die Bewertung von einem bei einer der beteiligten Parteien abhängig beschäftigten Mitarbeiter vorgenommen wurde („staff appraiser“).

---

<sup>362</sup> SP2, SP5, SP6, SP7,

<sup>363</sup> SP1 (S-32), SP3 (S-31), SP4 (S-40), SP8 (S-33), SP10 (S-32), SP11 (S-32), SP12 (S-137)

<sup>364</sup> SP9 (S-61)

## Garantien zur Immobilienbewertung

Die folgende Tabelle gibt für die Subprime-Emissionsprospekte einen Überblick über die Zusicherungen und Garantien zur Immobilienbewertung:

Stichprobe	Garantien zur Immobilienbewertung	Garantiegeber
SP1	Keine <sup>365</sup>	nicht relevant
SP2	Keine <sup>366</sup>	nicht relevant
SP3	Keine <sup>367</sup>	nicht relevant
SP4	Die Immobilienbewertung jedes Kredits erfolgte in einer von Fannie Mae und Freddie Mac akzeptierten Form <sup>368</sup>	[Sponsor] <sup>369</sup>
SP5	Keine <sup>370</sup>	nicht relevant
SP6	Keine <sup>371</sup>	nicht relevant
SP7	Keine <sup>372</sup>	nicht relevant
SP8	Die Immobilienbewertung jedes Kredits erfolgte in einer von Fannie Mae und Freddie Mac akzeptierten Form. <sup>373</sup>	[Sponsor] <sup>374</sup>
SP9	Die Hypothekenkreditakte enthält ein Bewertungsgutachten der als Sicherheit dienenden Immobilie, das von einem qualifizierten Bewerter unterschrieben ist. <sup>375</sup>	Ursprüngliche Verkäufer der Kredite <sup>376</sup>
SP10	Die Immobilienbewertung jedes Kredits erfolgte in einer von Fannie Mae und Freddie Mac akzeptierten Form. <sup>377</sup>	[Sponsor und Originatoren] <sup>378</sup>
SP11	Keine <sup>379</sup>	nicht relevant
SP12	Keine <sup>380</sup>	nicht relevant

<sup>365</sup> SP1 (S.29)

<sup>366</sup> SP2 (S-133)

<sup>367</sup> SP3 (S.29)

<sup>368</sup> SP4 (page 31)

<sup>369</sup> SP4 (page 5 i.V.m. page 30)

<sup>370</sup> SP5 (S-48ff.)

<sup>371</sup> SP6 (S.37f.)

<sup>372</sup> SP7 (page 65f., page 196)

<sup>373</sup> SP8 (S-37)

<sup>374</sup> SP8 (S-4 i.V.m. S-36)

<sup>375</sup> SP9 (S-61)

<sup>376</sup> SP9 (S-59)

<sup>377</sup> SP10 (S-35)

<sup>378</sup> SP10 (S-34f.)

<sup>379</sup> SP11 (S.29)

<sup>380</sup> SP12 (S-80;“ representations and warranties that generally include representations and warranties similar to those summarized in the prospectus”)

## bb) Emissionsprospekte Alt-A

### Angaben zum Bewertungsverfahren

In allen Alt-A-Stichproben wurden keine Angaben gemacht, wie bei der Bewertung vorgegangen wurde (full appraisal, drive-by-appraisal, AVM). Es fehlen Angaben darüber, ob eine Außen- oder Innenbesichtigung stattgefunden hat. In einem Fall werden in Form der nachfolgend abgebildeten Tabelle Aussagen zu dem Bewertungsverfahren gemacht:<sup>381</sup>

**Property Valuation Types of the Mortgage Loans**

<u>Property Valuation Source</u>	<u>Number of Mortgage Loans</u>	<u>Principal Balance</u>	<u>Percentage of Mortgage Loans</u>	<u>Average Principal Balance</u>	<u>Weighted Average Credit Score</u>	<u>Weighted Average LTV Ratio</u>
AVM.....	78	\$ 14,314,600	1.90%	\$183,521	687	77.40%
Appraisal.....	2,948	739,362,162	98.10	250,801	711	74.40
Total, Average or Weighted Average .....	<u>3,026</u>	<u>\$753,676,763</u>	<u>100.00%</u>	<u>\$249,067</u>	<u>710</u>	<u>74.46%</u>

Quelle: AA3 (I-7)

Es ist erkennbar, dass für 98,1% der Poolforderungen ein „Appraisal“ vorliegt. Nähere Erläuterungen oder Aufteilungen, wie vorgegangen wurde werden nicht gegeben. Damit bleibt unklar, wie bei der Bewertung vorgegangen wurde, insbesondere ob eine Außen- oder Innenbesichtigung stattgefunden hat.

Die Prospekte enthalten keine Angaben, wie viele Vergleichsimmobilien für die Ermittlung des Vergleichspreises herangezogen wurden und wie die Vergleichbarkeit dieser Immobilien überprüft wurde.

---

<sup>381</sup> AA3 (I-7)

Den Erläuterungen zu den Underwriting Guidelines ist in einigen Fällen zu entnehmen, dass die Immobilienbewertung mit Hilfe von automatisierten Bewertungsverfahren („AVM“) erfolgt sein könnte.<sup>382</sup>

### **Angaben zum Gutachter**

Alle Emissionsprospekte zu unseren Alt-A-Stichproben enthalten keine Aussagen zur Unabhängigkeit oder zur Qualifikation des Gutachters mit Ausnahme von Informationen zu den Kreditvergaberichtlinien der Originatoren. Diese Kreditvergaberichtlinien sind aufgrund von Ausnahmeregelungen in allen Fällen unserer Subprime-Stichprobe nicht verlässlich für eine Analyse (siehe detailliert Abschnitt 6. a) und wurden daher nicht eingehend untersucht.

Den Underwriting Guidelines ist jedoch zu entnehmen, dass die Immobilienbewertung möglicherweise auch durch Angestellte einer an der Verbriefung beteiligten Partei durchgeführt wurde („staff appraiser“). In AA1 und AA4 heißt es in diesem Zusammenhang:<sup>383</sup> *“Appraisers may be staff appraisers employed by [Originator] or independent appraisers selected in accordance with the pre-established appraisal guidelines.”* In AA3 ist folgendes zu lesen:<sup>384</sup> *“Appraisers may be staff appraisers employed by the originator.”*

---

<sup>382</sup> AA13 (S-40): „In some cases, an automated valuation model ("AVM") may be used in lieu of an appraisal.“; AA11 (S-119): „An automated valuation model may be used instead of an independent fee appraiser.“; AA10 (S-37f.): “The standard appraisal may be waived in favor of an Insured Automated Value Model (AVM) with a physical inspection, provided the mortgage loan meets certain criteria.”.

<sup>383</sup> AA1 (S-28), AA4 (Basisprospekt S.21)

<sup>384</sup> AA3 (S-46)

## Garantien zur Immobilienbewertung

Die folgende Tabelle gibt für die von uns gesichteten Alt-A-Emissionsprospekte einen Überblick über die Garantien zur Immobilienbewertung:

Stichprobe	Garantien zur Immobilienbewertung	Garantiegeber
AA1	Keine <sup>385</sup>	nicht relevant
AA2	Soweit erforderlich gab es für jede als Sicherheit dienende Immobilie im Zeitpunkt der Kreditvergabe eine Bewertung, die den Anforderungen an die Kreditvergabe durch den jeweiligen Kreditgeber entspricht. Die Hypothekenkreditakte enthält eine Bewertung der zutreffenden Immobilien. <sup>386</sup>	[Sponsor] <sup>387</sup>
AA3	Keine <sup>388</sup>	nicht relevant
AA4	Keine <sup>389</sup>	nicht relevant
AA5	Soweit erforderlich gab es für jede als Sicherheit dienende Immobilie im Zeitpunkt der Kreditvergabe eine Bewertung, die den Anforderungen an die Kreditvergabe durch den jeweiligen Kreditgeber entspricht. Die Hypothekenkreditakte enthält eine Bewertung der zutreffenden Immobilien. <sup>390</sup>	[Sponsor] <sup>391</sup>
AA6	Keine <sup>392</sup>	nicht relevant
AA7	Keine <sup>393</sup>	nicht relevant
AA8	Soweit erforderlich gab es für jede als Sicherheit dienende Immobilie im Zeitpunkt der Kreditvergabe eine Bewertung, die den Anforderungen an die Kreditvergabe durch den jeweiligen Kreditgeber entspricht. Die Hypothekenkreditakte enthält eine Bewertung der zutreffenden Immobilien. <sup>394</sup>	[Sponsor] <sup>395</sup>
AA10	Keine <sup>396</sup>	nicht relevant
AA11	Keine <sup>397</sup>	nicht relevant
AA12	Keine <sup>398</sup>	nicht relevant
AA13	Mit Ausnahme der Hypothekenkredite, die gemäß dem "streamlined documentation"-Kreditprogramm des jeweiligen Kreditgebers vergeben wurden, enthalten die Hypothekenkreditakten für die entsprechende Immobilie die Bewertung eines qualifizierten Bewertungsgutachters, der keine direkten oder indirekten Interessen an der als Sicherheit dienenden Immobilien oder irgendeinem Kredit im Zusammenhang mit dieser Immobilie hat und dessen Vergütung nicht abhängig von der Genehmigung oder Ablehnung des Hypothekenkredites abhängig ist. Die Bewertung und der Bewerter erfüllen beide die Anforderungen von Title XI des "Financial Institutions Reform, Recovery, and Enforcement Act" von 1989. <sup>399</sup>	[original loan sellers] <sup>400</sup>

<sup>385</sup> AA1 (S-47f.)

<sup>386</sup> AA2 (S-124)

<sup>387</sup> AA2 (S-4 i.V.m. S-123)

<sup>388</sup> AA3 (S.20)

<sup>389</sup> AA4 (Basisprospekt S.34)

<sup>390</sup> AA5 (S-167.)

<sup>391</sup> AA5 (S-4 i.V.m. S-166)

<sup>392</sup> AA6 (Basisprospekt S.49 i.V.m. S-140)

<sup>393</sup> AA7 (S-35)

<sup>394</sup> AA8 (S-161)

<sup>395</sup> AA8 (S-3 i.V.m. S-160)

<sup>396</sup> AA10 (S-63)

<sup>397</sup> AA11 (S-15)

<sup>398</sup> AA12 (S-161)

<sup>399</sup> AA13 (S-62)

<sup>400</sup> AA13 (S-20 i.V.m. S-60)

### cc) In den Emissionsprospekten angegebene Risikofaktoren

#### Risiko falscher oder überhöhter Immobilienwerte durch Ausübung von Druck auf den Bewerter

In Basisprospekt zu SP5 wird auf Risiken im Zusammenhang mit der Immobilienbewertung hingewiesen. Es erfolgt ein Hinweis, dass der Gutachter sich durch den Makler oder Kreditgeber hinsichtlich des gewünschten Immobilienwerts unter Druck gesetzt fühlen könnte. Die Folge könnten falsche oder überhöhte Immobilienwerte sein.<sup>401</sup>

#### Zeitpunkt der Immobilienbewertung

In zwei Fällen<sup>402</sup> der Alt-A-Stichprobe wird ausgeführt, dass die Berechnung der Beleihungsquote auf einem Immobilienwert basieren kann, der bis zu 24 Monate alt ist, wenn die Bewertung durch ein „AVM“, eine „broker price opinion“, „drive-by appraisal“ oder eine sonstige Form der Immobilienwertermittlung erfolgt ist. Sofern eine solche Bewertung den aktuellen Wert der Immobilie nicht wiedergibt, oder die Immobilienpreise zurückgegangen sind, steige die Wahrscheinlichkeit, dass ein Veräußerungserlös nicht ausreicht, den Kredit zurückzuzahlen.<sup>403</sup>

In einem Fall<sup>404</sup> wird ausgeführt, dass der für die Berechnung des LTV verwendete Immobilienwert von dem im Rahmen einer Immobilienbewertung ermittelten oder aktuellen Wert der Immobilie abweichen könne.

---

<sup>401</sup> SP5 (Basisprospekt S. 1): „During the mortgage loan underwriting process, appraisals are generally obtained on each prospective mortgaged property. The quality of these appraisals may vary widely in accuracy and consistency. Because in most cases the appraiser is selected by the mortgage loan broker or lender, the appraiser may feel pressure from that broker or lender to provide an appraisal in the amount necessary to enable the originator to make the loan, whether or not the value of the property justifies such an appraised value. Inaccurate or inflated appraisals may result in an increase in the number and severity of losses on the mortgage loans.”

<sup>402</sup> AA3 (S-19), AA4 (S-15)

<sup>403</sup> In AA3 heißt es dazu: „In addition, in determining loan-to-value ratios for certain mortgage loans, the value of the related mortgaged property may be based on an appraisal that is up to 24 months old if there is a supporting broker’s price opinion, automated valuation, drive-by appraisal or other certification of value. If such appraisal does not reflect current market values and such market values have declined, the likelihood that proceeds from a sale of the mortgaged property may be insufficient to repay the mortgage loan is increased.“

<sup>404</sup> AA13 (S-28)

## **dd) Kreditberichte und Kreditprüfung der BayernLB**

In den Kreditberichten des Risk Office der BayernLB wird die Immobilienbewertung weder bei den US RMBS Subprime noch bei US RMBS Alt-A Papieren angesprochen. Es werden damit mögliche Probleme des Bewertungsverfahrens (full appraisal, drive-by-appraisal, AVM) sowie der Unabhängigkeit und der Qualifikation des Gutachters nicht in den Kreditberichten thematisiert.

## **b) Beleihungsquote („LTV“ und „CLTV“) und Rang der Sicherheit**

### **aa) Emissionsprospekte Subprime**

#### **LTV**

In keiner der Subprime-Stichproben wird der LTV bezüglich eines einzelnen Kredites angegeben, sondern nur das durchschnittliche LTV und in elf<sup>405</sup> der zwölf Fälle die Verteilung des LTV in verschiedenen Bandbreiten. Die Bandbreiten umfassen dabei regelmäßig 5 Prozentpunkte. Bei SP9 werden die Bandbreiten für das CLTV angegeben, wobei die Aussage getroffen wird, dass das CLTV dem LTV entspricht.<sup>406</sup> In allen Fällen der Stichprobe werden nicht nur der Anteil des Kreditvolumens, das auf die jeweiligen Bandbreiten entfällt, sondern auch die Durchschnittswerte (jedoch ohne Angabe der Verteilung) weiterer Poolcharakteristika angegeben. Als Beispiel dazu folgende Tabelle:

---

<sup>405</sup> SP1 (A-26), SP2 (S-30), SP3 (A-15), SP4 (page 165), SP5 (A-30), SP6 (A-II-22), SP7 (page 83), SP8 (A-1), SP10 (A-1), SP11 (A-25), SP12 (A-II-25)

<sup>406</sup> SP9 (IV-7, S-11, S-41)

### Original Loan-to-Value Ratios of the Mortgage Loans

Range of LTV Ratios*(%)	Number of Mortgage Loans	Aggregate Cut-off Date Principal Balance	Percentage of Aggregate Cut-off Date Principal Balance	Weighted Average Gross Coupon	Weighted Average Stated Remaining Term (Months)	Weighted Average Original LTV	Weighted Average FICO
0.00-49.99	261	\$ 28,551,881.37	1.51%	7.911%	341	39.81%	607
50.00-54.99	139	20,291,051.71	1.07	8.013	348	52.42	615
55.00-59.99	170	28,276,873.38	1.50	7.729	347	57.56	615
60.00-64.99	276	47,122,526.12	2.49	7.870	348	62.45	600
65.00-69.99	381	64,861,495.48	3.43	8.020	350	67.36	598
70.00-74.99	530	90,716,663.92	4.80	8.266	349	71.90	591
75.00-79.99	748	132,714,130.17	7.03	8.519	351	76.59	592
80.00	2,263	478,616,670.46	25.34	8.208	356	80.00	643
80.01-84.99	289	52,997,195.97	2.81	8.679	350	83.21	602
85.00-89.99	1,168	202,548,766.59	10.72	9.016	352	86.23	592
90.00-94.99	2,515	414,920,415.04	21.97	9.293	353	90.24	602
95.00-99.99	906	165,198,773.56	8.75	9.411	347	95.17	627
100.00	1,727	162,009,454.13	8.58	10.558	274	100.00	664
<b>Total</b>	<b>11,373</b>	<b>\$ 1,888,825,897.90</b>	<b>100.00%</b>	<b>8.849%</b>	<b>345</b>	<b>83.31%</b>	<b>618</b>

Quelle: SP2 (S-30)

Es ergibt sich, dass 906 Kredite des Forderungspools im Volumen von USD 165.198.773 (8,75% des Pools) ein LTV zwischen 95,00% und 99,99% aufwiesen. Diese Kredite haben einen durchschnittlichen FICO Score von 627. Insgesamt bleibt offen, wie stark die Verteilung des FICO Score um den Durchschnittswert von 627 streut. Damit kann aufgrund des Prospekts keine Aussage gemacht werden, ob sich der „FICO-Score“ in engen Grenzen um den Durchschnittswert bewegt oder z.B. große Ausreißer bestehen.

Weitere Informationen zum LTV können nur mittelbar den Informationen zu anderen Poolcharakteristika entnommen werden, da für die untergliederten Merkmale jeweils die damit verbundenen durchschnittlichen LTV angegeben sind, wiederum aber ohne Angabe der Verteilung.

Im nachfolgenden Beispiel ist in Bezug auf die geographische Verteilung der Immobiliensicherheiten des Forderungspools auch das durchschnittliche LTV angegeben:

**Geographic Distribution of the Mortgaged Properties for the Group 2 Mortgage Loans in the Initial Pool**

Geographic Distribution	Number of Mortgage Loans	Aggregate Principal Balance Outstanding	Percent of Aggregate Principal Balance Outstanding	Average Current Principal Balance	Weighted Average Mortgage Rate	Weighted Average Remaining Term (months)	Weighted Average Credit Bureau Risk Score	Weighted Average Loan-to-Value Ratio
Alabama.....	12	\$ 1,623,286	0.45%	\$ 135,274	8.802%	338.54	626	82.2%
Arizona.....	75	15,243,925	4.27	203,252	8.123	354.05	610	77.2
Arkansas.....	12	1,228,484	0.34	102,374	8.109	338.62	647	83.6
California.....	410	138,844,321	38.86	338,645	7.778	354.27	625	74.3
Colorado.....	12	2,425,603	0.68	202,134	7.706	354.44	633	82.7
Connecticut.....	13	2,742,418	0.77	210,955	7.791	354.30	638	68.0
Delaware.....	5	675,846	0.19	135,169	8.236	352.10	631	89.5
Florida.....	174	34,355,775	9.62	197,447	8.052	352.78	637	75.1
Georgia.....	38	6,125,636	1.71	161,201	8.613	357.79	642	85.1
Hawaii.....	21	6,774,932	1.90	322,616	7.911	355.18	610	68.0
Idaho.....	7	1,084,904	0.30	154,986	8.093	352.86	658	83.8
Illinois.....	37	7,301,561	2.04	197,339	7.859	353.07	659	82.6
Indiana.....	20	2,153,845	0.60	107,692	8.464	336.81	640	85.6
Iowa.....	2	189,380	0.05	94,690	8.919	354.41	618	73.4
Kansas.....	3	409,095	0.11	136,365	8.547	353.41	665	96.2
Kentucky.....	29	3,248,422	0.91	112,015	8.548	353.57	619	80.9
Louisiana.....	10	1,529,748	0.43	152,975	8.544	354.31	651	74.7
Maine.....	7	977,699	0.27	139,671	8.294	379.45	651	61.1
Maryland.....	50	12,201,680	3.41	244,034	7.754	350.21	625	71.9
Massachusetts.....	6	1,221,052	0.34	203,509	8.111	337.02	593	67.2
Michigan.....	27	3,266,612	0.91	120,986	8.543	353.08	650	83.2
Minnesota.....	2	294,364	0.08	147,182	7.502	353.87	641	77.2
Mississippi.....	9	1,343,704	0.38	149,300	8.825	345.16	628	73.8
Missouri.....	15	1,783,851	0.50	118,923	8.636	345.59	613	81.5
Montana.....	1	71,499	0.02	71,499	6.800	352.00	734	44.5
Nebraska.....	3	374,662	0.10	124,887	8.482	313.65	655	84.5
Nevada.....	61	15,073,265	4.22	247,103	8.174	355.39	614	79.9
New Hampshire.....	1	215,562	0.06	215,562	6.650	354.00	618	80.0
New Jersey.....	16	4,060,301	1.14	253,769	8.471	353.63	636	79.4
New Mexico.....	13	1,781,020	0.50	137,002	8.454	336.62	607	64.6
New York.....	24	6,563,045	1.84	273,460	7.912	346.59	644	72.2
North Carolina.....	54	7,474,477	2.09	138,416	8.161	343.30	625	74.6
Ohio.....	50	5,030,539	1.41	100,611	8.521	341.99	644	76.6
Oklahoma.....	21	1,488,425	0.42	70,877	8.825	316.20	636	74.1
Oregon.....	46	8,578,069	2.40	186,480	7.932	356.87	642	76.9
Pennsylvania.....	66	9,136,894	2.56	138,438	8.204	350.33	628	76.5
Rhode Island.....	10	2,408,473	0.67	240,847	7.548	356.75	656	80.5
South Carolina.....	22	2,656,072	0.74	120,731	8.607	349.55	618	77.2
South Dakota.....	1	57,856	0.02	57,856	8.430	356.00	560	54.2
Tennessee.....	40	4,387,395	1.23	109,685	8.270	352.17	634	79.3
Texas.....	159	15,791,998	4.42	99,321	8.437	325.88	648	76.9
Utah.....	9	1,467,095	0.41	163,011	7.808	351.84	640	75.0
Virginia.....	38	7,457,948	2.09	196,262	8.304	351.37	613	79.1
Washington.....	56	13,556,825	3.79	242,086	7.780	353.39	663	78.4
West Virginia.....	11	1,382,668	0.39	125,697	8.070	330.06	635	77.1
Wisconsin.....	11	1,064,171	0.30	96,743	8.162	331.38	641	76.5
Wyoming.....	2	186,317	0.05	93,159	8.466	354.40	589	78.1
Total/Avg./Wtd. Avg.....	<u>1711</u>	<u>\$ 357,310,716</u>	<u>100.00%</u>	<u>\$ 208,832</u>	<u>7.999%</u>	<u>351.31</u>	<u>630</u>	<u>75.9%</u>

Quelle: SP3 (A-14)

Nachfolgende Tabelle zur Subprime-Stichprobe zeigt, welcher Anteil des jeweiligen Forderungspools ein LTV von mehr als 80% bzw. mehr als 85% aufweist:

Stichprobe	Anteil LTV $\geq$ 80 %	Anteil LTV $\geq$ 85 %
SP1 (Tranche M1)	44,1 %	32,8 %
SP2 (Tranche M1)	78,2 % (LTV = 80,0%: 25,3 %)	50,0 %
SP3 (Tranche 2-A-3)	27,0 %	20,8 %
SP4 (Tranche II-M1)	48,9 %	15,4 % (LTV > 90 %, da Bandbreite 10%)
SP5 (Tranche II-A-3)	54,5 %	41,1 %
SP6 (Tranche 2A-3)	41,7 %	32,4 %
SP7 (Tranche M-1)	43,7 %	33,3 %
SP8 (Tranche I-A-3)	55,6 %	25,8 % (LTV > 90 %; da Bandbreite 10%)
SP9 (Tranche A-3)	42,9 %	31,2 %
SP10 (Tranche A-4)	42,4 %	12,4 % (LTV > 90 %; da Bandbreite 10%)
SP11 (Tranche M-2)	45,6 %	34,0 %
SP12 (Tranche A-2C)	28,5 %	25,1 %

## CLTV und Second Lien

In zwei<sup>407</sup> Fällen der Stichprobe werden weder Bandbreiten noch das durchschnittliche CLTV des Forderungspools angegeben.

In zehn<sup>408</sup> Fällen wird das CLTV in Bandbreiten dargestellt und dazu weitere Poolcharakteristika, wie z.B. der durchschnittliche Credit Score und das Kreditvolumen angegeben. Bei der Aufgliederung des Credit Score oder des Kreditvolumens sind in drei<sup>409</sup> Fällen auch das CLTV, in sieben<sup>410</sup> der zehn Fälle wird neben den Bandbreiten auch das durchschnittliche CLTV angegeben.

<sup>407</sup> SP2, SP6

<sup>408</sup> SP1 (A-26), SP3 (A-15), SP4 (page 166), SP5 (A-54), SP7 (page 83), SP8 (A-10), SP9 (IV-7), SP10 (A-1), SP11 (A-25), SP12 (A-II-26)

<sup>409</sup> SP5, SP7, SP9

<sup>410</sup> SP4 (page 166), SP5 (A-54), SP7 (page 83), SP8 (A-1), SP9 (IV-7), SP10 (A-10), SP12 (A-II-26)

Die folgende Tabelle zeigt zur Subprime-Stichprobe eine Darstellung des durchschnittlichen LTV, des Anteils der Second Lien sowie – soweit vorhanden – des durchschnittlichen CLTV:

Stichprobe	LTV <sup>411</sup>	Second Lien	CLTV
SP1	80,8%	0%	nur in Bandbreiten angegeben
SP2	83,3%*	4,6%	nicht angegeben
SP3	75,9%*	0%	nur in Bandbreiten angegeben
SP4	81,6%*	3,6%	84,8%
SP5	84,2%	2,4%	88,3
SP6	79,3%*	1,48%	nicht angegeben
SP7	81,6%*	1,8%	87,5 <sup>412</sup>
SP8	83,7%*	5,32%	87,6
SP9	82,1%*	4,17%	82,1%
SP10	80,7%*	4,94%	83,6
SP11	80,7%	0%	nur in Bandbreiten angegeben
SP12	82,8%	0%	93,9

In den zehn Fällen<sup>413</sup>, in denen Angaben zur Berechnung des CLTV für den relevanten Forderungspool gemacht werden, kann angabegemäß in den Prospekten nur in zwei Fällen<sup>414</sup> davon ausgegangen werden, dass bei der Berechnung des CLTV für vorrangige Kredite (first lien) alle im Zeitpunkt der Kreditvergabe bestehenden nachrangigen Darlehen (second lien, junior lien) berücksichtigt worden sind. Im Übrigen gilt folgendes:

- In fünf Fällen<sup>415</sup> geht aus den Ausführungen zur Berechnung des CLTV nicht hervor, ob bei der Berechnung des CLTV für first liens die bei Kreditvergabe bestehenden junior liens berücksichtigt worden sind. In den Erläuterungen des CLTV zu SP8 heißt es beispielsweise: *„With respect to any mortgage loan secured by a second lien, the combined loan-to-value ratio is equal to the principal balance of the mortgage loan plus the principal balance of any related senior mortgage loan at the date of*

<sup>411</sup> Bei mit \* gekennzeichnete Papieren wird bei second liens statt des LTV das CLTV verwendet

<sup>412</sup> In dem Emissionsprospekt werden ein „original combined LTV“ und ein „fully combined LTV“ angegeben. Bei dem Wert in der Tabelle handelt es sich um den durchschnittlichen „fully combined LTV“

<sup>413</sup> SP1, SP3, SP4, SP5, SP7, SP8, SP9, SP10, SP11, SP12

<sup>414</sup> SP7 (page 22), SP12 (A-II-26); bei SP7 wird beispielsweise zwischen dem „fully combined loan-to-value ratio“ und dem „combined loan-to-value ratio“ unterschieden. Die Definition wird wie folgt angegeben: *„The original fully combined loan-to-value ratio of a mortgage loan as described in this prospectus supplement is the ratio, expressed as a percentage, of the principal balance of the mortgage loan at origination plus the principal balance of any related junior or senior lien mortgage loan (in either case whether or not it was included in the trust) over the value of the related mortgaged property determined at origination.“*

<sup>415</sup> SP3 (S.18), SP4 (page 28), SP8 (S-33), SP9(S-27), SP10 (S-31)

*origination, divided by the collateral value of the related mortgaged property“.*<sup>416</sup> Der Prospekt zu SP8 enthält keine weiteren Ausführungen zum CLTV. Es werden also nur Angaben gemacht, wie der CLTV von nachrangigen Krediten berechnet wird, offen bleibt, ob und wie das CLTV für die vorrangigen Kredite (first lien) berechnet wird, falls für diese vorrangigen Kredite „piggyback loans“ oder „silent second loans“ innerhalb oder außerhalb des Forderungspools bestehen sollten.

- In zwei Fällen<sup>417</sup> werden laut Prospekt bei der Berechnung des CLTV nur die junior liens berücksichtigt, die zum Zeitpunkt der Vergabe des first liens vom selben Originator vergeben werden („piggyback loans“). Nachrangige Darlehen anderer Kreditgeber bleiben unberücksichtigt, selbst wenn sie bei Kreditvergabe bereits bestanden haben.
- In einem Fall<sup>418</sup> werden bei der Berechnung des CLTV neben den piggyback loans auch weitere junior liens („silent second loans“) berücksichtigt, sofern die Kreditaufnahme der Refinanzierung dient und die nachrangigen Darlehen innerhalb der letzten zwölf Monate vergeben wurden.

### **Anteil Poolforderungen mit einem LTV bzw. CLTV von 90 % und mehr**

Der folgenden Darstellung ist der Anteil der Poolforderungen mit einem LTV bzw. mit einem CLTV von 90 % und mehr für alle Subprime-Stichproben zu entnehmen:

<b>Stichprobe</b>	<b>Anteil LTV <math>\geq</math> 90 %</b>	<b>Anteil CLTV <math>\geq</math> 90 %</b>
SP1	16 %	38 %
SP2	39 %	Nicht angegeben
SP3	12 %	39 %
SP4	15 %	32 %
SP5	20 %	41 %
SP6	14 %	Nicht angegeben
SP7	12 %	42 %
SP8	26 %	46 %
SP9	14 %	Nicht angegeben
SP10	12 %	28 %
SP11	15 %	34 %
SP12	17 %	72 %

<sup>416</sup> SP8 (S-33)

<sup>417</sup> SP 5 (S-32), SP11 (S-33)

<sup>418</sup> SP1 (S-32)

Die Tabelle zeigt bei allen Subprime-Stichproben, bei denen der CLTV angegeben ist, dass ein erheblicher Anteil der Schuldner des Forderungspools neben den im Forderungspool verbrieften erstrangigen Krediten noch nachrangige Kredite aufgenommen hat. Besonders eklatant gilt dies für SP12, wo fast drei von vier Schuldnern (72%) ein CLTV mehr als 90% aufweisen und insofern wenig oder kein Eigenkapital beim Kauf ihrer Immobilie investiert haben.

## **bb) Emissionsprospekte Alt-A**

### **LTV**

In keiner der Alt-A-Stichproben wird der LTV einzeln für jeden Kredit angegeben. Vielmehr werden ausschließlich das durchschnittliche LTV und die Verteilung des LTV in verschiedenen Bandbreiten angegeben.<sup>419</sup> Die Bandbreiten umfassen dabei regelmäßig 5 Prozentpunkte. Gleichzeitig werden in acht<sup>420</sup> Fällen nicht nur der Anteil des Kreditvolumens, welches auf die jeweiligen Bandbreiten entfällt, sondern auch die Durchschnittswerte (jedoch ohne Angabe der Verteilung) weiterer Poolcharakteristika erwähnt. In diesen acht Fällen können, wie schon bei der Stichprobe der RMBS Subprime beschrieben, weitere Informationen zum LTV aus der Aufgliederung der meisten anderen Poolcharakteristika entnommen werden, da für die untergliederten Merkmale jeweils die damit verbundenen durchschnittlichen LTV (jedoch ohne Angabe der Verteilung) aufgeführt sind.

Die folgende Tabelle zur Alt-A-Stichprobe gibt an, welcher Anteil des jeweiligen Forderungspools ein LTV von mehr als 80% bzw. mehr als 85% aufweist:

---

<sup>419</sup> AA1 (S-111), AA2 (S-38), AA3 (I-7), AA4 (III-3), AA5 (S-47), AA6 (S-50), AA7 (A-42), AA8 (S-41), AA10 (I-2), AA11 (S-73), AA12 (S-57f.), AA13 (A-6)

<sup>420</sup> AA2, AA3, AA4, AA5, AA7, AA8, AA10, AA13

Stichprobe	Anteil LTV $\geq$ 80 %	Anteil LTV $\geq$ 85 %
AA1 (Tranche III-A6)	0,6 %	0,4 %
AA2 (Tranche A7)	7,8 %	7,2 %
AA3 (Tranche A-14)	8,3 %	7,3 %
AA4 (Tranche A3)	13,7%	12,1 %
AA5 (Tranche 1-A1-C)	6,1 %	4,7 %
AA6 (Tranche II-A-1)	11,6 %	10,6 %
AA7 (Tranche 5-A-1)	16,1 %	16,0 %
AA8 (Tranche 1-A1-C)	7,2 %	6,4 %
AA10 (Tranche A-3)	5,5 %	4,7 %
AA11 (Tranche II-A1)	12,9 %	11,5%
AA12 (Tranche II-A-2B)	4,4 %	3,8 %
AA13 (Tranche A-1)	7,1 %	6,3 %

### CLTV und Second Lien

In sieben<sup>421</sup> Fällen der Stichprobe wird das durchschnittliche CLTV des Forderungspools angegeben. In vier<sup>422</sup> dieser sieben Fälle wird außerdem das CLTV in Bandbreiten und in zwei<sup>423</sup> dieser vier Fälle zu den Bandbreiten des CLTV jeweils weitere Poolcharakteristika, wie z.B. der durchschnittliche Credit Score und das Kreditvolumen aufgeführt. Umgekehrt wird bei der Aufgliederung des Credit Score oder des Kreditvolumens in keinem der Fälle der CLTV angegeben.

Die folgende Tabelle zeigt zur Alt-A-Stichprobe eine Darstellung des durchschnittlichen LTV, des Anteils der Second Lien sowie – soweit vorhanden – des durchschnittlichen CLTV:

<sup>421</sup> AA1 (S-113), AA2 (S-28), AA5 (S-8), AA7 (A-43), AA8 (S-32), AA11 (S-74), AA13 (A-7)

<sup>422</sup> AA1 (S-113), AA7 (A-43), AA11 (S-74), AA13 (A-7)

<sup>423</sup> AA7, AA13

Stichprobe <sup>424</sup>	LTV	Second Lien	CLTV <sup>425</sup>
AA1	71,5%	0%	76,4%
AA2*	75,9%	3,4%	87,6%
AA3	74,5%	0%	nicht angegeben
AA4	78,6%	0%	nicht angegeben
AA5*	73,1%*	2,5%	82,4%
AA6	73,3%	0%	nicht angegeben
AA7	66,8%	0%	71,4%
AA8*	75,1%*	3,0%	83,9%
AA10	76,1%	0%	nicht angegeben
AA11	74,5%	0%	91,0%**
AA12	75,8%	0%	nicht angegeben
AA13	75,7%	0%	84,9%

In den sieben Fällen<sup>426</sup>, in denen Angaben zum CLTV für den relevanten Forderungspool gemacht werden, kann nach den Angaben der Prospekte nur in zwei Fällen<sup>427</sup> davon ausgegangen werden, dass bei der Berechnung des CLTV für vorrangige Kredite (first lien) alle im Zeitpunkt der Kreditvergabe bestehenden nachrangigen Darlehen (second lien, junior lien) berücksichtigt worden sind. In den übrigen Fällen gilt folgendes:

- In einem Fall<sup>428</sup> werden keine Angaben zu der Berechnung des CLTV gemacht. Somit ist im Prospekt nicht ersichtlich, ob bzw. inwieweit junior liens bei der Berechnung des CLTV eines first liens berücksichtigt werden.
- In drei<sup>429</sup> Fällen geht aus der Darstellung über die Berechnung des CLTV nicht hervor, ob dabei für first liens die bei Kreditvergabe bestehenden junior liens berücksichtigt worden sind. In der Definition des CLTV in AA2 heißt es beispielsweise: „*The combined loan-to-value ratio of a sample mortgage loan secured by a second lien is equal to the ratio, expressed as a percentage, of the principal amount of the loan at origination, plus the outstanding principal balance of the related senior lien, to the appraised value of the related mortgaged property at the time of origination.*“<sup>430</sup> Der

<sup>424</sup> Bei mit \* gekennzeichneten Stichproben wird für second liens wird statt des LTV das CLTV verwendet.

<sup>425</sup> Bei mit \*\* gekennzeichneten Stichproben bezieht sich das CLTV nur auf die first lien Kredite mit gleichzeitig vergebenen second lien, der nicht im Pool enthalten ist

<sup>426</sup> AA1, AA2, AA5, AA7, AA8, AA11, AA13

<sup>427</sup> AA1 (S-113), AA7 (A-43)

<sup>428</sup> AA13

<sup>429</sup> AA2 (S-28), AA5 (S-37), AA8 (S-32)

<sup>430</sup> AA2 (S-28),

Prospekt zu AA2 enthält keine weiteren Erläuterungen zum CLTV. Damit werden also nur Angaben gemacht, wie der CLTV von nachrangigen Krediten berechnet wird. Es fehlen Informationen, ob und wie das CLTV für die vorrangigen Kredite (first lien) berechnet wird, falls für diese vorrangigen Kredite „piggyback loans“ oder „silent second loans“ innerhalb oder außerhalb des Forderungspools bestehen sollten.

- In einem Fall<sup>431</sup> werden bei der Berechnung des CLTV neben den piggyback loans auch weitere junior liens („silent second loans“) berücksichtigt, sofern die Kreditaufnahme der Refinanzierung dient und die nachrangigen Darlehen innerhalb der letzten zwölf Monate vergeben wurden.

### **Anteil Poolforderungen mit einem LTV bzw. CLTV von 90 % und mehr**

Die folgende Tabelle enthält eine Darstellung des Anteils der Poolforderungen mit einem LTV bzw. mit einem CLTV von 90 % und mehr für alle Alt-A-Stichproben:

Stichprobe	Anteil LTV >90 %	Anteil CLTV >90 %
AA1	0 %	12 %
AA2	4,6 %	Nicht angegeben
AA3	3,5 %	Nicht angegeben
AA4	4,2 %	Nicht angegeben
AA5	2,7 %	Nicht angegeben
AA6	3,7 %	Nicht angegeben
AA7	5,4 %	25,4 %
AA8	4,1 %	Nicht angegeben
AA10	1 %	Nicht angegeben
AA11	2,6 %	27,7 %
AA12	2,3 %	Nicht angegeben
AA13	3,7 %	42,7 %

Die Tabelle zeigt bei allen Alt-A-Stichproben, bei denen der CLTV angegeben ist, dass teilweise ein erheblicher Anteil der Schuldner des Forderungspools neben den im Forderungspool verbrieften erstrangigen Krediten noch nachrangige Kredite aufgenommen haben. Hervorzuheben ist dabei AA13, wo rd. 43% ein CLTV mehr als 90% aufweisen und insofern wenig oder kein Eigenkapital bei Kauf der Immobilie investiert haben. In den Fällen, in denen

---

<sup>431</sup> AA11 (S-74)

die Bandbreite des CLTV nicht angegeben ist, können keine Rückschlüsse auf den jeweiligen Eigenkapitalanteil gezogen werden.

### **cc) In den Emissionsprospekten angegebene Risikofaktoren**

#### Hoher „original LTV“

In acht<sup>432</sup> Fällen der Subprime-Stichprobe und in vier Fällen<sup>433</sup> der Alt-A-Stichprobe wird auf die Risiken eines hohen LTV im Zeitpunkt der Kreditvergaben (sog. „original LTV“) hingewiesen, wobei die Grenze eines hohen LTV oftmals bei 80 % gesehen werden. Hohe bzw. mit dem Zeitverlauf ansteigende „original LTV“ und auch CLTV beinhalteten aber das Risiko erhöhter Zahlungsausfälle, wobei insbesondere höhere Risiken wegen erschwerter Refinanzierung und/oder einem Absenken des Wertes der Sicherheit beständen.

In sechs Fällen<sup>434</sup> der Alt-A-Stichprobe wird betont, dass der Wert der Kredite u.a. durch einen Rückgang der Immobilienpreise und Änderungen der ökonomischen Situation des Schuldners negativ beeinflusst werden könne. Es könne keine Garantie gegeben werden, dass die Immobilienpreise im Zeitablauf konstant bleiben. Bei einem Rückgang der Immobilienpreise könne der noch ausstehende Kreditbetrag gleich oder größer als der Wert der Immobilie werden, wodurch es zu höheren Zahlungsverzugsraten und Verlustraten kommen könne. Die Verlustwahrscheinlichkeit bei fallenden Immobilienpreisen sei bei Krediten mit einem hohen LTV höher.

#### Nachrangige Hypothekendarlehen

In allen neun<sup>435</sup> Fällen der Subprime-Stichprobe und in allen drei Fällen<sup>436</sup> der Alt-A-Stichprobe, in denen die Kreditpools auch nachrangige Kredite (second lien) enthalten, wird auf die damit einhergehenden Risiken verwiesen. Die Nachrangigkeit berge die Gefahr eines erhöhten Verlustes.

---

<sup>432</sup> SP1 (S-16), SP2 (S-12), SP3 (S-15f.), SP5 (S-27), SP6 (S-23f.), SP7 (page 12), SP9 (S-22), SP11 (S-16),

<sup>433</sup> AA2 (S-18), AA3 (S-18) AA4 (S-15), AA13 (S-27f.)

<sup>434</sup> AA2 (S-15), AA3 (S-19), AA5 (S-18), AA8 (S-17), AA10 (Basisprospekt S.15), AA11 (S-27)

<sup>435</sup> SP2 (S-14), SP4 (page 26), SP5 (S-25), SP6 (S-19), SP7 (page 12), SP8 (S-28), SP10 (S-27)

<sup>436</sup> AA2 (S-14), AA5 (S-17), AA8 (S-15)

#### dd) Kreditberichte und Kreditprüfung der BayernLB

In allen Kreditberichten der US RMBS Subprime sowie der US RMBS Alt-A Stichprobe ist ein gewichteter durchschnittlicher LTV des relevanten Forderungspools angegeben. Im Vergleich zu vielen anderen Poolmerkmalen enthält der wertende Teil der Kreditberichte im Abschnitt „Stärken“ und „Schwächen“ der Transaktion in vielen Fällen Angaben zum LTV, zum CLTV und zu den nachrangigen Krediten.

Die dort gemachten Angaben lassen sich wie folgt zusammenfassen:

Subprime-Stichprobe	Stärken LTV/CLTV/Second Lien	Schwächen LTV/CLTV/Second Lien
SP1	Im Pool sind keine second liens enthalten	Das CLTV ist mit 85,35% sehr hoch und deutet auf eine beträchtliche Anzahl an silent second Krediten hin.
SP2	47% der Kredite haben ein LTV <= 80%	Das weiche Limit LTV ist verletzt.
SP3:	Überdurchschnittliche subprime Transaktion mit einem überdurchschnittlich hohen FICO-Score von 630 und niedrigem LTV von 75%; first-lien Anteil bei 100%	-
SP5	-	Der Anteil an „silent and simultaneous“ Krediten am Pool beträgt 21,13%. Dieses führt zu einem Anstieg des CLTV auf 88,27%
SP6	Niedriger second-lien-Anteil (1,48%)	-
SP9	LTV von 82% liegt unter dem in den Product Paper als Limit festgelegten Wert von 85%. Mehr als 95% Anteil first lien Kredite	-
SP11	Zusätzlicher Credit Support durch Abschluss einer Versicherung für 44% der Kredite in der relevanten Loan Group für Kredite mit LTV über 80%. 100% first lien.	Während der Wert für das LTV unter der maximal zulässigen Grenze liegt, ist das CLTV mit 85% ziemlich hoch.
SP12	-	CLTV von 94,01% lässt darauf schließen, dass ungefähr 11% der Kredite einen second lien besitzen

Für die Stichprobe Alt-A sind die Angaben in der folgenden Tabelle zusammengefasst:

<b>Alt-A-Stichprobe</b>	<b>Stärken LTV/CLTV/Second Lien</b>	<b>Schwächen LTV/CLTV/Second Lien</b>
AA1	insbesondere niedriger durchschnittlicher LTV	-
AA2	Substanzieller LTV von 76%	-
AA3	Solider LTV 75%	-
AA4	Gute Schuldner mit niedrigem LTV von 79%; 100% First Lien	-
AA5	Prime Schuldner mit einem niedrigen LTV von 72,73%; 58,39% der Kredite mit einem LTV größer 80% besitzen eine Hypothekenversicherung	-
AA6	Prime Schuldner mit einem niedrigen LTV von 74%; 100% First Lien; 90% des Pools hat einen LTV < 80%	25% der Kredit im Pool besitzen zusätzlich zum first lien einen second lien.
AA7	LTV von 67%; 100% First Lien	-
AA8	Pool von Alt-A Schuldnern mit einem niedrigen LTV von 75,10%; 100% First Lien	-
AA11	Kreditqualität des Collaterals zeigt sich in dem niedrigem LTV von 74,45%	-
AA12	Der LTV von 76% ist von prime-Qualität.	64% der Kredite besitzen gleichzeitig einen second lien („simultaneous second“). Obwohl diese second liens nicht im Pool enthalten sind, führt dies zu einem CLTV von 87%, was oberhalb des LTV Product Paper Kriteriums von 85% liegt.
AA13	-	CLTV von 84% ist beträchtlich hoch

Mit Ausnahme von drei<sup>437</sup> Alt-A-Kreditberichten geht keiner darauf ein, dass die Beleihungsquoten (LTV) der Subprime- und Alt-A-Pools jeweils weit um den Durchschnittswert streuen.

In sechs Fällen<sup>438</sup> wird das jeweils hohe CLTV als eine der „Schwächen“ des Investments beurteilt. Die dabei als Schwäche des Investment bezeichneten hohen durchschnittlichen CLTV-Werte liegen zwischen rd. 84% und 94%. Unklar bleibt, warum in den Stichproben SP7 und SP8 mit einem durchschnittlichen CLTV von rd. 87% bzw. 88% diese nicht thematisiert werden.

<sup>437</sup> Vgl. AA5, AA6, AA11

<sup>438</sup> SP1,SP5, SP11, SP12, AA12, AA13

In dem Kreditbericht zu AA8 wird eine der Stärken des Investments darin gesehen, dass der Pool zu 100% aus erstrangigen Krediten (100% first lien) bestehe, was im Widerspruch zum Emissionsprospekts steht, der auf die Risiken von Krediten mit einem zweiten Pfandrecht (second lien loans) hinweist, deren Anteil am Pool 2,99% beträgt.

### c) Angaben zur Immobilie

Die Emissionsprospekte der Subprime und der Alt-A-Stichprobe enthalten zu den als Sicherheit dienenden Immobilien in allen Fällen nur sehr begrenzte Angaben zur Lage der Immobilien. Es wird zum einen angegeben, wie viel Prozent des Forderungspools durch Immobilien besichert sind, die in einem bestimmten Bundesstaat liegen und zum anderen, wie viel Prozent des Forderungspools sich maximal auf eine einzelne Postleitzahl (ZIP-Code) der USA konzentrieren, wobei die Postleitzahlen nicht genannt werden, so dass nicht festzustellen ist, ob bzw. inwieweit sich die Immobilien auf schlechte Lagen konzentrieren.

Folgende Tabellen geben einen Überblick über den maximal enthaltenen Anteil für einen einzelnen ZIP-Code:

Stichprobe	Maximal enthaltener Anteil für einen einzelnen ZIP-Code
SP1	nicht angegeben
SP2	0,3% <sup>439</sup>
SP3	nicht angegeben
SP4	0,5% <sup>440</sup>
SP5	0,3% <sup>441</sup>
SP6	0,4% <sup>442</sup>
SP7	nicht angegeben
SP8	0,5% <sup>443</sup>
SP9	0,4% <sup>444</sup>
SP10	0,4% <sup>445</sup>
SP11	nicht angegeben
SP12	0,3% <sup>446</sup>

<sup>439</sup> SP2 (S-26)

<sup>440</sup> SP4 (page168)

<sup>441</sup> SP5 (S-36)

<sup>442</sup> SP6 (A-II-23; für 97,23% des Pools ist der ZIP-Code nicht angegeben)

<sup>443</sup> SP8 (A-11)

<sup>444</sup> SP9 (S-41)

<sup>445</sup> SP10 (A-3)

<sup>446</sup> SP12 (A-II-24)

Stichprobe	Maximal enthaltener Anteil für einen einzelnen ZIP-Code
AA1	1% <sup>447</sup>
AA2	0,4 <sup>448</sup>
AA3	0,7% <sup>449</sup>
AA4	0,7% <sup>450</sup>
AA5	0,5% <sup>451</sup>
AA6	nicht angegeben
AA7	0,6% <sup>452</sup>
AA8	0,3% <sup>453</sup>
AA10	nicht angegeben
AA11	1,2% <sup>454</sup>
AA12	nicht angegeben
AA13	0,4% <sup>455</sup>

Zum Immobilientyp enthalten alle Emissionsprospekte der Subprime und der Alt-A-Stichprobe eine tabellarische Aufgliederung, die typischerweise wie folgt aussieht:

Types of Mortgaged Properties of the Mortgage Loans

Property Types	Number of Mortgage Loans	Aggregate Date Principal Balance	Percentage of Aggregate Cut-off Date Principal Balance	Weighted Average Gross Coupon	Weighted Average State Remaining Term (Month)	Weighted Average Original LTV	Weighted Average FICO
Single Family Residence	8.949	\$ 1.396,343,479.13	73.93%	8.867%	346	83.15%	612
PUD	1.321	299,524,363.23	15.86	8.699	343	84.10	638
Multi-Unit	524	106,475,875.66	5.64	8.971	352	83.11	626
Condo	502	82,336,745.60	4.36	8.869	344	83.33	639
Manufactured Housing	68	3,714,874.45	0.20	10.211	152	85.52	596
Townhouse	9	430,559.83	0.02	9.121	214	84.89	605
<b>Total</b>	<b>11,373</b>	<b>\$ 1,888,825,897.90</b>	<b>100.00%</b>	<b>8.849%</b>	<b>345</b>	<b>83.31%</b>	<b>618</b>

Quelle: SP2 (S-27)

<sup>447</sup> AA1 (S-111)  
<sup>448</sup> AA2 (S-41)  
<sup>449</sup> AA3 (I-4)  
<sup>450</sup> AA4 (III-4)  
<sup>451</sup> AA5 (S-49)  
<sup>452</sup> AA7 (A-44)  
<sup>453</sup> AA8 (S-43)  
<sup>454</sup> AA11 (S-32)  
<sup>455</sup> AA13 (S-34)

Zum Teil wird unterschieden zwischen freistehenden („detached“) und nicht freistehenden („attached“) Einfamilienhäusern. Eine Definition der Immobilientypen sowie nähere Angaben zur Bauart (z.B. massiv, Holz) und zum Alter der Immobilien sind den Emissionsprospekten (mit einer Ausnahme<sup>456</sup>) nicht zu entnehmen.

### **Garantien zum Zustand (Subprime)**

In sieben<sup>457</sup> von zwölf Fällen der US RMBS Subprime sind keine Garantien zum Zustand der Immobilie aufgeführt. In anderen Prospekten finden sich Garantien des Sponsors<sup>458</sup> oder des Sellers<sup>459</sup> zum Zustand der Immobilie. In einem Fall<sup>460</sup> wird garantiert, dass die Immobilie frei von Schäden („*free of damage*“) ist. In vier Fällen wird zugesichert, dass die Immobilie sich in einem guten Zustand („*in good repair*“) befindet.<sup>461</sup> Zusätzlich wird in zwei dieser vier Fälle<sup>462</sup> garantiert, dass die Immobilie frei von wesentlichen Schäden („*free of material damage*“), in einem weiteren Falle<sup>463</sup> frei von Schäden („*free of damage*“) ist. Einmal<sup>464</sup> ist ausgeführt, sie sei frei von Schäden, die den Wert der Immobilie mindern („*undamaged by (...) other casualty so as to affect adversely the value of the mortgaged property as security for the mortgage loan*“).

### **Garantien zum Zustand (Alt-A)**

In sieben<sup>465</sup> Prospekten der Stichprobe der US RMBS Alt-A werden keine Garantien zum Zustand der Immobilie erwähnt. In den übrigen fünf Fällen finden sich Garantien des Sponsors<sup>466</sup> oder des Sellers<sup>467</sup> zum Zustand der Immobilie aufgeführt. In einem Fall<sup>468</sup> wird zuge-

---

<sup>456</sup> In einem Fall (SP7 page 25) wird in den – nicht verlässlichen – „Underwriting Guidelines“ eines Originators darauf hingewiesen, dass u.a. keine Kredite gewährt werden

- für Fertighäuser („*manufactured homes*“) in einer Anlage mit transportierbaren Häusern („*mobile home park*“) auf gepachteten oder gemieteten Grundstücken,
- für Häuser, die vor 1977 gebaut wurden sowie
- für „*manufactured homes*“ aus bestimmten Staaten, u.a. New Jersey, New York und Texas.

<sup>457</sup> SP1,SP2, SP3, SP5, SP6,SP11, SP12

<sup>458</sup> SP4 (S-44), SP8 (S-36), SP10 (S-35)

<sup>459</sup> SP7 (page 196), SP9 (S-59)

<sup>460</sup> SP10 (S-35)

<sup>461</sup> SP4 (S-44), SP7 (page 196), SP8 (S-36), SP9 (S-61)

<sup>462</sup> SP4 (S-44), SP8 (S-36)

<sup>463</sup> SP7 (page 196)

<sup>464</sup> SP9 (S-61)

<sup>465</sup> AA3, AA4, AA6, AA7, AA10, AA11, AA12

<sup>466</sup> AA1 (S-23), AA5 (S-166), AA2 (S-123), AA8 (S-160)

<sup>467</sup> AA13 (S-60)

sichert, dass die Immobilie frei von wesentlichen Schäden („*free of material damage*“), in zwei Fällen<sup>469</sup>, dass die Immobilie frei von wesentlichen Schäden und in einem guten Zustand („*in good repair*“) ist. In zwei Fällen<sup>470</sup> wird garantiert, dass die Immobilie, abgesehen von den Schäden, die durch Versicherungen gedeckt werden („*except to the extent insurance is in place which will cover such damage*“) sich in einem guten Zustand befindet und frei von wesentlichen Schäden ist.

## **In den Emissionsprospekten angegebene Risikofaktoren**

### Besondere Risiken bei bestimmten Immobilientypen

In vier<sup>471</sup> Fällen erfolgt ein Hinweis auf ein höheres Risiko bezüglich sog. „Multi Family“-Krediten im Vergleich zu „Single Family“-Krediten, was u.a. an der Abhängigkeit der Eigentümer von den Zahlungszuflüssen aus den Mietzahlungen liege.<sup>472</sup>

In zwei Fällen<sup>473</sup> der Alt-A-Stichprobe erfolgt bezogen auf Mehrfamilien-Immobilien der Hinweis, diese hätten im Vergleich zu Einfamilien-Immobilien größere Risiken hinsichtlich eines Zahlungsverzugs und Verlustes. Die Fähigkeit des Kreditnehmers zur Rückzahlung des Kredits hänge bei Immobilien, die als Investment dienen, nicht primär vom Einkommen und dem Vermögen des Schuldners ab, sondern von dem Gelingen dieses Investments, d.h. den Einkünften, die durch das Investment erzielt werden. Verringerte Erträge aus der Immobilie könnten die Rückzahlung des Kredits negativ beeinflussen. Zudem könnten die Einkünfte aus der Immobilie im Zeitablauf schwanken und damit nicht ausreichen, um den Zahlungsverpflichtungen nachzukommen. Insbesondere die Mieteinkünfte als Haupteinnahmequelle könnten Schwankungen des Immobilienmarkts und den ökonomischen Verhältnissen unterliegen. Weiter könne ein Anstieg der operativen Kosten das Ausfallrisiko beeinflussen.

---

<sup>468</sup> AA13 (S-62); “To the best of the applicable original loan seller’s knowledge”

<sup>469</sup> AA1 (S-23), AA5 (S-166)

<sup>470</sup> AA2 (S-123), AA8 (S-161)

<sup>471</sup> SP1 (Basisprospekt S.8), SP3 (Basisprospekt S.8), SP6 (Basisprospekt S.7f.), SP11 (Basisprospekt S.8)

<sup>472</sup> SP1 (Basisprospekt S.8),

<sup>473</sup> AA5(S-25), AA7 (Basisprospekt S.7), AA8 (S-15f.), AA10 (Basisprospekt S.14)

## **Kreditberichte der BayernLB**

In den Kreditberichten der BayernLB zu den Subprime- und Alt-A-Stichproben ist zu den Immobiliensicherheiten regelmäßig angegeben, in welchen Bundesstaaten der USA die meisten Immobiliensicherheiten belegen sind und welche Anteile auf Einfamilienhäusern und „PUD“<sup>474</sup> entfallen. Weitere Analysen zur Lage, zur Bauart, zum Alter oder zum Zustand der Immobilien sind den Kreditberichten nicht zu entnehmen.

### **d) Hinweise zur Immobilienpreisentwicklung**

#### **Risikofaktoren in den Emissionsprospekten**

##### Aktuelle Entwicklung: Sinkende Hauspreise

In neun<sup>475</sup> Fällen der Subprime-Stichprobe und in fünf Fällen<sup>476</sup> der Alt-A-Stichprobe wird unter aktuellen Entwicklungen („Recent Developments“) auf dem Markt für private Hypotheken darauf hingewiesen, dass ein Risiko sinkender Immobilienwerte bestehe. In den letzten Monaten seien die Hauspreise in vielen Staaten gefallen, zumindest aber nicht mehr gestiegen. Dies könne zu einer weiteren Zunahme von Zahlungsverzögerungen und Verlusten führen, insbesondere bei „second home“, „investor properties“ und Immobilien, bei denen das Kreditvolumen (einschließlich der 2nd lien) fast so hoch oder höher als die betreffenden Immobilienwerte ist (d.h. hohes „original LTV“).

---

<sup>474</sup> PUD ist die Abkürzung für Planned Unit Development (Neuerschließung größerer Flächen für die Besiedlung einschließlich einer Infrastruktur wie Schulen, Einkaufszentren etc.).

<sup>475</sup> SP2 (S-20f.), SP3 (S-26f.), SP4 (page 26) , SP5 (S-16f.), SP6 (S-15f.) SP8 (S-29f.), SP9 (S-14), SP12 (S-17f.). Die drei anderen Subprime Prospekte sind datiert auf: 28.12.2006 (SP8), 26.01.2007 (SP7) und 08.02.2007 (SP1).

<sup>476</sup> AA5 (S-29f.), AA6 (page 31), AA7 (S-34), AA11 (S-26), AA12 (page 39f.)

## Geografische Konzentrationen: Regionaler Rückgang der Immobilienpreise

In allen Fällen der Subprime-Stichprobe<sup>477</sup> und der Alt-A-Stichprobe<sup>478</sup> wird auf das Risiko regionaler Konzentrationen der Immobilien hingewiesen. Es wird zumeist unter Angabe des prozentualen Anteils, die Staaten mit einem hohem Anteil im Pool genannt (zumeist: Kalifornien und Florida). Für die Staaten Kalifornien und Florida wird auf eine höhere Anfälligkeit für nicht versicherbare Risiken wie Erdbeben oder andere Naturkatastrophen verwiesen. Die regionale Konzentration der Immobilien könne die vereinbarte Kreditrückzahlung negativ beeinflussen, falls es zu regionalen negativen wirtschaftlichen Entwicklungen komme. Zusätzlich führe der regionale Rückgang der Immobilienwerte zu höheren Beleihungsquoten.

### **Kreditberichte der BayernLB**

In den Kreditberichten der Subprime-Stichproben und der Alt-A-Stichproben wird auf das Risiko im Hinblick auf die aktuellen Entwicklungen am amerikanischen privaten Hypothekenmarkt nicht hingewiesen. Ausführungen zu dem stagnierenden bzw. fallenden Immobilienpreisen in vielen Staaten der USA erfolgen nicht. Nur in einem Kreditberichten wird im Abschnitt „Analyse des Investments“ unter den Schwächen („weaknesses“) gesagt, dass die geografische Konzentration hoch ist<sup>479</sup>

---

<sup>477</sup> SP1 (S-25), SP2 (S-15), SP3 (S-23f.), SP4 (page 23f.), SP5 (S-17), SP6 (S-22), SP7 (page 14), SP8 (S-24), SP9 (S-15f.), SP10 (S-23), SP11 (S-26), SP12 (S-24)

<sup>478</sup> AA1 (S-23), AA2 (S-16), AA3 (S-19), AA4 (S-18), AA5 (S-19), AA6 (page 29), AA7 (S-33), AA8 (S-19), AA10 (S-24), AA11 (S-23), AA12 (S-37), AA13 (S-19f.)

<sup>479</sup> AA5

## e) Hinweise zur Verwertung der Immobiliensicherheiten

### Risikofaktoren in den Emissionsprospekten

#### Verwertungen können mehrere Jahre dauern

In neun<sup>480</sup> Fällen der Subprime-Stichprobe wird auf Risiken durch zeitliche Verzögerungen bei der Verwertung von Sicherheiten eingegangen. In acht Fällen<sup>481</sup> der Alt-A-Stichprobe erfolgt ein entsprechender Risikohinweis.

#### Aktuelle Entwicklung: Mögliche Verzögerungen bei der Zwangsvollstreckung aufgrund aktueller gerichtlicher Verfügungen gegen einen Originator

In US RMBS Subprime Stichprobe Nr. 8<sup>482</sup> wird ausgeführt, dass am 28.3.2007 eine gerichtliche Verfügung erlassen wurde, nach der sich in Ohio für den Originator New Century Verzögerungen bei der Zwangsvollstreckung von Immobilien ergeben. Auch wenn der Pool davon nicht betroffen ist, kann eine Ausweitung solcher gerichtlichen Verfügungen auf andere Schuldner, Regulatoren und staatliche Behörden nicht ausgeschlossen werden. Dadurch könnten die Verluste bei Kreditausfällen steigen.

### Kreditberichte der BayernLB

Im Kreditbericht zu SP10 wird – ohne weitere Erläuterung – im Zusammenhang mit den durchgeführten Stress-Tests gesagt, dass zurzeit eine Prognose über die Verlustschwere bei Immobilienverkäufen nicht möglich sei. Die aktuellen Entwicklungen auf dem amerikanischen Markt für private Hypotheken werden nicht beschrieben. Die Risiken im Zusammenhang mit dem Zeitraum der Verwertung werden in den Kreditberichten nicht dargestellt.

---

<sup>480</sup> SP3 (Basisprospekt S.5f.), SP4 (S-27), SP5 (S-27), SP6 (S-20), SP7 (page 171), SP8 (S-20f.), SP10 (S-20), SP11 (Basisprospekt S.5f.), SP12 (S-22,25).

<sup>481</sup> AA1 (Basisprospekt S.6), AA2 (S-15), AA5 (S-17), AA7 (Basisprospekt S.4f.), AA8 (S-17), AA10 (S-18), AA11 (Basisprospekt S.5), AA13 (S-26)

<sup>482</sup> SP8 (S-29f.)

**9. Ausgewählte Angaben zur Verbriefungsstruktur und zu den erworbenen Tranchen**

**a) Credit Enhancement, Slow Pay- und Mezzanine-Tranchen**

**aa) Emissionsprospekte Subprime**

Die folgende Tabelle zeigt den Verlustpuffer sowie die Tranchendicke der von der BayernLB erworbenen Tranchen unserer Subprime-Stichprobe, wie sie sich aus dem jeweiligen Kreditbericht der BayernLB ergeben. Die Bezeichnung der Tranche lässt erkennen, ob es sich um eine „Senior“- oder eine „Mezzanine“-Tranche handelt. Die Bezeichnung von Senior-Tranchen enthält den Buchstaben „A“, die von Mezzanine-Tranchen den Buchstaben „M“.

Stichprobe <sup>483</sup>	Kreditbericht der BayernLB	
	Verlustpuffer (Credit Enhancement) <sup>484</sup>	Tranchendicke <sup>485</sup>
SP1 (Tranche M2) *)	15,0% <sup>486</sup>	5,2% <sup>487</sup>
SP2 (Tranche M1) *)	17,9% <sup>488</sup>	5,3% <sup>489</sup>
SP3 (Tranche 2-A-3) *)	21,1% <sup>490</sup>	17,1% <sup>491</sup>
SP4 (Tranche II-M1)	26,2% <sup>492</sup>	5,4% <sup>493</sup>
SP5 (Tranche II-A3) *)	24,6% <sup>494</sup>	22,8% <sup>495</sup>
SP6 (Tranche 2-A-III) *)	23,4% <sup>496</sup>	20,6% <sup>497</sup>
SP7 (Tranche M-1) *)	18,5% <sup>498</sup>	3,0% <sup>499</sup>
SP8 (Tranche I-A-3) *)	26,0% <sup>500</sup>	9,5% <sup>501</sup>
SP9 (Tranche A-3)	23,4% <sup>502</sup>	16,5% <sup>503</sup>
SP10 (Tranche A-4)	Keine Angaben <sup>504</sup>	Keine Angaben <sup>505</sup>
SP11 (Tranche M-2) *)	11,5% <sup>506</sup>	4,1% <sup>507</sup>
SP12 (Tranche A-2C) *)	18,4% <sup>508</sup>	22,0% <sup>509</sup>

<sup>483</sup> Bei den mit einem \*) gekennzeichneten Emissionen handelt es sich um Verbriefungen von zwei oder mehreren Kreditpools (einzeln „Loan Group“ genannt), bei denen die Mezzanine-Tranchen die Verluste aller Kreditpools (zusammen „Total Pool“ genannt) gemeinschaftlich und vorrangig tragen. (sogenannte „cross-collateralization“ in sogenannten „Y-Strukturen“). Die angegebenen Prozentsätze beziehen sich dann bei dem Credit Enhancement auf die Summe aller Kreditpools, deren Verluste von Mezzanine-Tranchen gemeinschaftlich getragen werden, und bei der Tranchendicke auf die betreffende Loan Group.

<sup>484</sup> Der Verlustpuffer (Credit Enhancement) setzt sich zusammen aus den in der Verlustverteilung vorrangigen Tranchen (Subordination) und der Übersicherung (Differenz zwischen dem Volumen des Forderungspools und den emittierten Tranchen). In den Kreditberichten der BayernLB sind die Subordination und die Übersicherung (Overcollateralization) jeweils in % angegeben.

<sup>485</sup> In den Kreditberichten ist das Volumen der Tranche in USD Mio. angegeben. Wir haben die Tranchendicke aus dem Verhältnis von Tranchenvolumen gemäß Kreditbericht zum Gesamtbetrag des Kreditpools gemäß Kreditbericht ermittelt, im Falle von gekennzeichneten „Y-Strukturen“ bei Senior-Tranchen aus dem Verhältnis zur relevanten Loan Group, aus der sich die Tilgungen speisen.

<sup>486</sup> Subordination: 13,2%; Overcollateralization: 1,75%

<sup>487</sup> Volumen Tranche (69.000.000) / Total Pool Balance (1.320.898.508)

<sup>488</sup> Subordination: 15,56%; Overcollateralization: 2,3%

<sup>489</sup> Volumen Tranche (100.008.000) / Total Pool Balance (1.888.825.898)

<sup>490</sup> Subordination: 19,16 %; Overcollateralization: 1,9%

<sup>491</sup> Volumen Tranche (61.188.000) / Loan Group Balance (357.310.716)

<sup>492</sup> Subordination: 22,41%; Overcollateralization: 3,8%

<sup>493</sup> Volumen Tranche (33.245.000) / Loan Group Balance (615.297.835)

<sup>494</sup> Subordination: 21,18%; Overcollateralization: 3,45%

<sup>495</sup> Volumen Tranche (130.617.000) / Loan Group Balance (573.890.125)

<sup>496</sup> Subordination: 21%; Overcollateralization: 2,4%

<sup>497</sup> Volumen Tranche (154.129.000) / Loan Group Balance (746.607.912)

<sup>498</sup> Subordination: 15,65%; Overcollateralization: 2,8%

<sup>499</sup> Volumen Tranche (50.446.000) / Total Pool Balance (1.687.719.836)

<sup>500</sup> Subordination: 20,65%; Overcollateralization: 5,35%

<sup>501</sup> Volumen Tranche (63.933.000) / Loan Group Balance (670.062.057)

<sup>502</sup> Subordination: 18,77%; Overcollateralization: 4,65%

<sup>503</sup> Volumen Tranche 146.430.000) / Loan Group Balance (887.519.385)

<sup>504</sup> Im Kreditbericht werden die Subordination und die Overcollateralization nicht angegeben

<sup>505</sup> Im Kreditbericht wird die Verbriefungsstruktur nicht dargestellt.

<sup>506</sup> Subordination: 9,72%; Overcollateralization: 1,75%

<sup>507</sup> Volumen Tranche (62.775.000) / Total Pool Balance (1.522.875.000)

Die folgende Übersicht zeigt, dass die BayernLB ausschließlich RMBS Subprime Tranchen der Kategorie „Senior Slow Pay“ und „Mezzanine“ erworben hat:

Stichprobe	Tranche	Senior Tranche „Fast Pay“ <sup>510</sup>	Senior Tranche „Slow Pay“ <sup>511</sup>	Mezzanine Tranche
SP1	M2			X
SP2	M1			X
SP3	2-A-3		X	
SP4	II-M1			X
SP5	II-A3		X	
SP6	2-A-III		X	
SP7	M-1			X
SP8	I-A-3		X	
SP9	A-3		X	
SP10	A-4		X	
SP11	M-2			X
SP12	A-2C		X	

#### bb) Emissionsprospekte Alt-A

Die folgende Tabelle zeigt den Verlustpuffer sowie die Tranchendicke der von der BayernLB erworbenen Tranchen unserer Alt-A-Stichprobe, wie sie sich aus dem jeweiligen Kreditbericht der BayernLB ergeben. Die Bezeichnung der Tranche lässt an dem jeweils verwendeten Buchstaben „A“ erkennen, dass es sich in allen Fällen um eine „Senior“-Tranche handelt.

---

<sup>508</sup> Subordination: 16,2%; Overcollateralization: 2,15%

<sup>509</sup> Volumen Tranche (299.829.000) / Loan Group Balance (1.365.258.838)

<sup>510</sup> Vgl. oben Abschnitt IV. 3. b)

<sup>511</sup> Vgl. oben Abschnitt IV. 3. b)

Stichprobe <sup>512</sup>	Kreditbericht der BayernLB	
	Verlustpuffer (Credit Enhancement) <sup>513</sup>	Tranchendicke <sup>514</sup>
AA1 (Tranche III-A6) *)	6,8% <sup>515</sup>	22,2% <sup>516</sup>
AA2 (Tranche A-7)	7,3% <sup>517</sup>	6,4% <sup>518</sup>
AA3 (Tranche A-14)	6,8% <sup>519</sup>	10,0% <sup>520</sup>
AA4 (Tranche A3)	9,9% <sup>521</sup>	32,1% <sup>522</sup>
AA5 (Tranche 1-A1-C)	8,1% <sup>523</sup>	15,3% <sup>524</sup>
AA6 (Tranche II-A-1) *)	6,3% <sup>525</sup>	21,8% <sup>526</sup>
AA7 (Tranche 5-A-1) *)	3,6% <sup>527</sup>	48,0% <sup>528</sup>
AA8 (Tranche 1-A1C)	5,2% <sup>529</sup>	19,7% <sup>530</sup>
AA10 (Tranche A-3)	5,7% <sup>531</sup>	23,8% <sup>532</sup>
AA11 (Tranche II-A1)	7,1% <sup>533</sup>	83,7% <sup>534</sup>
AA12 (Tranche II-A-2B)	7,3% <sup>535</sup>	19,2% <sup>536</sup>
AA13 (Tranche A-1)	16,0% <sup>537</sup>	84,0% <sup>538</sup>

<sup>512</sup> Bei den mit einem \*) gekennzeichneten Emissionen handelt es sich um Verbriefungen von zwei oder mehreren Kreditpools (einzeln „Loan Group“ genannt), bei denen die Mezzanine-Tranchen die Verluste aller Kreditpools (zusammen „Total Pool“ genannt) gemeinschaftlich und vorrangig tragen. (sogenannte „cross-collateralization“ in sogenannten „Y-Strukturen“). Die angegebenen Prozentsätze beziehen sich dann bei dem Credit Enhancement auf die Summe aller Kreditpools, deren Verluste von Mezzanine-Tranchen gemeinschaftlich getragen werden, und bei der Tranchendicke auf die betreffende Loan Group.

<sup>513</sup> Der Verlustpuffer (Credit Enhancement) setzt sich zusammen aus den in der Verlustverteilung vorrangigen Tranchen (Subordination) und der Übersicherung (Differenz zwischen dem Volumen des Forderungspools und den emittierten Tranchen). In den Kreditberichten der BayernLB sind die Subordination und die Übersicherung (Overcollateralization) jeweils in % angegeben.

<sup>514</sup> In den Kreditberichten ist das Volumen der Tranche in USD Mio. angegeben. Wir haben die Tranchendicke aus dem Verhältnis von Tranchenvolumen gemäß Kreditbericht zum Gesamtbetrag des Kreditpools gemäß Kreditbericht ermittelt, im Falle von gekennzeichneten „Y-Strukturen“ bei Senior-Tranchen aus dem Verhältnis zur relevanten Loan Group, aus der sich die Tilgungen speisen.

<sup>515</sup> Subordination: 4,95%; Overcollateralization: 1,8%

<sup>516</sup> Volumen Tranche (55,29 Mio.) / Loan Group Balance (248,7 Mio.)

<sup>517</sup> Subordination: 6,31%; Overcollateralization: 1%

<sup>518</sup> Volumen Tranche (127.378.000) / Total Pool Balance (1.993.954.670)

<sup>519</sup> Subordination: 6,75%; Overcollateralization: N/A

<sup>520</sup> Volumen Tranche (75.000.000) / Total Pool Balance (751.000.000)

<sup>521</sup> Subordination: 9%; Overcollateralization: 0,95%

<sup>522</sup> Volumen Tranche (154.951.000) / Total Pool Balance (482.858.898)

<sup>523</sup> Subordination: 6,95%; Overcollateralization: 1,15%

<sup>524</sup> Volumen Tranche (182.587.000) / Loan Group Balance (1.195.091.000)

<sup>525</sup> Subordination: 6,3%; Overcollateralization: 0%

<sup>526</sup> Volumen Tranche (57.000.000) / Loan Group Balance (261.084.180)

<sup>527</sup> Subordination: 3,6 %; Overcollateralization: 0%

<sup>528</sup> Volumen Tranche (75.000.000) / Loan Group Balance (156.148.759)

<sup>529</sup> Subordination: 4,4%; Overcollateralization: 0,75%

<sup>530</sup> Volumen Tranche (257.816.000) / Loan Group Balance (1.310.000.327)

<sup>531</sup> Subordination: 5%; Overcollateralization: 0,65%

<sup>532</sup> Volumen Tranche (109.376.000) / Total Pool Balance (459.699.897)

<sup>533</sup> Subordination: 5,7%; Overcollateralization: 1,4%

<sup>534</sup> Volumen Tranche (347.373.000) / Loan Group Balance (415,24 Mio.)

<sup>535</sup> Subordination: 5,4%; Overcollateralization: 1,9%

<sup>536</sup> Volumen Tranche (291.308.000) / Loan Group Balance (1.520.306.455)

Aus nachfolgender Aufstellung ergibt sich, dass die BayernLB ganz überwiegend RMBS Alt-A Tranchen der Kategorie „Senior Slow Pay“ erworben hat:

Stichprobe	Tranche	Senior Tranche „Fast Pay“ <sup>539</sup>	Senior Tranche „Slow Pay“ <sup>540</sup>	Mezzanine Tranche
AA1	III-A6		X	
AA2	A-7		X	
AA3	A-14		X	
AA4	A3		X	
AA5	1-A1-C		X	
AA6	II-A-1	X		
AA7	5-A-1		X	
AA8	1-A1C		X	
AA10	A-3		X	
AA11	II-A1	X		
AA12	II-A-2B		X	
AA13	A-1	X		

### cc) Kreditberichte und Kreditprüfung der BayernLB

Bei keinem der von uns gesichteten Subprime-Stichprobe handelt es sich um „Fast Pay“ Senior Tranchen. In den Kreditberichten wird in keinem Fall darauf hingewiesen, dass die erworbenen Tranchen einen Totalausfall erleiden können, obwohl der Forderungspool nicht vollständig ausfällt.

In allen Kreditberichten zu den erworbenen Mezzanine-Papieren wird nicht darauf eingegangen, dass die Papiere dann vollständig ausfallen können, wenn erst Teile des Forderungspools ausgefallen sind („Hebelwirkung“<sup>541</sup>).

In neun Fällen der US RMBS Alt-A Stichprobe handelt es sich bei der erworbenen Tranche nicht um eine „Fast Pay“-Seniortranche. Ausführungen zur Position der erworbenen Tranche innerhalb der Verbriefungstransaktion finden sich bei einer „Slow Pay“-Seniortranche aber nur in dem Kreditbericht zu Stichprobe AA7. Dort wird die Position der erworbenen Tranche als ein „zweischneidiges Schwert („double edge sword“) bezeichnet. So führe auf der einen

<sup>537</sup> Subordination: 15,3%; Overcollateralization: 0,75%

<sup>538</sup> Volumen Tranche (1.031.194.000) / Total Pool Balance (1.226.735.521)

<sup>539</sup> Vgl. oben Abschnitt IV. 3. b)

<sup>540</sup> Vgl. oben Abschnitt IV. 3. b)

<sup>541</sup> Vgl. oben Abschnitt IV. 3. a)

Seite eine schnelle Tilgungszahlung zur frühen Rückzahlung des investierten Kapitals. Andererseits seien auch die Zinseinkünfte niedriger, sofern die Rückzahlung schneller als erwartet erfolgt, da die Zinsen nur auf den Nominalbetrag nach Tilgungen gezahlt werden. Aber auch hier wird ebenso wie in allen anderen Kreditberichten nicht erwähnt, dass die erworbene Tranche einen Totalausfall erleiden kann, auch wenn der Forderungspool nicht vollständig ausfällt.

In AA13, einer „Fast Pay“-Seniortranche, wird herausgestellt, dass die erworbene A-1-Tranche als „Super Senior“-Tranche mit einem sehr guten Credit Support ausgestattet sei, weil über den Schutz durch die nachgeordneten Tranchen hinaus noch weiterer Schutz durch die „Support Senior“-Tranchen bestehe.

## b) Verwendung Excess Spread

In den Stichproben wird der Excess Spread<sup>542</sup> monatlich ermittelt und fließt, sofern kein Triggerbruch<sup>543</sup> eingetreten ist, regelmäßig noch im gleichen Monat an die Equity-Tranche<sup>544</sup>.

Die folgende Tabelle zeigt an drei Beispielen der Emissionsprospekte, für welchen Zeitraum und in welcher Höhe der Excess Spread an die Equity-Tranche abfließt und wie sich die Poolqualität im letzten Monat dieses Abflusses darstellt (Quelle: Trustee-Berichte):

	AA2	AA 4	SP 9
<b>Equity-Tranche</b>			
Bezeichnung	Class C	Class SB	Class X
Nominalbetrag in US\$ Mio.	19,9	4,6	41,3
<b>Excess Interest</b>			
kumulierter Betrag in US\$ Mio.	31,1	7,4	21,4
geflossen im Zeitraum von	Oktober 2006	März 2007	April 2007
bis	März 2008	Dezember 2007	Juli 2008
<b>Poolqualität im letzten Monat des Abflusses von Excess Interest an die Equity-Tranche</b>			
Bereits realisierte Verluste (kumuliert in US\$ Mio.)	9,9	0,1	9,6
Kredite mit Delinquency/ Foreclosure/ REO/ Bankruptcy (in US\$ Mio.)	437,4	82,2	257,3
Kredite mit Delinquency/ Foreclosure/ REO/ Bankruptcy (in % des Pools)	26,8%	15,0%	33,6%

<sup>542</sup> Der Überschuss der vereinnahmten Zinsen für die Poolkredite über die Zinsen, die für die Tranchen zu entrichten sind, wird „Excess Spread“ genannt.

<sup>543</sup> Vgl. oben Abschnitt III. 5. e)

<sup>544</sup> Vgl. oben Abschnitt III. 4.

Für AA2 ergibt sich beispielhaft folgendes: Die mit „Class C“ bezeichnete Equity-Tranche von AA2 weist einen Nominalbetrag von US\$ 19,9 Mio. auf. Gemäß der Berechnungen des Trustee-Berichts ist vom ersten Abrechnungsmonat im Oktober 2006 bis zum Abrechnungsmonat März 2008 (also 18 Monate lang) der sogenannte Excess Spread an die Equity-Tranche ausgezahlt worden. Erst ab April 2008 reicht die Übersicherung („Overcollateralization“) nicht mehr aus, so dass kein Excess Spread mehr an die Equity-Tranche abfließt. Im Zeitraum Oktober 2006 bis März 2008 sind insgesamt US\$ 31,1 Mio. Excess Spread abgeflossen.<sup>545</sup> Dies sind rd. 156% des Nominalbetrags der Equity-Tranche. Im Monat März 2008, dem letzten Monat, wo der Übersicherungsbetrag gemäß Trustee-Bericht noch ausreichend sein soll, bedienen 26,8%<sup>546</sup> der Kreditnehmer des Forderungspools ihre Kredite nicht mehr vertragsgemäß (entweder überfällige Raten, Zwangsversteigerung, Übernahme der Immobilie durch den Kreditgeber oder Insolvenz des Kreditnehmers). Zudem sind bereits endgültige Forderungsverluste aus der Abwicklung von Krediten des Forderungspools in Höhe von US\$ 9,9 Mio.<sup>547</sup> entstanden.

Eine besondere Rolle bei der monatlichen Ermittlung des Excess Spread kommt den Vorauszahlungen des Master Servicers zu. Lt. Emissionsprospekt zu AA2 hat der Master Servicer die Verpflichtung, Vorauszahlungen von überfälligen Zinsen und Tilgungen zu leisten, wenn die überfälligen Zahlungen des Kreditnehmers u.a. durch erwartete Liquidationserlöse nach billigem Ermessen („in the good faith judgement“) des Master Servicers gedeckt sind.<sup>548</sup> Falls dieser Kredit, für den der Master Servicer Vorauszahlungen geleistet hat, ausfallen sollte, so hat der Master Servicer Anspruch auf vorrangige Tilgung seiner Vorauszahlungen aus dem Veräußerungserlös der Immobilie.<sup>549</sup>

Den Trustee-Berichten zu AA2 ist zu entnehmen, dass die in den Kreditverträgen vereinbarte planmäßige Verzinsung („scheduled interest“) von dem ersten Berichtsmonat an in erheblichem Umfang von den Kreditnehmern nicht erbracht worden ist. Schon im ersten Trustee-Bericht aus dem Oktober 2006 (Emissionsmonat: September 2006) werden US\$ 3,2 Mio. als

---

<sup>545</sup> Vgl. AA2 Trustee-Report März 2008, S. 4.

<sup>546</sup> Vgl. AA2 Trustee-Report März 2008, S. 12.

<sup>547</sup> Vgl. AA2 Trustee-Report März 2008, S. 36.

<sup>548</sup> Vgl. AA2 (S-121): The master servicer will be entitled to reimburse itself from the Liquidation Proceeds recovered on any defaulted mortgage loan, prior to the distribution of Liquidation Proceeds to securityholders, amounts that represent unpaid servicing compensation in respect of the mortgage loan, unreimbursed servicing expenses incurred with respect to the mortgage loan and any unreimbursed advances of delinquent payments made with respect to the mortgage loan.

<sup>549</sup> Vgl. AA2 (Basisprospekt S. 26):

überfällig ausgewiesen („Delinquent Interest“).<sup>550</sup> Bei einer insgesamt planmäßig fälligen Verzinsung von US\$ 12,2 Mio.<sup>551</sup> sind also rd. 26% nicht gezahlt worden.

Die vom Kreditnehmer nicht gezahlten, überfälligen Zinsen sind tatsächlich gemäß Trustee-Bericht des Monats Oktober 2006 vom Master Servicer nahezu vollständig als Vorauszahlung („Interest Advanced“) geleistet worden (US\$ 3,1 Mio.).<sup>552</sup> Erst durch die Vorauszahlung des Master Servicers ist also hier Excess Spread entstanden. Im Falle von AA2 ist diese Vorauszahlung bereits im ersten Abrechnungsmonat Oktober 2006 die wesentliche Quelle des Excess Spread, der US\$ 3,7 Mio. beträgt und an die Equity-Tranche ausgeschüttet worden ist.<sup>553</sup>

## **10. Prüfung der Angemessenheit des Credit Enhancements durch die BayernLB**

Die Höhe des Credit Enhancements, bestehend aus Subordination und Overcollateralization, ist in elf von zwölf Fällen<sup>554</sup> der Subprime-Stichprobe und allen Fällen der Alt-A-Stichprobe angegeben.

Bezüglich des Umfangs der wertenden Analyse des Credit Enhancements muss zwischen Kreditberichten zu Papieren mit einem AAA-Rating (sieben von zwölf Papieren der Subprime-Stichprobe und alle Papiere der Alt-A-Stichprobe) einerseits und solchen zu Papieren mit einem AA-Rating (fünf Papiere der Subprime-Stichprobe) andererseits unterschieden werden, da bei letzteren immer ein Stresstest mit Hilfe von Intex durchgeführt wurde. Zwei Kreditberichte zu Papieren mit einem AAA-Rating (SP10 und AA11), die – also nach dem offenen Ausbruch der Subprime-Krise im September 2007 erstellt wurden, weichen vom üblichen, bis Juli 2007 verwendeten Muster deutlich ab und werden nicht gesondert gewürdigt.

---

<sup>550</sup> Vgl. AA2 Trustee-Report Oktober 2006, S. 7.

<sup>551</sup> Vgl. AA2 Trustee-Report Oktober 2006, S. 7.

<sup>552</sup> Vgl. AA2 Trustee-Report Oktober 2006, S. 7.

<sup>553</sup> Vgl. AA2 Trustee-Report Oktober 2006, S. 4.

<sup>554</sup> Ausnahme: SP10

**a) Tranchen mit einem AAA-Rating (bis Juli 2007)**

**aa) Subprime**

Die Subprime-Stichprobe umfasste sechs Papiere mit einem AAA-Rating, bei denen der Ankauf durch die BayernLB bis zum offenen Ausbruch der Subprime-Krise im Juli 2007 genehmigt wurden.

In drei<sup>555</sup> der Kreditberichte befinden sich keine Aussagen zur Angemessenheit des Credit Enhancements.

In zwei<sup>556</sup> Fällen werden unter den Stärken der Transaktion folgende Anmerkungen zum Credit Enhancement gemacht:

- In SP5 heißt es, dass der Betrag der Übersicherung von 3,45% für einen Pool mit einem durchschnittlichen FICO Score beträchtlich sei. Mit Ausnahme des Verweises auf den durchschnittlichen FICO-Score ist dem Kreditbericht nicht zu entnehmen, dass die spezifischen Gegebenheiten der Transaktion (z.B. Ausfallrisiko und Verlustschwere von Krediten mit Lockvogel-Zinsen und Interest-only-Perioden unter Berücksichtigung der Höhe der Anpassung der Kreditrate) berücksichtigt wurden.
- In SP8 wird auf das erhebliche Übersicherungsniveau von 5,35% verwiesen, wobei dem Kreditbericht nicht zu entnehmen ist, auf welcher Grundlage die BayernLB diese Einschätzung getroffen hat. Insbesondere fehlt ein Verweis auf die spezifischen Kreditmerkmale des entsprechenden Kreditpools.

Im Falle SP9 wird im Kreditbericht das Credit Enhancement der Tranche (23,4%) mit den in der Vergangenheit erlittenen kumulierten Verlusten von Subprime-Hypothekenkrediten (5,44%) verglichen. Das Credit Enhancement sei „ziemlich bemerkenswert“ im Vergleich zu den vergangenheitsbezogenen Verlusten. Die Tranche halte mehr als das Vierfache der Verluste des Jahrganges („Vintage“) 2002 aus.<sup>557</sup>

---

<sup>555</sup> SP3, SP6, SP12

<sup>556</sup> SP5, SP8

<sup>557</sup> Wörtlich heißt es: „The class has a loss coverage of 23.4%. This is quite remarkable because the cumulative loss range between 1994 to 2004 vintages on subprime mortgage was 5.44%. This means that our bond can sustain more than 4x the 2002 vintage losses.”

## bb) Alt-A

Die Alt-A-Stichprobe umfasste elf Papiere mit einem AAA-Rating, bei denen die Ankäufe durch die BayernLB bis zum offenen Ausbruch der Subprime-Krise im Juli 2007 genehmigt wurden.

Fünf<sup>558</sup> der Kreditberichte hatten keine Aussagen zur Angemessenheit des Credit Enhancements.

In drei<sup>559</sup> anderen Fällen wertet die BayernLB das Credit Enhancement als Stärke der Transaktion: so heißt es in AA4 und AA8, dass der im Vergleich zu dem von den Ratingagenturen geforderte niedrigere Credit Support für die gute Kreditqualität spreche. In AA13 wird herausgestellt, dass die erworbene A-1-Tranche als Super Senior Tranche mit einem sehr guten Credit Support ausgestattet sei. Über den Schutz durch die nachgeordneten Tranchen hinaus bestehe noch weiterer Schutz durch die „Support Senior“-Tranchen. Es wird jedoch nicht berichtet, ob die spezifischen Poolmerkmale (z.B. Ausfallwahrscheinlichkeit und Verlustschwere von Schuldner mit hohem CLTV, bei denen gleichzeitig keine Einkommensverifizierung vorgenommen wurde) der jeweiligen Transaktion in Verbindung mit der Höhe des Credit Enhancements gebracht wurden. Bei AA4 und AA8 wurde vielmehr umgekehrt vorgegangen, in dem von dem geringen Credit Enhancement auf die Kreditqualität geschlossen wird (vgl. ausführlich oben Abschnitt 6. d).

Die Angaben im Kreditbericht zu AA1 vom 8.2.2006 ermöglichen keine näheren Erkenntnisse über die Prüfungstiefe.<sup>560</sup>

Aus den Angaben im Kreditbericht zu AA7 vom 9.7.2007 zeigt sich, dass die BayernLB das Credit Enhancement mit historischen Verlusten dieser Assetklasse verglichen hat, wobei keine Angaben gemacht werden, inwieweit die „historischen“ Kreditpools und die im Rahmen der Kreditprüfung zu beurteilenden Kreditpools vergleichbar sind. Wörtlich heißt es:

---

<sup>558</sup> AA2, AA3, AA5, AA6, AA10

<sup>559</sup> AA4, AA8, AA13

<sup>560</sup> “Credit Enhancements of 6,75% (including OC of 1,8%) can mitigate the weakness of the collateral pool.”

„According to Nomura Fixed Income Research, the high end of the historical cumulative losses (vintages 1995 – 2005) for the Alt-A asset class is 1,5%. Based on this scenario our 3,60% subordination can sustain 2.4x times the high end of the historical loss.“

Nach Angaben der BayernLB entstammen die Daten im Kreditbericht zu AA7 zu den höchsten historischen Verlusten der Alt-A-Assetklasse aus der Studie „MBS Basics“ der Investmentbank Nomura.<sup>561</sup> Dieser Studie entstammt die folgende Grafik, welcher die kumulierten Verluste „Cumulative Losses“ in Abhängigkeit vom Jahr der Kreditvergabe („Origination Year“) gesondert für die Assetklassen Subprime, Alt-A und „Jumbo“ entnommen werden können:



Quelle: Nomura Fixed Income Research, MBS Basics, 31. März 2006

Unmittelbar unterhalb der Grafik weist Nomura darauf hin, dass es verführerisch („tempting“) sei, aus der vergangenen Wertentwicklung Schlussfolgerungen auf die möglichen Verluste einer Assetklasse zu ziehen. Dies dürfte jedoch ein Fehler sein. Die Wertentwicklung dieser Jahrgänge spiegele die gute wirtschaftliche Lage sowie die steigenden Immobilienpreise. Die Verluste könnten beträchtlich steigen, wenn sich die wirtschaftliche Lage verschlechtere oder die Hauspreise nicht mehr weiterstiegen oder anfangen zu sinken. Auch könne sich die Wertentwicklung einzelner Kreditpools stark von dem Durchschnitt dieses Verbriefungsjahrgangs

<sup>561</sup> Vgl. Antwort zu Frage 85 der Fragenliste US RMBS Juli 2010.

unterscheiden. So hätten einige „Prime“-Verbriefungen der Verbriefungsjahrgänge 1988 bis 1991 Verluste von mehr als 5% aufgewiesen.<sup>562</sup>

Vergleicht man die hier angegebenen Verluste von Prime-Pools (mehr als 5%) mit den aus der Grafik erkennbaren höchsten Verlusten der Assetklasse „Jumbo“<sup>563</sup> in den Jahren 1995 bis 2005<sup>564</sup> (rd. 0,25%) zeigt sich folgende Relation: Die Verluste unter ungünstigen Bedingungen können offenbar das **20-fache** (Verhältnis von 5% zu 0,25%) derjenigen Verluste erreichen, die unter günstigen Bedingungen entstehen.

Auch im Kreditbericht zu AA12 vom 15.6.2007 zeigt sich, dass die BayernLB das Credit Enhancement mit historischen Verlusten dieser Assetklasse verglichen hat:

„Our tranche has a loss coverage of 7,3%. This is quite remarkable because the average historical loss level of this collateral type is very low – 5 basis points (0,05%). We used a very conservative approach by assuming that all loans that are 60+ days delinquent foreclosed with 100% loss severity. Even, with this scenario, our bond loss coverage of 7,3% would cover this realized loss 6,13x times.“

Im Kreditbericht zu AA12 wird jedoch über den Vergleich mit historischen Verlusten dieser Assetklasse hinaus das Credit Enhancement „in einem sehr konservativen Ansatz“ mit dem

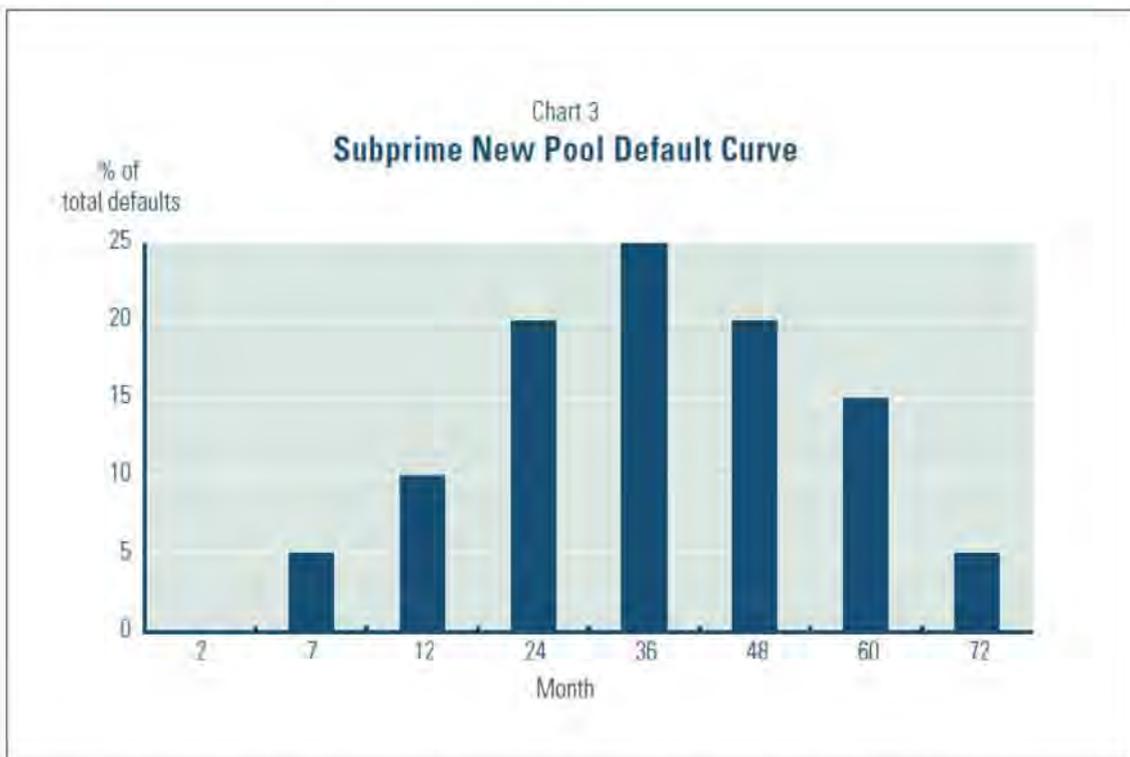
---

<sup>562</sup> Wörtlich heißt es: „Notice that recent vintages of loans display low levels of losses. That is partly because loans rarely default (and produce losses) in their first or second year after origination. Losses on a pool of mortgage loans generally start to peak only after the loans have aged by three to five years. The vintages from 2000 and earlier have already experienced nearly all the losses that they ever will. Few loans from those vintages remain outstanding and they represent just a tiny fraction of the original total. The vast majority of loans from those vintages were prepaid in the waves of refinancing activity in 2003 and 2004. Based on the performance of vintages from 1997 through 2000, it is tempting to conclude that: (i) pools jumbo mortgage loans generally should have cumulative losses of less than 10 basis point, (ii) pools of alt-A loans should have losses in the range of 10 to 60 basis points, and (iii) pools subprime loans should have losses in the range of 4% to 5%. However, such a conclusion arguably would be a mistake. The credit performance of those vintages reflects a generally good economy and a period of rising home prices. Losses on newer vintages could be considerably higher if the economy deteriorates or if home prices stop rising or start to decline. Also, the individual pools from a given origination year can perform very differently from the average for that year. For example, some pools of "prime quality" loans from the 1988 to 1991 vintages experienced losses above 5%.“

<sup>563</sup> Prime Jumbo RMBS sind Verbriefungen von Hypothekenkrediten mit großen Kreditbeträgen und Schuldnern hoher Bonität (durchschnittlicher FICO Score von 730 oder besser) sowie unter 80% liegenden durchschnittlichen Loan-to-Value Ratios. Jumbo Loans entsprechen i.d.R. aufgrund ihres Kreditbetrags nicht den Ankaufskriterien der GSEs. Vgl. Antwort auf Frage 3 der Fragenliste US RMBS Juli 2010.

<sup>564</sup> Dies sind die von der BayernLB als Maßstab für die Analyse des Credit Enhancements herangezogenen Vergleichsjahrgänge.

Anteil der Kredite verglichen, die zu mehr als 60 Tage<sup>565</sup> im Zahlungsverzug sind. Für diese Kredite wird unterstellt, dass sie vollständig ausfallen („Default“ mit einer Verlustschwere von 100% nach Verwertung der Immobiliensicherheit). Als Ergebnis wird dazu im Kreditbericht festgehalten, dass das Credit Enhancement von 7,3% das 6,13-fache der so berechneten Poolverluste darstellt. Der Kreditbericht enthält keine Aussagen, welche Annahmen die BayernLB zur weiteren Entwicklung der Zahlungsverzüge macht. Diese können jedoch ein Vielfaches der anfänglichen Verluste ausmachen, wie der nachfolgenden Darstellung der Ratingagentur Standard & Poor's zu entnehmen ist:



Quelle: Standard & Poor's (ohne Datum), U.S. Residential Subprime Mortgage Criteria, S. 57

Es ist erkennbar, dass nach Standard & Poor's – bezogen auf die Zahlungsausfälle („Defaults“) – in den ersten sieben Monaten nur 5% der gesamten Ausfälle eines Pools erwartet werden. Die übrigen Ausfälle, also 95% der gesamten Ausfälle, treten erst später auf (bis zum 72. Monat). Wären diese Annahmen zutreffend, würden sich die Ausfälle der ersten sieben Monate in der Folgezeit verneunzehnfachen.

<sup>565</sup> Dem Emissionsprospekt ist zu entnehmen, dass der Kreditpool am „Cut-off-Date“ keine Kredite mit Zahlungsverzügen enthält. Vgl. AA12 (S-41)

## b) Subprime-Tranchen mit einem AA-Rating

In fünf<sup>566</sup> Subprime-Stichproben wurde eine Mezzanine-Tranche angekauft und jeweils ein „Stress-Test“ durchgeführt. Hierzu wurde das „Intex Cashflow Modell“ herangezogen.<sup>567</sup> In den Kreditberichten sind die Annahmen von zwei Szenarien dargestellt: „Base Case“ und „Break-even“. Die BayernLB hat zu den Unterschieden zwischen den Szenarien folgendes erläutert:

- Das Base Case-Szenario ist das Szenario, das der Emittent im „Free Writing Prospectus“ dargestellt hat. Aus den Kreditberichten ist eine weitere Verwendung des Base Case-Szenarios nicht erkennbar.
- Mit dem Break-even-Szenario wird die Höhe der konstanten Ausfallrate (Constant Default Rate<sup>568</sup>, „CDR“) berechnet, die zu dem ersten Dollar Verlust („First Dollar Loss“) führt.

Die folgende Tabelle gibt die in den Kreditberichten zu diesen Papieren dargestellten Annahmen und Ergebnisse der Stress-Tests in Abhängigkeit von dem Szenario (Base Case, Break-even Case) wieder:

Annahmen des Stress-Tests	SP1		SP2		SP4		SP7			SP11	
	Base Case	Break-even	Base Case	Break-even	Base Case	Break-even	Base Case	BLB Base Case	BLB Break-even	Base Case	Break-even
CPR (%)	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30
CDR (%)	5	17,901	5,60069	33,6898	5	30,684	42,67	5	20,8750	5	15,225
Servicer Advances (%)	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Recovery Lag (month)	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12
Loss Severity (%)	40	50	40	50	40	50	0	40	50	40	50
Delinquency Rate (%)	10	20	10	20	10	20	10	10	20	10	20
WAL	5,46	7,97	4,41	5,52	5,84	5,46	4,68	6,70	7,52	6,62	8,01
Principal Payment Window	Feb12-Jan13	Apr13-Jan47	Nov10-Oct19	Mar11-Jan37	Sep11-Jul18	Apr11-Jan37	Aug09-July13	Dec12-Sept17	Jan13-Nov36	Oct12-Jul14	Feb13-Dec46
Realized Pool Losses	13,20%	13,20%	N/A	17,88%	N/A	21,70%	N/A	N/A	15,95%	N/A	11,30%
Tragbare Verluste <sup>569</sup>		2fache		3fache		3,8fache			3fache		2fache

<sup>566</sup> SP1, SP2, SP4, SP7, SP11

<sup>567</sup> Vgl. z.B. Kreditbericht zu SP1: „Various stress tests through **Intex modelling tool** prove that credit enhancement for our bonds is sufficient to cover any potential principal losses due to deteriorating collateral pool (see attached results from cash flow models).“

<sup>568</sup> Vgl. Kreditbericht zu SP10: „CDR calculates the percentage of underlying collateral that would default on an annual basis before the projected write-down

## **Erläuterung der Begriffe zu den Annahmen des Stress-Tests:**

Die „*CPR*“ (Constant Prepayment Rate) gibt den jährlichen Prozentsatz an, um den sich der jeweilige Jahresanfangsbestand des Kreditpools entweder durch freiwillige Kredittilgungen von Ablauf der Fälligkeit oder durch unfreiwillige Kredittilgungen z.B. durch die Zwangsversteigerung notleidender Kredite vermindert.<sup>570</sup>

Die „*CDR*“ (Constant Default Rate) bestimmt, mit welcher jährlichen Ausfallrate für den Kreditpool gerechnet wird.<sup>571</sup> Die von der BayernLB im Base Case angesetzte CDR von 5% entspricht der Annahme des Emittenten gemäß Transaktionsdokumentation.<sup>572</sup> Im Break-even-Szenario hat die BayernLB mit Hilfe des Intex Cashflow Modells bestimmt, welchen Wert die CDR noch haben kann, ohne dass die von der BayernLB erworbene Tranche einen Ausfall erleidet.<sup>573</sup>

Die „*Servicer Advances*“ geben an, in welchem Umfang der Servicer des Kreditpools überfällige Kreditraten der Kreditschuldner durch eigene Vorauszahlungen ausgleicht. Die BayernLB hat einheitliche die Annahme von 100% Servicer Advances getroffen, weil die Verbriefungstransaktionen in der Regel im Vertragswerk vorsehen, dass der Servicer zumindest für die 30, 60 und 90 Tage überfällige Kreditraten eine volle Vorauszahlung leistet.<sup>574</sup>

Das „*Recovery Lag*“ gibt die Dauer für die Durchführung einer Zwangsversteigerung der Immobiliensicherheiten in Monaten an. In den USA beträgt die durchschnittliche Dauer in Abhängigkeit vom Bundesstaat zwischen sechs und 18 Monaten. Die BayernLB ist vom US-weiten Durchschnitt (12 Monate) ausgegangen.<sup>575</sup>

Die „*Loss Severity*“ gibt an, welcher Anteil der Kreditschuld auch bei Verwertung der Immobiliensicherheit endgültig ausfällt. Die von der BayernLB im Base Case angesetzte Loss Severity von 40% entspricht der Annahme des Emittenten laut Transaktionsdokumentation, im

---

<sup>569</sup> Die tragbaren Verluste sind gemäß Angaben in den Kreditberichten jeweils im Vergleich zu den höchsten Verlusten der Subprime Jahrgänge 1994 bis 2004 angegeben.

<sup>570</sup> Vgl. Antwort zu Frage 89 der Fragenliste US RMBS Juli 2010.

<sup>571</sup> Vgl. Kreditbericht zu SP10: „CDR calculates the percentage of underlying collateral that would default on an annual basis before the projected write-down

<sup>572</sup> Vgl. Antwort zu Frage 88 b) der Fragenliste US RMBS Juli 2010.

<sup>573</sup> Vgl. Antwort zu Frage 86 der Fragenliste US RMBS Juli 2010.

<sup>574</sup> Vgl. Antwort zu Frage 90 der Fragenliste US RMBS Juli 2010.

<sup>575</sup> Vgl. Antwort zu Frage 91 der Fragenliste US RMBS Juli 2010.

Break-even-Szenario wird eine Loss Severity von 50% unterstellt, was eine schwerwiegende Annahme im Vergleich zur 33%-Annahme der Ratingagenturen sei.<sup>576</sup>

Die „*Delinquency Rate*“ gibt an, welcher Anteil des nach freiwilliger und unfreiwilliger Tilgung verbleibenden Kreditpools auf ausgefallene aber noch nicht liquidierte bzw. mehr als 30, 60 oder 90 Tage überfällige Kredite entfällt. Eine Annahme zur Delinquency Rate ist neben der CDR erforderlich, um den Zeitpunkt möglicher Triggerbrüche bestimmen zu können. Die von der BayernLB im Base Case angesetzte Delinquency Rate von 10% entspricht der Annahme des Emittenten gemäß Transaktionsdokumentation. Die im Break-even-Case angesetzte Delinquency Rate von 20% führte zu einem schnelleren Triggerbruch.<sup>577</sup>

### **Erläuterung der Begriffe zu den Ergebnissen des Stress-Tests:**

Aus dem „*WAL*“ (Weighted Average Life) ergibt sich die gewichtete durchschnittliche Rückzahlungsdauer der von der BayernLB erworbenen Tranche.

Das „*Principal Payment Window*“ definiert den gesamten Zeitraum, über den die Tranche zurückgezahlt wird.

Die „*Realized Pool Losses*“ geben die erwarteten Gesamtverluste aus dem ursprünglichen Kreditpool an. Sind die Realized Pool Losses kleiner als das Credit Enhancement der erworbenen Tranche, entsteht für den Investor dieser Tranche kein Verlust. Im Base Case werden die aus den Annahmen resultierenden Realized Pool Losses nicht angegeben („N/A“).<sup>578</sup> Im Break-even-Case entstehen Realized Pool Losses (in etwa) in Höhe des Credit Enhancements, welches die von der BayernLB erworbene Tranche aufweist. Also entsteht im Break-even-Case noch kein First Dollar Loss.

---

<sup>576</sup> Vgl. Antwort zu Frage 92 der Fragenliste US RMBS Juli 2010.

<sup>577</sup> Vgl. Antwort zu Frage 93 der Fragenliste US RMBS Juli 2010.

<sup>578</sup> Den im Falle von SP1 angegebenen Wert von 13,20% hat die BayernLB mit einem Versehen erläutert. Vgl. Antwort zu Frage 98 der Fragenliste US RMBS Juli 2010.

## **Wertung der Stress-Tests in den Kreditberichten der BayernLB**

Die Auswertungen der Stress Tests in den Kreditberichten sind nahezu wortgleich.<sup>579</sup> Dabei werden die Realized Pool Losses im Break-even-Szenario, die dem Credit Enhancement entsprechen mit den historischen Verlusten verglichen. Die historischen Verluste werden in allen fünf Fällen aus dem höchsten Wert (5,44%) der kumulierten Verluste von Subprime-Tranchen in den Jahren 1994 bis 2004 abgeleitet. Es wird festgestellt, dass der zu beurteilende Kreditpool ein Vielfaches – zwischen dem zweifachen und dem 3,8-fachen (siehe oben die unterste Zeile der Tabelle zu den Stresstest Annahmen und Ergebnissen) – der historischen Verlusten tragen könnte, ohne dass die Tranche der BayernLB einen Verlust erlitte.

### **Keine Erläuterung der Annahmen der Stress-Tests**

In den Kreditberichten werden die Annahmen der Stress-Tests nicht erläutert, insbesondere finden sich keine Ausführungen, dass die Annahmen folgendes berücksichtigen:

- einen Rückgang des Immobilienmarktes,
- erhöhte Ausfälle aufgrund von Anpassungen der Kreditraten von hybriden und Interest-only-Krediten, wenn ein Immobilienpreiskrückgang die Refinanzierungsbedingungen der Kreditschuldner des Pools verschlechtert,
- vorzeitige Tilgung durch Schuldner mit überdurchschnittlichen Kreditmerkmalen, während Schuldner mit ungünstigen Kreditmerkmalen im Pool verbleiben,
- Ausfallrisiken von Schuldnern mit mehreren negativen Kreditmerkmalen.

Weiter finden sich keine Angaben darüber, ob die von der BayernLB angenommene Verlustschwere (Loss Severity) von 40% ausreichend ist. Untersucht wurde nicht, wie hoch die Verlustschwere sein kann, wenn vor allem Schuldner mit hohen Beleihungsquoten (LTV) ausfal-

---

<sup>579</sup> So heißt es z.B. im Kreditbericht zu SP11: "Various stress tests through Intex modelling tool prove that credit enhancement for our bonds is sufficient to cover any potential principal losses due to deteriorating collateral pool (see attached results from cash flow models). The following table summarizes various assumptions used in the base case and breakeven scenarios based on historical data and current market conditions and the impact of the assumptions on our Mezzanine bond. [Die sodann dargestellten Annahmen und Ergebnisse sind in der obigen Tabelle abgebildet] Under the breakeven scenario, our bond can sustain a cumulative pool loss that is more than twice (2x) the assumed cumulative losses on collateral pools based on the high end (5,44%) of the subprime cumulative losses range between 1994 to 2004 vintages. However, we should note that the underlying criteria in those vintage years are more conservative than the criteria used in recent years."

len. Eine solche Annahme (Ausfall der Schuldner mit hohem LTV) erscheint für einen ungünstigen Fall (Stress-Fall) angebracht, weil die angekauften Subprime-Papiere mit einem AA-Rating angekauft worden sind, welches auch bei nachteiliger Entwicklung eine hohe Ausfallsicherheit scheinbar sichergestellt.

Nach unseren Recherchen ergibt sich die Verlustschwere von 40% aus der nachfolgend abgebildeten, von der Ratingagentur Standard & Poor's veröffentlichten Tabelle. Für eine Tranche mit AA-Rating geht Standard & Poor's von einem Immobilienpreisrückgang („Market value decline“) von 32% und Kosten der Zwangsversteigerung („Foreclosure costs“) von 25% aus.

Table 13  
**Loss Severity Assumptions for a Prime Quality Pool**

Rating level	Loss severity (%)	Market value decline (%)	Foreclosure costs (%)*
AAA	43	34.5	25
AA	40	32	25
A	35	28	25
BBB	34	27.2	25
BB	33	26.4	25
B	33	26.4	25

\*Foreclosure costs include an interest carry component which assumes a 12% mortgage rate, brokerage fees (5%), legal fees (3%), taxes (3%) and other costs (2%)

Quelle: Standard & Poor's (ohne Datum), U.S. Residential Subprime Mortgage Criteria, S. 45

Die nachfolgende Übersicht zeigt für das Rating-Niveau AAA, wie sich die Verlustschwere von 43% aus dem Immobilienpreisrückgang von 34,5%, den Kosten der Zwangsversteigerung von 25% und einer Beleihungsquote von 80% ergibt.

### Calculation of Loss Severity

#### "AAA" Rating Level\*

Purchase price of home		\$100,000
Loan balance (80% of purchase price)	\$80,000	
Market value decline (34.5% of purchase price)		(34,500)
Market value at foreclosure sale	(65,500)	65,500
Market loss	14,500	
Foreclosure costs†(25% of loan balance)	20,000	
<b>Total loss</b>		<b>\$34,500</b>

Total loss/loan balance = loss severity  $\$34,500/\$80,000 = 43\%$

\* Assumes first-lien mortgage loan, owner-occupied, single-family detached property, with an LTV of 80%. The "AAA" category assumes a 34.5% market value decline in an economic depression.

† Foreclosure costs include an interest carry component which assumes a 12% mortgage rate, brokerage fees (5%), legal fees (3%), taxes (3%) and other costs (2%).



Quelle: Standard & Poor's (ohne Datum), U.S. Residential Subprime Mortgage Criteria, S. 45

Aus der folgenden Berechnung ergibt sich die Veränderung der Verlustschwere bei einer höheren Beleihungsquote (LTV).<sup>580</sup> Zusätzlich sind die Verlustschweren bei höheren Zwangsversteigerungskosten angegeben.<sup>581</sup>

Berechnung der Verlustschwere bei verschiedenen Annahmen			
LTV	Immobilienpreisrückgang: Zwangsversteigerungskosten:	32% 25%	Immobilienpreisrückgang: Zwangsversteigerungskosten:
80%		40%	50%
85%		45%	55%
90%		49,4%	59,4%
95%		53,4%	63,4%
100%		57%	67%

<sup>580</sup> Es handelt sich dabei um die Ergebnisse eigener Berechnungen auf Grundlage der Annahmen von Standard & Poor's für ein AA-Rating.

<sup>581</sup> Zu höheren Zwangsversteigerungskosten könnte es z.B. aufgrund von Verzögerungen bei der Zwangsvollstreckung von Immobilien kommen, auf die im Abschnitt Risikofaktoren der Stichprobe SP8 hingewiesen wird (vgl. Abschnitt 8 e).

Die Berechnungen zeigen, dass entgegen der Annahmen in den Kreditberichten der BayernLB die Verlustschwere deutlich höher als 40% liegen kann, wenn

- die angenommenen Vorauszahlungen („CPR“) auf Kreditnehmer mit niedrigen Beleihungsquoten entfallen, sich die Kreditausfälle im Pool aber auf Kreditnehmer mit hohen Beleihungsquoten konzentrieren,
- sich die Zwangsversteigerungskosten erhöhen.

### c) Keine Analyse des Credit Enhancements anhand der Kreditmerkmale

#### Analyse des durchschnittlichen Credit Enhancements einer Assetklasse

Die von der BayernLB in den Product Paper vorgenommene Analyse des durchschnittlichen Credit Enhancements für eine Assetklasse, unabhängig von den konkreten Kreditmerkmalen der erworbenen Papiere, ist nicht ausreichend.<sup>582</sup> Die Kreditmerkmale der verschiedenen Kreditpools weichen nach unserer, aufgrund der Auswertung der Stichprobe erlangten Erkenntnis (vgl. folgende Tabellen), stark voneinander ab.

Kreditmerkmale Subprime-Stichprobe		vgl. Abschnitt
Kreditpunktzahl < 600	von 10% (SP12) bis 47% (SP6)	7. b) aa)
Kredite mit voller Dokumentation	von 45% (SP6) bis 63% (SP12)	7. c) bb)
Hybride Kredite	von 64% (SP3) bis 81% (SP12)	7. d) aa)
Interest-only Kredite	von 9% (SP10) bis 27% (SP12)	7. d) aa)
LTV ≥ 80%	von 29% (SP12) bis 78% (SP2)	8. b) aa)
LTV ≥ 90%	von 12% (SP7, SP10) bis 39% (SP2)	8. b) aa)

Kreditmerkmale Alt-A-Stichprobe		vgl. Abschnitt
Kreditpunktzahl < 660	von 1% (AA11) bis 41% (AA4)	7. b) bb)
Kredite mit voller Dokumentation	von 1% (AA6) bis 26% (AA3)	7. c) aa)
Hybride Kredite	von 0% (5 mal <sup>583</sup> ) bis 100% (AA13)	7. d) bb)
Interest-only Kredite	von 18% (AA6) bis 91% (AA13)	7. d) bb)
LTV ≥ 80%	von 1% (AA1) bis 16% (AA7)	8. b) bb)
LTV ≥ 90%	von 0% (AA1) bis 5% (AA7)	8. b) bb)

<sup>582</sup> Vgl. Product Paper Subprime März 2006, S. 5 ff.; Product Paper Subprime März 2007, S. 7 ff.; Product Paper Prime/Alt-A März 2006, S. 3 ff.

<sup>583</sup> AA1, AA3, AA6, AA7, AA11

## Keine Annahmen zur Ausfallrate und Verlustschwere

Alle von uns gesichteten Kreditberichte lassen keine Analysen der BayernLB erkennen, bei denen die Kreditmerkmale der erworbenen Papiere herangezogen wurden, um das Credit Enhancement zu überprüfen. Nach der uns vorliegenden Dokumentation hat die BayernLB auch keine Annahmen zu Ausfallraten und Verlustschweren in Abhängigkeit von den Kreditmerkmalen getroffen.

## Keine überschlägige Plausibilisierung anhand von Krediten mit besonders negativen Kreditmerkmalen

Es bestehen keine Anzeichen dafür, dass die BayernLB das Credit Enhancement überschlägig plausibilisiert hat, z.B. anhand der Kredite mit besonders negativen Kreditmerkmalen. So werden Kreditnehmer mit unterdurchschnittlichen Kreditmerkmalen in den Kreditberichten nur in Einzelfällen genannt. Vollständig fehlt eine systematische Analyse des Kreditpools auf Kreditnehmer mit einer Häufung negativer Kreditmerkmale (z.B. Kredit mit Lockvogelzinsen, keine Einkommensverifizierung und hohe Beleihungsquote) sowie eine Quantifizierung oder Abschätzung der Ausfallwahrscheinlichkeit und der Verlustschwere für diese Kredite.

Nachfolgend stellen wir das Credit Enhancement für ein Papier der Subprime-Stichprobe (SP6) und dann für ein solches der Alt-A-Stichprobe (AA8) den unterdurchschnittlichen und negativen Kreditmerkmalen dieses Kreditpools gegenüber.

<b>SP6 (Rating AAA, Erwerb am 8.3.2007, Kreditgenehmigung am 29.3.2007)</b>		
<b>Kreditmerkmal</b>		<b>vgl. Abschnitt</b>
Verlustpuffer (Credit Enhancement) der erworbenen Tranche	23,4% des Pools	9. a) aa)
Kreditpunktzahl (FICO Score)	ca. 47% des Pools < 600 ca. 23% des Pools < 560	7. b) aa) 7. b) dd)
Keine Einkommensverifizierung	52,0% des Pools	7. c) bb)
Hybride Kredite	75,4% des Pools	7. d) aa)
Interest-only Kredite	14,5% des Pools	7. d) aa)
Nachrangige Kredite (Second lien)	1,5% des Pools	7. d) aa)
LTV	41,7% des Pools ≥ 80% 32,4% des Pools ≥ 85% 14 % des Pools ≥ 90%	8. b) aa)

Für SP6 zeigt sich: allein der Anteil der Kredite mit einem FICO Score von weniger als 560 (als Abgrenzungskriterium zwischen Prime und Subprime wird ein FICO Score von 660 ge-

nannt, vgl. Abschnitt VI.) liegt bei 23%, was in etwa der Höhe des Verlustpuffers entspricht. Kredite von rd. 52% sind ohne Einkommensverifizierung vergeben worden, das entspricht mehr als dem Doppelten des Verlustpuffers. Der Anteil hybrider Kredite ist mehr als dreimal so hoch wie der Verlustpuffer. Weder im Emissionsprospekt noch im Kreditbericht (z.B. anhand später vorliegender Einzelkreditdaten<sup>584</sup>) wurde dargestellt, für welche Teile des Pools besonders hohe Risiken aufgrund mehrerer negativer Kreditmerkmale bestanden. Die uns vorgelegte Dokumentation einschließlich des Kreditberichts enthält zudem keine Angaben, wie hoch die BayernLB die Ausfallwahrscheinlichkeit und die Verlustschwere solcher Kredite in Anbetracht des Ratings von AAA einschätzt.

<b>AA8 (Rating AAA, Erwerb am 15.12.2006, Kreditgenehmigung am 24.1.2007)</b>		
<b>Kreditmerkmal</b>		<b>vgl. Abschnitt</b>
Verlustpuffer (Credit Enhancement) der erworbenen Tranche	5,2% des Pools	9. a) bb)
Kreditpunktzahl (FICO Score)	ca. 22% des Pools < 660	7. b) bb)
Keine Einkommensverifizierung	bis zu 87,1% des Pools	7. c) aa)
Hybride Kredite	47,7% des Pools	7. d) bb)
Interest-only Kredite	70,8% des Pools	7. d) bb)
Nachrangige Kredite (Second lien)	3% des Pools	7. d) bb)
LTV	7,2% des Pools ≥ 80% 6,4% des Pools ≥ 85% 4,1 % des Pools ≥ 90%	8. b) bb)

Bei AA8 machen allein die nachrangigen Kredite mehr als die Hälfte des Verlustpuffers aus. Weder aus dem Emissionsprospekt noch aus dem Kreditbericht (z.B. anhand später vorliegender Einzelkreditdaten<sup>585</sup>) ist erkennbar, welche Beleihungsquote die diesen Krediten vorrangigen Kredite haben, so dass nicht ermittelt werden kann, welcher Anteil des Veräußerungserlöses im Falle der Zwangsversteigerung der besicherten Immobilie an die vorrangig besicherten Gläubiger abfließt. Damit sind Rückschlüsse auf die potentielle Verlustschwere bei Kreditausfall ohne Einzelkreditdaten nicht möglich. Weiter ist weder aus dem Emissionsprospekt noch aus dem Kreditbericht erkennbar, ob bei den nachrangigen Krediten eine Kumulation mehrerer negativer Kreditmerkmale vorliegt.

<sup>584</sup> vgl. Antwort auf Frage 15 der Fragenliste US RMBS Juli 2010.

<sup>585</sup> vgl. Antwort auf Frage 15 der Fragenliste US RMBS Juli 2010.

Darüber hinaus enthält der Kreditpool von AA8

- Kredite, die bis zu 87% ohne Einkommensverifizierung vergeben worden sind,
- hybride Kredite mit einem Anteil von rd. 48% und
- Interest-only-Kredite in Höhe von rd. 71%.

Es ist also wahrscheinlich, dass der Kreditpool von AA8 zumindest in nicht geringem Umfang Kredite enthält, die ohne Einkommensverifizierung vergeben worden sind, bei denen gleichzeitig eine starke Erhöhung der Kreditrate droht, weil sowohl der Lockvogelzinssatz nach oben angepasst wird als auch die Tilgung nach Auslaufen der Interest-only-Periode einsetzt.<sup>586</sup> Weder dem Emissionsprospekt noch dem Kreditbericht der BayernLB ist zu entnehmen, bei welchen Teilen des Pools alle drei Negativmerkmale gleichzeitig auftreten.

Die uns vorgelegte Dokumentation einschließlich des Kreditberichts enthält keine Angaben, wie hoch die BayernLB im Falle von AA8 die Ausfallwahrscheinlichkeit und die Verlustschwere der im Pool enthaltenen nachrangigen Kredite sowie von Krediten mit mehreren negativen Kreditmerkmalen einschätzt. Insofern ist für uns keine eigene Einschätzung der BayernLB erkennbar, ob das Rating von AAA, das Ausfallsicherheit signalisieren soll, in Anbetracht eines Credit Enhancements von 5,2% für AA8 angemessen ist.

## **11. Rating**

### **a) Emissionsprospekte**

#### **aa) Subprime-Stichprobe**

In allen von uns gesichteten Emissionsprospekten der US RMBS Subprime werden für die von der BayernLB erworbenen Tranchen die Ratings von mindestens zwei der drei Ratingagenturen S&P, Moody's und Fitch angegeben. Bedingung für das Closing der Emission ist, dass die in den Prospekten angegebenen Ratings zu diesem Zeitpunkt auch tatsächlich vorliegen.

---

<sup>586</sup> Rein rechnerisch müssen zumindest 19% (48% hybrid – 29% nicht Interest-only) des Pools auf Kredite entfallen, die sowohl hybride Kredite als auch Interest-only-Kredite sind und insofern einer „doppelten“ Anpassung unterliegen könnten.

In sieben Fällen erfolgen auch Angaben zum Monitoring (Überwachung) der Ratings durch die jeweiligen Ratingagenturen. Bei diesen sieben Fällen wird in

- einem<sup>587</sup> Fall angegeben, dass die Ratingagenturen ein Monitoring vornehmen, solange die Tranchen noch ausstünden („remain outstanding“).
- drei<sup>588</sup> Fällen gesagt, dass der Depositor eine Überwachung der Ratings beantragt hätte, jedoch keine Garantie gegeben werden könne, dass eine Überwachung der Ratings durch die Agenturen erfolge.
- drei<sup>589</sup> Fällen betont, dass ein Monitoring seitens der Ratingagenturen erfolgt, solange der Issuer nicht ein Rating ohne eine Überwachung ausdrücklich verlangt. In allen fünf Fällen wird dabei in diesem Zusammenhang angegeben, dass der Depositor kein Rating ohne ein Monitoring und keine vom Standard abweichendes Monitoring verlangt habe.

#### **bb) Alt-A-Stichprobe**

In allen von uns gesichteten Emissionsprospekten der US RMBS Alt-A werden für die von der BayernLB erworbenen Tranchen die Ratings von mindestens zwei der drei Ratingagenturen S&P, Moody's und Fitch angegeben. Auch hier ist es Bedingung für die Emission, dass die in den Prospekten angegebenen Ratings zu diesem Zeitpunkt tatsächlich vorliegen.

Nur in neun der zwölf Fälle erfolgen darüber hinaus Angaben zum Monitoring (Überwachung) der Ratings durch die Ratingagenturen. Bei diesen neun Fällen wird in

- vier<sup>590</sup> Fällen angegeben, dass die Ratingagenturen ein Monitoring vornehmen, solange die Tranchen noch ausstehen („remain outstanding“) bzw. solange die Tranchen noch einen Restbetrag aufweisen. In zwei<sup>591</sup> dieser Fälle wird darauf hingewiesen, dass keine Verpflichtung der Ratingagenturen für ein Fortsetzen des Monitorings und für die Ermittlung eines Ratings für die Wertpapiere bestehe.
- fünf<sup>592</sup> Fällen wird ausgeführt, es erfolge ein Monitoring seitens der Ratingagenturen, solange der Issuer nicht ein Rating ohne eine Überwachung ausdrücklich verlangt, wo-

---

<sup>587</sup> SP9 (S-124)

<sup>588</sup> SP1 (S-128), SP3 (S-114f.), SP11 (S-125)

<sup>589</sup> SP4 (page 124), SP8 (S-139f.), SP10 (S-142)

<sup>590</sup> AA13 (S-121), AA3 (S-127f.), AA4 (S-129f.), AA10 (S-89)

<sup>591</sup> AA3 (S-127f.), AA10 (S-89)

<sup>592</sup> AA2 (S-140f.), AA5 (S-186f.), AA6 (S-182f.), AA8 (S-182f.), AA12 (S-215ff.)

bei aber der Depositor kein Rating ohne ein Monitoring und keine vom Standard abweichendes Monitoring verlangt habe.

### cc) Risikofaktoren

#### Begrenzte Aussagekraft der Ratings externer Ratingagenturen

In elf<sup>593</sup> Fällen der Subprime-Stichprobe und in zehn Fällen<sup>594</sup> der Alt-A-Stichprobe wird unter den Risikofaktoren auf die begrenzte Aussagekraft und vor falschen Interpretationen des Ratings gewarnt. Das Rating stelle keine Empfehlung für den Kauf, das Halten oder den Verkauf der Wertpapiere dar, da es sich nicht mit Marktpreisen und der Eignung für den einzelnen Investor befasse. Eine Herabstufung des Ratings werde wahrscheinlich den Marktwert und die Verkaufsfähigkeit der Tranchen negativ beeinflussen.

#### Datenbasis der Ratingagenturen möglicherweise kein guter Indikator für die zukünftige Entwicklung

Im Basisprospekt zu AA13 (S. 23) heißt es im Abschnitt Risikofaktoren: Im Bezug auf das Rating können wir nicht versichern, dass

- die historischen Daten, die Basis für die Ratinganalyse sind, die zukünftige Entwicklung zutreffend wiedergibt,
- die Daten, die aus einem großen Pool vergleichbarer Kredite abgeleitet wurden, die zukünftigen Zahlungsrückstände, Zwangsversteigerungen oder Verluste zutreffend vorhersagen,
- die Immobilienwerte seit Kreditvergabe gleichgeblieben sind oder gleichbleiben werden.

---

<sup>593</sup> SP1 (Basisprospekt S.10f.), SP2 (Basisprospekt S.8), SP3 (Basisprospekt S.10f.) SP4 (S-29), SP5 (Basisprospekt S.20), SP6 (Basisprospekt S.15f.), SP7 (page 172), SP8 (S-23), SP10 (S-22), SP11 (Basisprospekt S.10f.), SP12 (S-22).

<sup>594</sup> AA1 (Basisprospekt S. 8), AA2 (S-20), AA4 (S-20), AA5 (S-23), AA6 (Basisprospekt S. 7f.), AA7 (Basisprospekt S. 9), AA8 (S-22), AA10 (S-18 i.V.m. S.13 f), AA12 (Basisprospekt S. 7f.), AA13 (S-31 i.V.m. S-22)

## b) Analyse in den Kreditberichten der BayernLB

In allen Kreditberichten der BayernLB wird das externe Rating der erworbenen Tranchen von mindestens zwei Ratingagenturen angegeben. Zudem wird ein internes Rating angegeben, das von der BayernLB ermittelt wurde. Zur Ermittlung des internen Ratings hat die BayernLB erläutert, die internen Ratings der US RMBS-Papiere basierten grundsätzlich auf den externen Ratings. Das interne Rating könne aufgrund der Vorgaben der Solvabilitätsverordnung allenfalls schlechter als das externe Rating sein.<sup>595</sup> Nach den uns zur Verfügung gestellten Unterlagen wurden zur Ermittlung des internen Ratings der von uns gesichteten Stichproben einige wenige standardisierte Fragen beantwortet. Die Höhe des Credit Enhancement oder von spezifischen Poolmerkmalen wie dem LTV waren nicht Gegenstand dieser Fragen.<sup>596</sup>

Die folgenden beiden Tabellen geben an, welche externen und internen Ratings für die Tranchen unserer Subprime und Alt-A-Stichprobe in den Kreditberichten verzeichnet sind. Dabei entspricht laut „Ratingmappingtabelle“ der BayernLB z.B. ein internes Rating von 1 einem externen Rating von AAA (S&P) bei einer Einjahresausfallwahrscheinlichkeit von 0,01%, während ein internes Rating von 5 einem externen Rating von A bei einer Einjahresausfallwahrscheinlichkeit von 0,05% entspricht (S&P).<sup>597</sup>

Stichprobe	Externes Rating	Internes Rating
SP1	Aa2 (Moody's); AA (S&P); NR (Fitch)	5
SP2	Aa1 (Moody's); AA+ (S&P); NR (Fitch)	2
SP3	Aaa (Moody's); AAA (S&P); NR(Fitch)	3
SP4	Aa1 (Moody's); AA+ (S&P); NR (Fitch)	5
SP5	Aaa (Moody's); AAA (S&P); AAA (Fitch)	3
SP6	Aaa (Moody's); AAA (S&P); AAA(Fitch)	3
SP7	Aa1 (Moody's); AA+ (S&P); NR (Fitch)	4
SP8	Aaa (Moody's); AAA (S&P); NR (Fitch)	1
SP9	Aaa (Moody's); AAA (S&P); NR (Fitch)	1
SP10	Aaa (Moody's); AAA (S&P); NR (Fitch)	1
SP11	Aa2 (Moody's); AA (S&P); NR (Fitch)	5
SP12	Aaa (Moody's); AAA(S&P); NR (Fitch)	3

<sup>595</sup> Vgl. Antwort zu Frage 65 a) der Fragenliste US RMBS Juli 2010.

<sup>596</sup> Vgl. Antwort zu Frage 65 b) der Fragenliste US RMBS Juli 2010.

<sup>597</sup> Vgl. Tabelle Ratingmapping internal-external, im Datenraum abrufbar unter 5\_7c\_Soffin\_Grüner\_Datenraum\_09.05

Stichprobe	Externes Rating	Internes Rating
AA1	Aaa (Moody's); AAA (S&P); NR (Fitch)	3
AA2	Aaa (Moody's); AAA (S&P); NR (Fitch)	3
AA3	Aaa (Moody's); AAA (S&P); AAA (Fitch)	3
AA4	Aaa (Moody's); AAA (S&P); NR (Fitch)	1
AA5	Aaa (Moody's); AAA (S&P); NR (Fitch)	1
AA6	Aaa (Moody's); AAA (S&P); AAA (Fitch)	2
AA7	Aaa (Moody's); AAA (S&P)	1
AA8	Aaa (Moody's); AAA(S&P); NR (Fitch)	3
AA10	Aaa (Moody's); AAA (S&P); NR (Fitch)	3
AA11	Aaa (Moody's); AAA (S&P); NR (Fitch)	1
AA12	Aaa (Moody's); AAA (S&P); NR (Fitch)	1
AA13	Aaa (Moody's); AAA(S&P); NR (Fitch)	3

Hinweise auf die eingeschränkte Aussagekraft des externen Ratings im Emissionsprospekt werden in den entsprechenden Kreditberichten nicht erwähnt.

## 12. Weitere Risikofaktoren

### a) Emissionsprospekte

In den Emissionsprospekten unserer Stichproben sind über die bereits beschriebenen Risikofaktoren hinaus weitere aufgeführt, die nachfolgend ausgewählt dargestellt werden.

#### Aktuelle Entwicklung: Zunahme der Ausfälle und Zwangsversteigerungen

In neun<sup>598</sup> Fällen der Subprime-Stichprobe, erstmals in den Emissionen SP2, SP3 und SP4 mit dem Emissionsdatum 28.02.2007, wird unter aktuellen Entwicklungen („Recent Developments“) auf dem Markt für private Hypotheken darauf hingewiesen, dass es insbesondere im Subprime-Sektor in den letzten Monaten bei den RMBS-Krediten vermehrt zu Zahlungsverzögerungen und Verlusten gekommen ist und diese möglicherweise noch weiter zunehmen. In fünf Fällen<sup>599</sup> Fällen der Alt-A-Stichprobe erfolgt der gleiche Risikohinweis, erstmals in der

<sup>598</sup> SP2 (S-20f.), SP3 (S-26f.), SP4 (page 26), SP5 (S-16f.), SP6 (S-15f.) SP8 (S-29f.), SP9 (S-14), SP10 (S-28) SP12 (S-17f.) Die drei anderen Subprime Prospekte sind datiert auf: 26.01.2007 (SP7) und 08.02.2007 (SP1) und 28.12.2006 (SP11)

<sup>599</sup> AA5 (S-30), AA6 (S-32), AA7 (S-34), AA11 (S-26), AA12 (S-39)

Emission AA5 mit dem Emissionsdatum 29.03.2007, wobei in einem dieser Fälle<sup>600</sup> explizit auf den Anstieg der Zahlungsverzüge bei Transaktionen des Sponsors hingewiesen.

Die historische Wertentwicklung anderer Kreditportfolien hat nur begrenzte Aussagekraft für die Wertentwicklung des vorliegenden Kreditportfolios

In einem Fall<sup>601</sup> der Subprime-Stichprobe und in zwei Fällen<sup>602</sup> der Alt-A-Stichprobe wird auf die eingeschränkte Rückschlussmöglichkeit von historischen Daten zur Wertentwicklung („performance“) anderer Kreditportfolien hingewiesen. Dies könne u.a. auf andere Eigenschaften der Kreditportfolien oder auf eine abweichende Immobilienpreisentwicklung zurückzuführen sein. Wenn Investoren die Eigenschaften von Kreditportfolien vergleichen, sollten sie dabei u.a. folgendes beachten:

- Unterschiede bei den Kreditarten,
- Altersstruktur des Kreditpools,
- Unterschiede bei der Kreditqualität,
- Kreditvergabe durch unterschiedliche Originatoren,
- Unterschiede bei den Kreditvergabekriterien der Originatoren.

Speziell sollten Investoren berücksichtigen, dass, selbst wenn die Kreditportfolien vergleichbar seien, die Wertentwicklung von Hypothekenkrediten in Zeiten mit steigenden Immobilienpreisen von der Wertentwicklung vergleichbarer Hypothekenkredite in Zeiten mit stagnierenden bzw. rückläufigen Immobilienpreisen wesentlich abweichen kann.

Schwierigkeiten der Veräußerbarkeit des Zertifikates

In allen Fällen der Subprime-Stichprobe<sup>603</sup> und der Alt-A-Stichprobe<sup>604</sup> wird auf das Risiko fehlender bzw. nicht adäquater Veräußerbarkeit hingewiesen. Der Underwriter beabsichtige zwar einen Sekundärmarkt für die ABS-Papiere zu etablieren, er sei jedoch dazu nicht ver-

---

<sup>600</sup> AA7 (S-34)

<sup>601</sup> SP5 (S-23)

<sup>602</sup> AA6 (S-31), AA12 (S-39)

<sup>603</sup> SP1 (Basisprospekt S.11), SP2 (Basisprospekt S.5), SP3 (Basisprospekt S.11f.), SP4 (page 25), SP5 (S-30), SP6 (S-14), SP7 (page 19), SP8 (S-26), SP10 (S-24f.), SP11 (Basisprospekt S.11), SP12 (Basisprospekt S.1)

<sup>604</sup> AA1 (S-15), AA2 (S-12), AA3 (S-23), AA4 (S-20), AA5 (S-14), AA6 (S-28), AA7 (S.10), AA8 (S-12), AA10 (S-24 i.V.m. S.12), AA11 (S.4), AA12 (S-36), AA13 (S.16)

pflichtet. Der Sekundärmarkt von ABS-Papieren sei in der Vergangenheit illiquide gewesen was auch in der Zukunft wieder der Fall sein könne. Teilweise wird angegeben, dass der Underwriter nicht davon ausgeht, ein solcher würde nicht entstehen.<sup>605</sup> Ein illiquider Sekundärmarkt könne nachteilige Auswirkungen auf den Preis der Wertpapiere haben.

### Mortgage Insurance

In zwei<sup>606</sup> Fällen der US RMBS Subprime Stichprobe wird ausgeführt, eine Kreditversicherung („mortgage insurance“) schütze nicht vor Verlusten. Dies betreffe Kredite, die zum Zeitpunkt der Kreditvergabe einen "original LTV" größer als 80% und gleichzeitig eine "mortgage insurance" besitzen.<sup>607</sup> Für diese Kredite könne trotz Kreditversicherung in bestimmten Fällen keine Absicherung bestehen, so z.B. bei Vorliegen eines Betrugs ("fraud").

### **b) Kreditberichte**

In keiner der Stichproben, in denen in den Prospekten auf die aktuellen Entwicklungen am amerikanischen privaten Hypothekenmarkt hingewiesen wird, werden diese Hinweise in den Kreditberichten aufgegriffen. Lediglich im Kreditbericht zu SP10 wird gesagt, dass zurzeit eine Prognose über den Anstieg von Zahlungsverzügen nicht möglich sei, wobei nähere Erläuterungen fehlen.

### **13. Abweichungen zwischen Kreditbericht und Emissionsprospekt**

Die BayernLB hat uns erläutert, dass der Kreditprüfung immer die endgültige Version des Emissionsprospekts zugrunde gelegen hat.<sup>608</sup> Insofern müssten die Daten zu den Merkmalen des Forderungspools und der Tranchen in den Kreditberichten eigentlich mit den in den Emissionsprospekten angegebenen Daten übereinstimmen. Wir haben dennoch in erheblichem Umfang Abweichungen zwischen den in den Kreditberichten der BayernLB angegebenen Daten und den entsprechenden Emissionsprospekten festgestellt, die wir nachfolgend geson-

---

<sup>605</sup> „A secondary market for the securities is unlikely to develop.“ (siehe bspw. US RMBS Subprime Stichprobe Nr. 2, Basisprospekt S. 5).

<sup>606</sup> SP1 (S-18), SP11 (S-18f.).

<sup>607</sup> SP1: für die beiden Loan Groups 26% bzw. 32%; SP11: für die beiden Loan Groups 29% bzw. 44%.

<sup>608</sup> Vgl. Antwort auf Frage 13 b) unserer Fragenliste US RMBS Juli 2010.

dert für die untersuchten Subprime- und Alt-A-Papiere sowie gesondert nach Merkmalen des Forderungspools und Merkmalen der Tranchen der Verbriefung darstellen.

#### aa) Subprime-Stichprobe

#### Abweichungen bei Daten zu den Merkmalen des Forderungspools

Subprime-Stichprobe	Abweichungen	
	Kreditbericht der BayernLB	Emissionsprospekt
SP1	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Kreditpool Loan Group: US\$ 1.320,9 Mio.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Kreditpool Loan Group: US\$ 1.610,6 Mio.</li> </ul>
SP2	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Anteil Kalifornien: 18%</li> <li>• Durchschnittliches LTV: 84,9%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Anteil Kalifornien: 11,4%</li> <li>• Durchschnittliches LTV: 83,3%</li> </ul>
SP4	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Kreditpool Loan Group: US\$ 615,3 Mio.</li> <li>• Anteil Kalifornien: 38,2%</li> <li>• Anteil festverzinsliche Kredite: 13%</li> <li>• Anzahl Kredite: 2.646</li> <li>• Anteil „Full Doc“: 44,8%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Kreditpool Loan Group: US\$ 596,5 Mio.</li> <li>• Anteil Kalifornien: 36,2%</li> <li>• Anteil festverzinsliche Kredite: 22%</li> <li>• Anzahl Kredite: 2.581</li> <li>• Anteil „Full Doc“: 50,7%</li> </ul>
SP8	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Anteil festverzinsliche Kredite: 19%</li> <li>• Anzahl Kredite: 2.843</li> <li>• Kreditpool Loan Group: US\$ 670,1 Mio.</li> <li>• Kreditpool gesamt: US\$ 992,1 Mio.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Anteil festverzinsliche Kredite: 32,4%</li> <li>• Anzahl Kredite: 2.910</li> <li>• Kreditpool Loan Group: US\$ 699,5 Mio.</li> <li>• Kreditpool gesamt: US\$ 970,6 Mio.</li> </ul>
SP10	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Durchschnittliches Alter der Kredite: 5 Monate</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Durchschnittliches Alter der Kredite: 3 Monate<sup>609</sup></li> </ul>
SP11	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Durchschnittliches LTV: 84,5%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Durchschnittliches LTV: 80,7 %<sup>610</sup></li> </ul>
SP12	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Anzahl Kredite: 6.534</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Anzahl Kredite: 6.398</li> </ul>

<sup>609</sup> Average stated term to maturity – average remaining term to maturity

<sup>610</sup> Loan Group I: LTV 80,6%; Loan Group II: LTV 80,8%

## Abweichungen bei Daten zu den Merkmalen der Tranchen

Subprime-Stichprobe	Abweichungen	
	Kreditbericht der BayernLB	Emissionsprospekt
SP1	<ul style="list-style-type: none"> <li>• A-1: kein Betrag angegeben (not offered)</li> <li>• M-1: kein Betrag angegeben (not offered)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• A-1: US\$ 541 Mio. (offered)</li> <li>• M-1: US\$ 76 Mio.</li> </ul>
SP4	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <math>\sum</math>II-M2 bis II-M-10: US\$ 109,2 Mio.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <math>\sum</math>II-M2 bis II-M-10: US\$ 106,5 Mio.</li> </ul>
SP5	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <math>\sum</math> 2A1 und 1A: US\$ 646,1 Mio.</li> <li>• 2A2: US\$ 32,6 Mio.</li> <li>• 2A3: US\$ 130,6 Mio.</li> <li>• 2A4: US\$ 9,4 Mio.</li> <li>• <math>\sum</math> M1-M10: US\$ 220,0 Mio.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <math>\sum</math> 2A1 und 1A: US\$ 624,9 Mio.</li> <li>• 2A2: US\$ 30,5 Mio.</li> <li>• 2A3: US\$ 126,2 Mio.</li> <li>• 2A4: US\$ 8,3 Mio.</li> <li>• <math>\sum</math> M1-M10: US\$ 212,3 Mio.</li> </ul>
SP7	<ul style="list-style-type: none"> <li>• A-2B: US\$ 222,0 Mio.</li> <li>• A-2C: US\$ 40,5 Mio.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• A-2B: US\$ 215,3 Mio.</li> <li>• A-2C: US\$ 47,2 Mio.</li> </ul>
SP8	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 1A1: US\$ 242,0 Mio.</li> <li>• 1A2: US\$ 127,8 Mio.</li> <li>• 1A3: US\$ 63,9 Mio.</li> <li>• 1A4: US\$ 62,1 Mio.</li> <li>• 2A: US\$ 143,7 Mio.</li> <li>• 3A US\$ 94,6 Mio.</li> <li>• <math>\sum</math>M1-M9: US\$ 204,9 Mio.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 1A1: US\$ 254,7 Mio.</li> <li>• 1A2: US\$ 112,9 Mio.</li> <li>• 1A3: US\$ 69,7 Mio.</li> <li>• 1A4: US\$ 56,4 Mio.</li> <li>• 2A: US\$ 131,7 Mio.</li> <li>• 3A US\$ 90,3 Mio.</li> <li>• <math>\sum</math>M1-M9: US\$ 200,9 Mio.</li> </ul>
SP9	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <math>\sum</math> M: US\$ 158,9 Mio. <sup>611</sup></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <math>\sum</math> M: US\$ 122,5 Mio.</li> </ul>
SP12	<ul style="list-style-type: none"> <li>• A-1: US \$ 728,6 Mio.</li> <li>• A-2A: US \$ 476,9 Mio.</li> <li>• A-2C: US \$ 300,0 Mio.</li> <li>• A-2D: US \$ 133,6 Mio.</li> <li>• <math>\sum</math>M: US \$ 253,6 Mio.</li> <li>• <math>\sum</math>B: US \$ 60,3 Mio.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• A-1: US \$ 725,5 Mio.</li> <li>• A-2A: US \$ 477,3 Mio.</li> <li>• A-2C: US \$ 297, 0 Mio.</li> <li>• A-2D: US \$ 130,9 Mio.</li> <li>• <math>\sum</math>M: US \$ 259,2 Mio.</li> <li>• <math>\sum</math>B: US \$ 61,4 Mio.</li> </ul>

<sup>611</sup> Die BayernLB hat wohl die M-Tranchen mit den B-Tranchen zusammengefasst.

## bb) Alt-A-Stichprobe

### Abweichungen bei Daten zu den Merkmalen des Forderungspools

Alt-A-Stichprobe	Abweichungen	
	Kreditbericht der BayernLB	Emissionsprospekt
AA1	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Anteil „Full Doc“: 67%<sup>612</sup></li> <li>• Anteil festverzinsliche Kredite: 23%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Anteil „Full Doc“: 7,9%</li> <li>• Anteil festverzinsliche Kredite: 100%</li> </ul>
AA2	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Anteil festverzinsliche Kredite: 11%</li> <li>• Anteil ARM: 89%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Anteil festverzinsliche Kredite: 18,9%</li> <li>• Anteil ARM: 81,1%</li> </ul>
AA3	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Durchschnittliches LTV: 76%</li> <li>• Anteil Kalifornien: 45%</li> <li>• Durchschnittlicher FICO: 713</li> <li>• Anteil Investment/2<sup>nd</sup> home: 27%</li> <li>• Anteil „Interest only“-Kredite: 50%</li> <li>• Anzahl Kredite: „N.A.“</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Durchschnittliches LTV 74,5%</li> <li>• Anteil Kalifornien: 18,5%</li> <li>• Credit Score: 710</li> <li>• Anteil Investment/2<sup>nd</sup> home: 19,5%</li> <li>• Anteil „Interest only“-Kredite 43,1%</li> <li>• Anzahl Kredite: 3.026</li> </ul>
AA4	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Anteil Investment/2<sup>nd</sup> home: 6,8%<sup>613</sup></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Anteil Investment/2<sup>nd</sup> home: 26,2%</li> </ul>
AA5	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Anteil Investment/2<sup>nd</sup> home: 6,0%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Anteil Investment/2<sup>nd</sup> home: 20,9%</li> </ul>
AA6	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Kreditpool Loan Group: US\$ 261,1 Mio.</li> <li>• Anzahl Kredite: 1.014</li> <li>• Anteil New York: 6%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Kreditpool Loan Group: US\$ 271,5 Mio.</li> <li>• Anzahl Kredite: 1.070</li> <li>• Anteil New York: 8%</li> </ul>
AA7	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Anteil Investment/2<sup>nd</sup> home: 13,0%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Anteil Investment/2<sup>nd</sup> home: 14,0%</li> </ul>
AA8	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Second lien: 0%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Second lien: 3,0%</li> </ul>
AA10	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Anteil „Interest only“-Kredite (1st 5-yr): 50,5%<sup>614</sup></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Anteil „Interest only“-Kredite (für 5 Jahre): 11,7%<sup>615</sup></li> </ul>
AA12	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Kreditpool Loan Group: US\$ 1.520 Mio.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Kreditpool Loan Group: US\$ 1.558 Mio.</li> </ul>
AA13	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Anteil „Cash-out refinance“-Kredite: 19,8%</li> <li>• Anteil festverzinsliche Kredite: 8,8%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Anteil „Cash-out refinance“-Kredite: 28,7%</li> <li>• Anteil festverzinsliche Kredite: 0%</li> </ul>

<sup>612</sup> Beim Anteil „Full Doc“ zählt die BayernLB offenbar den Anteil „Reduced Doc“ zum Anteil „Full Doc“ dazu (Anteil „Reduced“ 58,95% + 7,85% = 66,8%) (page 144)

<sup>613</sup> Im Kreditbericht ist wohl nur der second home Anteil berücksichtigt. Der Pool enthält jedoch einen non-owner occupied Anteil von .19,4%, der unberücksichtigt bleibt.

<sup>614</sup> Im Abschnitt „Schwächen“ wird ein „Interest only“-Anteil von nahe 90% angegeben.

<sup>615</sup> AA10 (S-25)

## Abweichungen bei Daten zu den Merkmalen der Tranchen

Alt-A-Stichprobe	Abweichungen	
	Kreditbericht der BayernLB	Emissionsprospekt
AA1	• Verzinsung BLB-Tranche: S + 182	• Verzinsung BLB-Tranche: fix 600
AA3	• Verzinsung BLB-Tranche: 145bp	• Verzinsung BLB-Tranche: 625bp
AA13	• A-1: US\$ 1.031,2 Mio. • A-2: US\$ 114,6 Mio. • $\Sigma$ M: US\$ 71,8 Mio.	• A-1: US\$ 1.017,0 Mio. • A-2: US\$ 113,0 Mio. • $\Sigma$ M: US\$ 70,8 Mio.

### 14. Verstöße gegen die Ankaufsrichtlinien der BayernLB

Aus den folgenden Tabellen ergeben sich Verletzungen der Ankaufsrichtlinien der BayernLB bei Zugrundelegung der jeweiligen Prospektangaben, wobei die Ankaufsrichtlinien die Verletzung von einem weichen Kriterium zulassen.

#### aa) Subprime-Stichprobe

Stichprobe	Verletzung eines weichen Kriteriums (lt. Prospekt)	Verletzung eines harten Kriteriums (lt. Prospekt)	Kriterienverletzung im Kreditbericht genannt
SP2 (AA+)	LTV 83,3%	-	Ja
SP4 (AA+)	-	Investitionsvolumen US\$ 33,7 Mio.	Ja
SP7* (AA+)	-	-	Investition lt. Kreditbericht US\$ 35 Mio. Damit wäre das maximale Investitionsvolumen überschritten. Jedoch beträgt das Investitionsvolumen lt. Datenbank und „Trade Ticket“ lediglich US\$ 14,2 Mio., also keine Verletzung eines Kriteriums.
SP8 (AAA)	Anteil Kalifornien 41,3% Anteil Second Lien 5,3%	-	Ja, jedoch nur Anteil Kalifornien
SP10 (AAA)	WAL 7,5 Jahre	-	Ja

Die Tabelle zeigt, dass es in zwei Fällen (SP2 und SP10) zu einer Verletzung eines weichen Kriteriums kam, was in beiden Fällen erkannt wurde. Im Fall SP8 wurden aber zwei weiche Kriterien verletzt, wobei in der Kreditprüfung nur die Verletzung eines Kriteriums erkannt wurde. Der Ankauf wurde vom Risk Office genehmigt.

Im Fall SP7 wurde im Kreditbericht die Verletzung eines weichen Kriteriums als verletzt bezeichnet, was aber der uns vorliegenden Daten nicht nachvollziehbar ist.

Im Fall SP4 wurde ein hartes Kriterium verletzt, so dass dieser Erwerb gegen die Ankaufsrichtlinien der BayernLB verstößt. Der Verstoß gegen das harte Kriterium wurde im Kreditbericht benannt, der Erwerb wurde genehmigt.

**bb) Alt-A-Stichprobe**

Stichprobe	Verletzung eines weichen Kriteriums (lt. Prospekt)	Verletzung eines harten Kriteriums (lt. Prospekt)	Kriterienverletzung im Kreditbericht genannt
AA1	Anteil Kalifornien 50,9%	-	Ja
AA2	-	Master-Servicer Rating nicht angegeben	Nein
AA3	-	-	Invest/2 <sup>nd</sup> home, obwohl lt. Prospekt keine Verletzung
AA4	Invest/2 <sup>nd</sup> home 26,2%	-	Nein
AA5	Anteil Kalifornien 56,8%	Master-Servicer Rating nicht angegeben	Beide, wobei das fehlende Master-Servicer Rating als Bruch eines weichen Kriteriums angesehen wird.
AA8	WAL 6,4 Jahre	-	Ja
AA10	Invest/2 <sup>nd</sup> home 25,9%	-	Ja

Die Tabelle zeigt, dass es in fünf Fällen<sup>616</sup> zu einer Verletzung eines weichen Kriteriums kam, was in vier Fällen erkannt und in einem Fall (AA4) nicht erkannt wurde.

Im Fall AA3 wurde im Kreditbericht die Verletzung eines weichen Kriteriums aufgezeigt, was aus dem Prospekt nicht zu erkennen ist.

In zwei Fällen (AA2 und AA5) wurde ein hartes Kriterium verletzt, weshalb diese beiden Erwerbe gegen die Ankaufsrichtlinien der BayernLB verstoßen. Bei AA2 wurde dies vom Risk Office nicht im Kreditbericht aufgegriffen. Bei AA5 wurde das Kriterium fälschlicherweise als weiches Kriterium behandelt. Da aber bei AA5 noch ein weiteres weiches Kriterium verletzt ist, läge auch insoweit ein Verstoß gegen die Ankaufsrichtlinien vor. Der Ankauf von AA2 und von AA5 verstößt jeweils gegen ein hartes Ankaufskriterium. Im Kreditbericht zu AA5 wird als kompensierender Faktor angegeben, dass der Subservicer [C] ein überdurchschnittliches Servicer-Rating hat.<sup>617</sup> Beide Erwerbe wurden vom Risk Office genehmigt.

<sup>616</sup> AA1, AA4, AA5, AA8, AA10

<sup>617</sup> Lt. Emissionsprospekt (AA5, S-4) ist [C] der Subservicer von im Wesentlichen allen Krediten des für die BayernLB relevanten Forderungspools.

## **XI. CDO of ABS**

Die BayernLB hat im Zeitraum Ende 2004 bis Juni 2007 über ihre Niederlassung New York (ASP New York) Anleihen aus sechs verschiedenen US CDO of ABS-Emissionen (nachfolgend „CDO of ABS“ genannt) mit einem Nominalwert von insgesamt rd. USD 483 Mio. erworben. Diese verfügten bei Erwerb sämtlich über ein AAA-Rating. In Bezug auf diese CDO of ABS-Anleihen hat die BayernLB zum 31.12.2009 erhebliche Abschreibungen vorgenommen bzw. Verluste erlitten. Die Abschreibungen belaufen sich per 31.12.2009 auf EUR 183,2 Mio., die bislang realisierten Verluste per 31.12.2009 auf 39 Mio. EUR. Die aus den sechs US CDO of ABS-Emissionen von der BayernLB erworbenen Wertpapiere werden nachfolgend als „Stichprobe CDO of ABS“ bezeichnet.

### **1. Grundlagen, Chancen und Risiken**

#### **a) Grundlagen**

CDO of ABS sind eine Variante der „Collateralized Debt Obligations“, kurz “CDO” genannt. Sie sind mehrfach verbrieft strukturierte Finanzprodukte. CDO of ABS liegen - im Unterschied zu RMBS - nicht Pools aus Hypothekenkrediten zu Grunde, sondern sie werden im Rahmen einer zweiten „Verbriefungsrunde“ (Verbriefung der Verbriefung) mit heterogenen Pools aus anderen strukturierten Anleihen besichert.<sup>1</sup> Man bezeichnet sie daher auch als zweifach oder mehrfach strukturierte Produkte bzw. als “Two-Layer-Verbriefungen”.<sup>2</sup>

Technisch wird zur „Herstellung“ eines CDO of ABS eine neue Zweckgesellschaft (Emissionsgesellschaft, „Issuer“) gegründet. Diese erwirbt dann ein Portfolio von Anleihen aus verschiedenen ABS-Emissionen. Den Kauf dieser Finanztitel finanziert die (neue) Zweckgesellschaft, indem sie eigene Anleihen (CDO of ABS-Anleihen) am Kapitalmarkt platziert. Eine in der Praxis der Jahre 2006 und 2007 häufig vorkommende Spielart waren CDO of Mezzanine

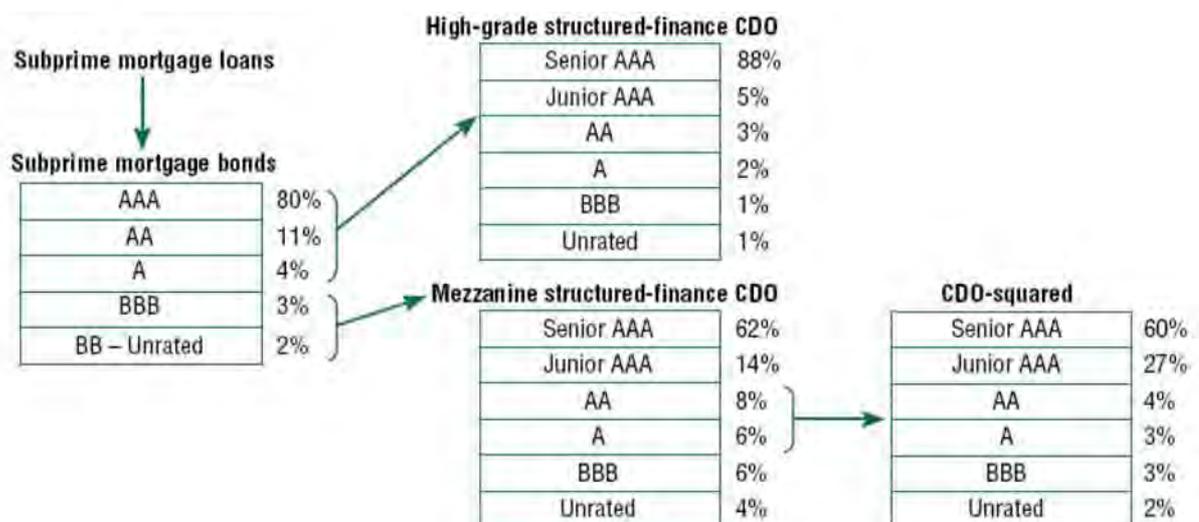
---

<sup>1</sup> Vgl. IMF, 2008, S. 59.

<sup>2</sup> Vgl. *Hamerle/Plank*, ABS-CDOs mit Subprime Exposure: “Hochgiftig trotz AAA-Rating”, *Risk Manager* 25/26 2008, 1; BIS: Credit Risk transfer, 2008, S. 4.

ABS mit US RMBS Subprime-Exposure. Deren Portfolios setzten sich zu einem erheblichen Teil aus mezzaninen RMBS-Tranchen zusammen, denen wiederum Subprime-Kredite (d.h. Kredite bonitätsschwacher Schuldner)<sup>3</sup> zugrunde lagen.

CDO of ABS-Anleihen können selbst wieder Gegenstand einer (neuerlichen) Verbriefung sein, indem sie von einer weiteren Zweckgesellschaft angekauft werden, die ihrerseits eigene CDO of ABS-Anleihen am Kapitalmarkt emittiert. Die letztgenannten Anleihen werden als „CDO squared“ oder „CDO<sup>2</sup>“ bezeichnet und können wiederum weiterverbrieft werden. Verbriefungen der dritten Potenz werden „CDO cubed“ oder „CDO<sup>3</sup>“ genannt<sup>4</sup>. Eine Übersicht über die „Verbriefungskette“ bei CDO of ABS - die sich beliebig fortsetzen lässt - gibt die folgende Darstellung:



Grafik: IMF, 2008, S. 60

Die Abbildung zeigt einen beispielhaften Aufbau einer „double-layer“ Verbriefung.

<sup>3</sup> Zur Definition Subprime vgl. oben Abschnitt V.

<sup>4</sup> Vgl. BayernLB: Handbuch ABS, S. 36.

Die Grafik verdeutlicht auch eine weitere Eigenheit von CDO of ABS, nämlich die Ratingverbesserung auf der nächsten Verbriefungsstufe. Bei entsprechender Strukturierung können CDO of ABS-Anleihen von den Ratingagenturen höchste Bonitätsnoten („AAA“) verliehen bekommen, obwohl ihnen (jedenfalls bei CDO of Mezzanine ABS<sup>5</sup>) Anleihen niedriger Bonität (BBB und schlechter) zugrunde liegen. Hintergrund dieser „Bonitätssteigerung“ ist die neuerliche Tranchierung, die damit verbundene modellierte Risikoallokation und die Schaffung eines zusätzlichen Verlustpuffers („Credit Enhancement“) in Form der Equity-Tranche. Diese Strukturen waren für die Ratingagenturen ausschlaggebend und führten zu hohen Ratings der CDO of ABS-Anleihen trotz niedriger Bonität im Underlying.<sup>6</sup>

Je nach Art des Risikotransfers („True Sale“ oder „synthetisch“) wird zwischen sog. „Cash-CDOs“ und „synthetischen CDOs“ unterschieden. Bei den synthetischen CDOs besteht - anders als bei True Sale-Verbriefungen - der zugrunde liegende Pool nicht aus Wertpapieren, sondern aus Kreditderivaten, deren Wertentwicklung sich an Referenzaktiva (z.B. bestimmten Wertpapieren) orientiert. Die Zahlungsströme aus diesen Kreditderivaten können aber - in Abhängigkeit von der jeweils zugrundeliegenden Vereinbarung - von denjenigen der Referenzaktiva abweichen.

Des Weiteren lassen sich CDO-Verbriefungen in statische und dynamische Strukturen unterteilen.<sup>7</sup> Bei einer statischen Struktur verändert sich das zugrunde liegende Portfolio bis zur Endfälligkeit der Transaktion nicht. Die Vermögenswerte im Portfolio werden nicht aktiv ausgetauscht. Bei dynamischen Strukturen existiert dagegen ein Portfolio-Vermögensverwalter (sog. „Collateral Manager“), der - jedenfalls in einem gewissen Umfang - auf die Zusammensetzung und Entwicklung des Portfolios einwirken kann.<sup>8</sup> Kapitalrückflüsse werden bei dynamischen Strukturen über eine bestimmte Zeitspanne (sog. „Reinvestment Period“) nicht an die Investoren weitergeleitet, sondern vom Collateral Manager in neue Vermögensgegenstände investiert.

---

<sup>5</sup> In der Grafik als „Mezzanine structured-finance CDO“ bezeichnet.

<sup>6</sup> Vgl. zur Vorgehensweise der Ratingagenturen näher oben Abschnitt III. 9.

<sup>7</sup> Vgl. BayernLB: Handbuch ABS, S. 36.

<sup>8</sup> Vgl. BayernLB: Handbuch ABS, S. 36.

## b) Chancen von CDO of ABS

CDO of ABS bieten Investoren als „maßgeschneiderte“ Finanzprodukte ein individuelles Chancen-/Risiko-Profil, wobei freilich volle Transparenz und Kenntnis beider Parameter notwendig ist. Ohne Kenntnis der Risiken können die Chancen naturgemäß nicht zuverlässig bewertet werden. Die BayernLB hat der Investition in CDO folgende Chancen beigemessen:<sup>9</sup>

### „Chancen des CDO-Geschäfts der BayernLB

1. Angesichts der derzeit geringen „Spreads“ sind CDOs eines der wenigen Investmentvehikel, die nach wie vor attraktive Erträge für hoch geratete Assets bieten.
2. [...] Außerdem können wir vom Know-how und der Infrastruktur der Manager profitieren.
3. CDOs bieten zusätzlichen „Spread“ und Sicherheit durch bestimmte Strukturelemente.
4. CDOs sind die am schnellsten wachsende Assetklasse. Die BayernLB muss sich in diesem Markt engagieren, um wettbewerbsfähig zu bleiben.
5. Das Chancen-/Risiko-Profil kann auf die Bedürfnisse der BayernLB zugeschnitten werden.“

## c) Risiken von CDO of ABS

Mehrfachverbriefungen (CDO of ABS/CDO<sup>2</sup>/CDO<sup>3</sup>) vermitteln über das bereits genannte Verbriefungsrisiko hinaus folgende spezifische Risiken:

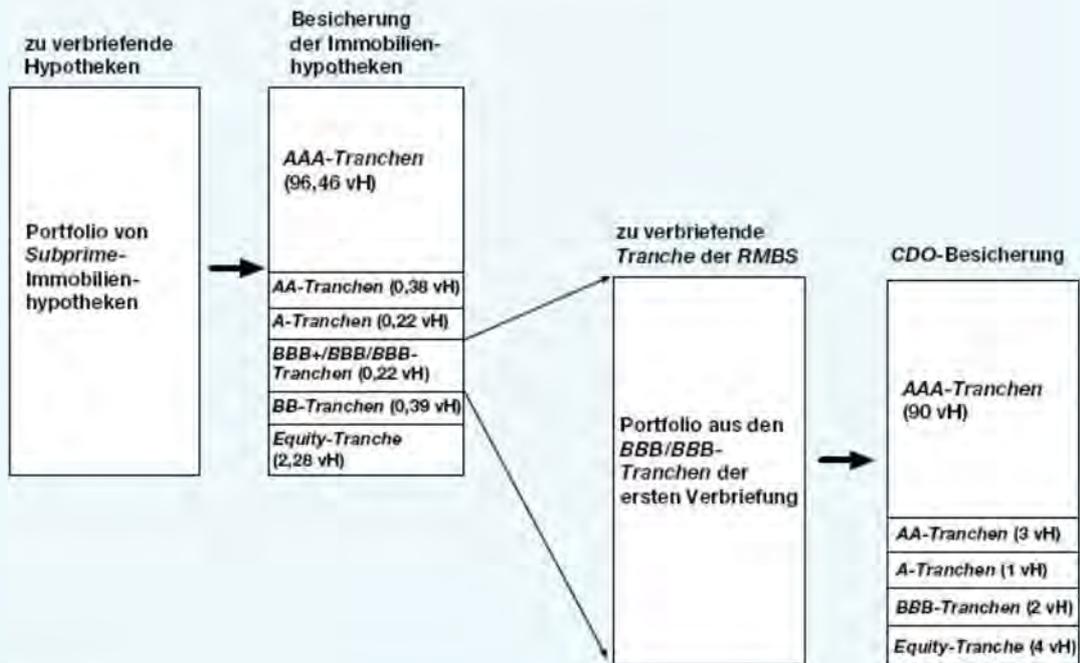
- Sie reduzieren auf jeder Verbriefungsstufe die Transparenz von Chancen und Risiken.
- Der Hebeleffekt der Tranchierung erhöht sich bei Mehrfachverbriefungen auf jeder Verbriefungsstufe. Steigt das Ausfallrisiko im Underlying, kann sich das Ausfallrisiko der Mehrfachverbriefung überproportional erhöhen<sup>10</sup>, wie das nachfolgende Beispiel zeigt:

---

<sup>9</sup> Vgl. hierzu Product Paper - CDO der BayernLB, in Auszügen und aus dem Englischen übersetzt beigelegt als Anlage 2.

<sup>10</sup> *Bartmann/Buhl/Hertel*, Ursachen und Auswirkungen der Subprime-Krise, Informatik Spektrum 2009, 127, 135 f..

### Prinzip der Tranchierung



© Sachverständigenrat

Quelle: Sachverständigenrat, 2007/2008, Tz. 157 f.

Schon eine leichte Erhöhung des Ausfallrisikos der zugrundeliegenden Kredite kann in diesem Beispielsfall dazu führen, dass die BBB-Tranche im ersten Pool nicht mehr bedient wird. In der Folge kommt es im zweiten Pool zu einem deutlich höheren Verlust auch bei den AAA-Tranchen, weil diesen wiederum überwiegend BBB-Tranchen zugrunde liegen.<sup>11</sup>

- Das Ausfallrisiko eines CDO of ABS hängt auch von der konkreten Verlustverteilung im Underlying ab. Ausfälle „einfacher“ Verbriefungen (z.B. RMBS) werden regelmäßig „nur“ durch die Höhe der Ausfälle im unterliegenden Forderungsportfolio beeinflusst.

<sup>11</sup> Sachverständigenrat, 2007/2008, Tz. 158.

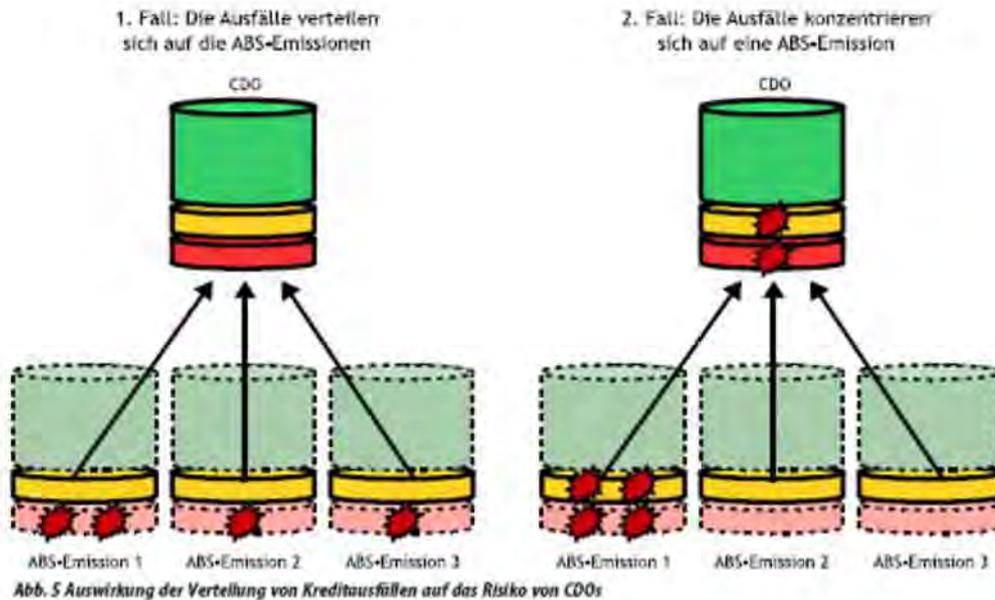
Bei Mehrfachverbriefungen können Ausfallrisiken ungleich stärker kumulieren.<sup>12</sup> Je gleichmäßiger sich Ausfälle auf der untersten Verbriefungsstufe (Hypothekendarlehen) verteilen, desto mehr RMBS-Emissionen partizipieren an diesen Ausfällen und desto mehr Ausfälle können durch die nachrangigen Tranchen dieser RMBS kompensiert werden. Konzentrieren sich die Ausfälle jedoch nur auf bestimmte Arten von RMBS (z.B. bestimmte Jahrgänge, bestimmte Regionen), und investiert der CDO of ABS verstärkt in eben diese Anleihen, können sich deren (kumulierte) Ausfälle auch auf höher-rangige Tranchen des CDO of ABS auswirken. Bei mehrfach tranchierten Finanzprodukten besteht daher ein nichtlinearer Zusammenhang zwischen dem Ausfallrisiko des unterliegenden Forderungsportfolios und dem Ausfallrisiko der emittierten Wertpapiere<sup>13</sup>. Das zeigt das nachfolgende Beispiel:<sup>14</sup>

---

<sup>12</sup> *Bartmann/Buhl/Hertel*, Ursachen und Auswirkungen der Subprime-Krise, Informatik Spektrum 2009, 127, 135 f..

<sup>13</sup> *Bartmann/Buhl/Hertel*, Ursachen und Auswirkungen der Subprime-Krise, Informatik Spektrum 2009, 127, 135 mit weiteren Nachweisen.

<sup>14</sup> *Bartmann/Buhl/Hertel*, Ursachen und Auswirkungen der Subprime-Krise, Informatik Spektrum 2009, 127, 135 f.: „Es wird eine CDO-Emission angenommen, die aus einer Equity-, einer Mezzanine- und einer Senior-Tranche besteht. Dieser CDO-Emission unterliegen drei Mezzanine-Tranchen aus drei verschiedenen ABS-Emissionen. Weiterhin wird angenommen, dass die Equity- und Mezzanine-Tranchen aller drei ABS-Emissionen jeweils den Ausfall von zwei unterliegenden Kreditforderungen kompensieren können. Der Ausfall einer weiteren Kreditforderung greift somit auf die nächste Tranche über. Die Equity- und Mezzanine-Tranche der CDO-Emission können jeweils den Ausfall einer der letztendlich unterliegenden Kreditforderung kompensieren. Verteilen sich nun die Ausfälle von vier Kreditforderungen, die in der nachfolgenden Abbildung durch rote Sterne dargestellt sind, gleichmäßig auf die drei ABS-Emissionen, so kompensieren die drei ABS-Equity-Tranchen die Ausfälle vollständig. Folglich partizipieren die Mezzanine-Tranchen der ABS und damit auch die gesamte CDO-Emission nicht an den Kreditausfällen. Betreffen die Ausfälle der vier Kreditforderungen jedoch nur eine der drei ABS-Emissionen, fallen sowohl die Equity- als auch die Mezzanine-Tranche der betroffenen ABS-Emission sowie folglich auch die der CDO-Emission vollständig aus.“



- Des Weiteren ist der Korrelationseffekt bei den Mehrfachverbriefungen besonders stark ausgeprägt. Geringe Fehleinschätzungen können hier zu dramatischen Konsequenzen - auch und gerade für die höherrangigen Tranchen<sup>15</sup> - führen<sup>16</sup>. Mit zunehmender Korrelation erhöht sich bei gleichbleibendem Erwartungswert die Dichte an den Rändern der Verlustverteilung.<sup>17</sup> Je höher die Korrelation der zugrundeliegenden Kredite, desto größer ist die Wahrscheinlichkeit, dass entweder alle oder gar keine Kredite ausfallen. Bei entsprechender Korrelation bieten also auch vorrangige („AAA“-geratete) Tranchen keinen Schutz vor Totalausfällen. CDO of ABS, die korreliert in (insbesondere mezzanine) Tranchen von US RMBS Subprime bzw. US RMBS non-prime investieren, erzeugen somit ein „Alles oder Nichts“-Risikoprofil.<sup>18</sup>

<sup>15</sup> Die Deutsche Bundesbank führt hierzu im Finanzstabilitätsbericht, S. 22 aus: „Im Fall von strukturierten Produkten, deren zugrunde liegender Forderungspool sich aus anderen strukturierten Instrumenten zusammensetzt (z. B. CDOs auf Grundlage von Tranchen hypotheckenbesicherter Anleihen) können sich Verluste schnell addieren und auch höherrangige Tranchen beeinträchtigen, vor allem wenn die tatsächlichen Ausfallkorrelationen höher als erwartet sind.“

<sup>16</sup> Fender/Tarashev/Zhu, in: BIS Quarterly Review – March 2008, 87 ff., 93; Bartmann/Buhl/Hertel, Ursachen und Auswirkungen der Subprime-Krise, Informatik Spektrum 2009, 127, 136 f..

<sup>17</sup> Vgl. Hamerle/Plank, ABS-CDOs mit Subprime Exposure, Risk-Manager 25/26 2008, 1, 9; Fender/Tarashev/Zhu, in: BIS Quarterly Review – March 2008, 87 ff., 93; Bartmann/Buhl/Hertel, Ursachen und Auswirkungen der Subprime-Krise, Informatik Spektrum 2009, 127, 136 f..

<sup>18</sup> Hamerle/Plank, ABS-CDOs mit Subprime Exposure, Risk-Manager 25/26 2008, 1, 9 führen hierzu aus: „Im Zusammenhang mit der US-Hypothekenkrise bedeutet dies folgendes: Solange sich die Häuserpreise in den

- Bei den dynamischen Mehrfachverbriefungen kommt hinzu, dass der Collateral Manager die Möglichkeit hat, aktiv auf die Zusammensetzung des Portfolios einzuwirken. Damit hat er die Möglichkeit, das Chancen-/Risiko-Profil der Transaktion ohne Zustimmung des Investors zu verändern. Insbesondere kann er - in den Grenzen der Portfoliovorgaben - risikoarme, niedrigverzinsliche Investitionen durch riskantere, höherverzinsliche Anleihen ersetzen. In diesem Zusammenhang kann es vor dem Hintergrund der Kompensation des Collateral Managers zu einem Interessenkonflikt bei den anstehenden Investitionsentscheidungen kommen. Dies gilt namentlich dann, wenn der Collateral Manager, dessen Mitarbeiter oder ein mit ihm verbundenes Unternehmen an der sog. „Equity Tranche“ beteiligt sind, die sich im Wesentlichen aus dem laufenden Zinsüberschuss („Excess Spread“) amortisiert.<sup>19</sup> In diesem Fall kann eine Investition in risikoreichere Anleihen die Amortisation der Equity Tranche beschleunigen, ohne dass dies aber den übrigen Investoren (deren Verzinsung definitiv ist) zugute kommt.
- Die vorgenannten Risiken verstärken durch ihr komplexes Zusammenwirken auch das Risiko einer Fehleinschätzung der Bonität von CDO of ABS-Anleihen durch die Ratingagenturen. Dies gilt insbesondere deshalb, weil bei den Ratingagenturen bis zum Eintritt der Krise Erfahrungswerte über die Folgenwirkungen systematischer Risikofaktoren fehlten.<sup>20</sup>

---

*USA nach oben entwickelten und die Kreditvergabe-Standards ausreichend hoch waren, traten bei diesen Produkten praktisch keine oder nur äußerst geringe Schäden auf. Seit dem Platzen der Blase auf dem US-Immobilienmarkt werden bei den Subprime Hypotheken jedoch deutlich erhöhte Ausfallraten festgestellt. Aufgrund der extrem hohen Korrelation der RMBS in den Collateral Pools muss mit einer entsprechend großen Zahl von „Hitting“-Ereignissen gerechnet werden, so dass sich die Risikoeinschätzung insbesondere für Mezzanine ABS-CDOs seit Beginn der Krise drastisch verschlechtert hat. Der erhöhten Sensitivität von Kreditverbriefungen (hier: der RMBS Mezzanine Tranchen des Collateral Pools der 2. Verbriefungsstufe) bezüglich systematischer Risiken (Häuserpreise, Hypothekenzinssätze etc.) und der damit verbundenen erhöhten Stress-Sensitivität wurde vor Ausbruch der Krise nicht ausreichend Beachtung geschenkt. Wie sich herausstellte, war dies ein Versäumnis mit fatalen Folgen.“*

<sup>19</sup> Dazu näher oben Abschnitt III. 5. c)

<sup>20</sup> Bartmann/Buhl/Hertel, Ursachen und Auswirkungen der Subprime-Krise, Informatik Spektrum 2009, 127, 137.

## **2. Erfahrungen, Maßnahmen und Vorgaben des Vorstands zu CDO of ABS**

### **a) Erfahrungen der BayernLB mit CDO of ABS**

#### **aa) Dokumentierte Erfahrungen des Gesamtvorstands**

##### *(1) Umbrella-Linien vor 2005*

Die BayernLB hatte bereits in der Vergangenheit in CDO investiert. Diese CDO waren Verbriefungen hochverzinslicher Unternehmensanleihen („*High Yield Bonds*“, sog. „Collateralized Bond Obligations“ - CBO) oder Unternehmenskredite (sog. „Collateralized Loan Obligations“ - CLO), hingegen keine CDO, denen RMBS zugrunde lagen (CDO of ABS).

Grundlage für die CDO-Erwerbe vor 2005 waren insgesamt drei Kreditrahmenbeschlüsse, sog. „Umbrella-Linien“. Mit Vorstandsbeschluss vom 18.12.1998 wurde ein Ankaufslimit über USD 300 Mio. festgelegt<sup>21</sup>, das mit Beschluss vom 16.08.1999 auf USD 600 Mio. erhöht wurde.<sup>22</sup> Mit Vorstandsbeschluss vom 16.01.2001 - der die Begriffe CBO und CLO unter dem Oberbegriff „CDO“ zusammenfasst - wurde dieses Limit bis zum 01.11.2002 verlängert. Letztmalig im September 1999 wurde unter den genannten Umbrella-Linien eine CDO-Anleihe von der Bank erworben.<sup>23</sup>

Die vorgenannten Umbrella-Linien bzw. deren Anlagen („Evaluation Sheets“) enthalten Ausführungen zur Funktionsweise von CDO. Insbesondere wird beschrieben, wie es möglich ist, ein Portfolio von Vermögensgegenständen niedriger Bonität in eine Investment-Grade-Anleihe zu verwandeln. Hierbei wird insbesondere auf das „Credit Enhancement“ eines CDO und dessen Beitrag zur Verlustpufferung eingegangen. In diesem Zusammenhang fällt auf, dass

---

<sup>21</sup> Vgl. Umbrella-Linie vom 18.12.1998, VS-Beschluss Nr. 467, dort S. 1.

<sup>22</sup> Vgl. Umbrella-Linie vom 16.08.1999, VS-Beschluss Nr. 1414, dort S. 1.

<sup>23</sup> Vgl. Anlage 1 a), Umbrella-Linie vom 01.02.2005, VS-Beschluss Nr. 10134.

- sämtliche Anlagen („Evaluation Sheets“) der genannten Umbrella-Lines davon ausgehen, dass Zinsüberschüsse („Excess Spread“) zur Erhöhung des „Credit Enhancements“ verwendet werden und somit eine zusätzliche Sicherheit für die Investoren bieten,<sup>24</sup>
- die Anlagen zu den Umbrella-Beschlüssen vom 18.12.1998 und 16.08.1999 davon ausgehen, dass die Ansprüche der Inhaber der vorrangigen Tranchen voll befriedigt sein müssen, bevor Inhaber nachrangiger Tranchen überhaupt Zahlungen erhalten („*The Notes in which BLB invests receive preferential treatment in order of payment and will be repaid in full before any of the junior classes receive any paydown*“),<sup>25</sup>
- erstmalig in der Anlage zum Beschluss vom 16.01.2001 erwähnt wird, dass Zins und Tilgung (auch) an nachrangige Tranchen so lange gezahlt wird, bis die „*Collateral Coverage and Quality Tests*“ gebrochen sind.<sup>26</sup> Dabei handelt es sich um bestimmte Kennzahlen, die einen Liquiditätsabfluss an nachrangige Tranchen verhindern sollen, wenn und solange die Qualität des Portfolios gemindert ist.
- in der Anlage zum Beschluss vom 16.01.2001 erstmalig erwähnt wird, dass nunmehr alle Formen von Vermögensgegenständen - auch ABS und MBS - in CDOs strukturiert werden.<sup>27</sup>

Nicht dokumentiert ist hingegen, dass der Vorstand angesichts dieser Änderungen eine spezifische Analyse des Risikopotentials von CDO, insbesondere die Durchführung eines Neuproduktprozesses, in Auftrag gegeben oder angeregt hat.<sup>28</sup> Ein Neuproduktprozess ist bankaufsichtsrechtlich vorgeschrieben<sup>29</sup> vor Aufnahme von Investitionen in neue Produkte oder auf

<sup>24</sup> Vgl. Umbrella-Linie vom 18.12.1998, VS-Beschluss Nr. 467; Umbrella-Linie vom 16.08.1999, VS-Beschluss Nr. 1414 sowie Umbrella-Linie vom 16.01.2001, VS-Beschluss Nr. 690, dort jeweils S. 3 der Anlage „Evaluation Sheet“.

<sup>25</sup> Vgl. Umbrella-Linie vom 18.12.1998, VS-Beschluss Nr. 467 sowie Umbrella-Linie vom 16.08.1999, VS-Beschluss Nr. 1414, dort jeweils S. 1 der Anlage „Evaluation Sheet“.

<sup>26</sup> Vgl. Umbrella-Linie vom 16.01.2001, VS-Beschluss Nr. 690, dort S. 2 unten der Anlage „Evaluation Sheet“.

<sup>27</sup> Vgl. Umbrella-Linie vom 16.01.2001, VS-Beschluss Nr. 690, dort S. 2 oben der Anlage „Evaluation Sheet“.

<sup>28</sup> Dazu näher unten 2. b) cc).

<sup>29</sup> AT 8 MaRisk bzw. (bis zum 20.12.2005) Tz. 18 MaH.

neuen Märkten. Ziel ist u.a. eine Analyse des Risikogehalts dieser neuen Geschäfte und die sich daraus ergebenden Auswirkungen auf das Risikomanagement.

Es ist auch nicht dokumentiert, ob und wie sich der Vorstand mit dem spezifischen Risikopotential der Assetklasse CDO im Allgemeinen und den CDO of ABS im Besonderen auseinandergesetzt hat.

## (2) *Einzelkreditbeschlüsse zu [Alpha]*

Unmittelbar mit dem Erwerb von CDO of ABS befasst war der Vorstand im Zusammenhang mit der Genehmigung des Erwerbs dreier [Alpha]<sup>30</sup>-Tranchen. Diese waren CDO of ABS-Anleihen, die durch eine Zweckgesellschaft mit dem Namen „[Alpha]“ verbrieft wurden. Die Kreditgenehmigung wurde in zwei Einzelkreditbeschlüsse aufgeteilt - 13.01.2004<sup>31</sup> bzw. 15.06.2004<sup>32</sup> -, weil sich die Finanzierungsstrategie der BayernLB infolge der Schließung des ASP Toronto geändert hatte und die Errichtung des CDO durch den „Arranger“ längere Zeit in Anspruch nahm.<sup>33</sup>

Die Anlagen zu den Kreditbeschlüssen beschreiben u.a. die unterschiedlichen Assetklassen, in die der [Alpha]-CDO investieren darf. Insbesondere wird dargestellt, dass Investitionen in RMBS, CDO (Verbriefung der Verbriefung) und auch CDO of CDO (Verbriefung der Verbriefung der Verbriefung) zulässig sind. Ebenfalls wird das „Credit Enhancement“ beschrieben und es werden die „Collateral Coverage Tests“ definiert, ohne dass allerdings deren Funktion (Verhinderung von Liquiditätsabflüssen an nachrangige Tranchen bei geminderter Portfolioqualität) präzisiert wird.

---

<sup>30</sup> Die BayernLB hat uns zur Wahrung ihrer Geschäftsgeheimnisse gebeten, Namen und Wertpapierkennnummern der jeweils erworbenen CDO of ABS-Anleihen und mögliche weiteren Identifikationsmerkmale - etwa die Namen des Collateral Managers und weiterer Transaktionsbeteiligter - nicht öffentlich zu machen. Die Angaben sind daher im Folgenden jeweils in eckige Klammern gesetzt und anonymisiert.

<sup>31</sup> VS-Beschluss Nr. 11538 vom 13.01.2004.

<sup>32</sup> VS-Beschluss Nr. 10532 vom 15.06.2004.

<sup>33</sup> Vgl. VS-Beschluss Nr. 10532 vom 15.06.2004. dort S. 1; Antwort der BayernLB auf die FGS-Frage 54 vom 07.07.2010, abzurufen im Datenraum unter 6\_27\Antworten\_13072010\Frageliste\_Antworten\_Teil 1\_1307-10.pdf, dort S. 6.

Nicht dokumentiert ist hingegen, dass der Vorstand die möglichen Risiken einer pro-rata-Zahlungsweise (also Abfluss von Zins und Tilgung an nachrangige Tranchen; Verlängerung der Laufzeit) gewürdigt hat. Ebenso wenig ist dokumentiert, dass der Vorstand die Risiken aus dem unterliegenden Portfolio, insbesondere die verschiedenen Darlehensformen, geprüft hat oder diese hat prüfen lassen oder eine solche Prüfung, z.B. im Rahmen eines Neuproduktprozesses, in Auftrag gegeben hat.

Nach der Dokumentenlage ist auch nicht ersichtlich, ob der Vorstand die Risiken einer Investition in mehrfach strukturierte Produkte (CDO und CDO of CDO) - wie z.B. die verminderte Transparenz, Hebelwirkung oder erhöhte Korrelations- und Stresssensitivität - erkannt oder gewürdigt hat. Eine aktenkundige Analyse hat der Vorstand hierzu jedenfalls nicht in Auftrag gegeben.

(3) *Umbrella-Linie vom 01.02.2005*

Mit Vorstandsbeschluss vom 01.02.2005 genehmigte der Vorstand erneut eine Umbrella-Linie für CDO. Diese ermächtigte jedoch ausdrücklich nicht zum Ankauf neuer CDO-Tranchen, sondern lediglich zur Fortführung des bisherigen Portfolios.<sup>34</sup>

Die Vorlage zum VS-Beschluss enthält folgende Hinweise, die negative Erfahrungen der BayernLB mit der Assetklasse CDO wiedergeben (übersetzt):<sup>35</sup>

„Einige Wertpapiere weisen eine schlechtere Wertentwicklung auf als erwartet. So werden derzeit Papiere im Wert von USD 51,9 Mio. unterhalb „investment-grade“ geratet und es ist nicht auszuschließen, dass Teile davon einen begrenzten Kapitalverlust erleiden können. Wir weisen darauf hin, dass diese Wertpapiere zu Marktpreisen gehalten werden, weshalb sämtliche erwarteten Verluste bereits in der Gewinn- und Verlustrechnung der Bank berücksichtigt wurden.

[...]

Hochverzinsliche CDOs weisen Kreditrisiken auf, die durch die Struktur der Transaktion nicht vollständig ausgeräumt oder abgeschwächt werden. Manche der unterliegenden Unternehmensanleihen werden als hoch riskant eingeschätzt, was sich auch in ihren Ratings widerspiegelt. Zwar dienen sowohl die Transaktionsstruktur als auch die Einkaufskriterien für das Portfolio dem Schutz der vorrangigen Tranchen vor Kreditrisiken. Diese wur-

---

<sup>34</sup> Vgl. Anlage 1 a), Umbrella-Linie vom 01.02.2005, VS-Beschluss Nr. 10134, dort S. 1.

<sup>35</sup> Vgl. Anlage 1 a), Umbrella-Linie vom 01.02.2005, VS-Beschluss Nr. 10134.

den jedoch auf der Basis historischer Wertentwicklungen ermittelt. Im Nachhinein erwiesen sich die den Ratingprozessen zu Grunde gelegten Ausfall- und Beitreibungsszenarien jedoch als unrealistisch, nachdem sich in den Jahren 2002 bis 2003 vermehrt Unternehmensinsolvenzen – insbesondere in der Telekommunikations- und Versorgungsbranche – ereignet hatten. Der Hochzins-CDO war im Jahre 1998 noch immer eine junge Anlageform und die damals von den Ratingagenturen entwickelten CDO-Analysemodelle erfassten nicht das volle Ausmaß einer Rezession auf dem Markt für Unternehmensanleihen. Tatsächlich stellte sich heraus, dass die Annahmen der Ratingagenturen zu den erzielbaren cash-flows bei der Verwertung von Sicherheiten mit 40 Prozent eher optimistisch waren, nachdem diese gegenwärtig in vielen Fällen unter 30 Prozent liegt.

[...]

Acht CDOs mit einem Investitionsvolumen von insgesamt USD 52 Mio. werden gegenwärtig unterhalb "investment-grade" geratet und befinden sich seit Beginn der negativen Wertentwicklung vor mehr als zwei Jahren auf unserer internen Überwachungsliste. Von diesen CDOs werden gegenwärtig drei mit einem Volumen von USD 20,4 Mio. „speculative-grade“ (Caa und C) geratet. Diese Papiere bergen substantielle Risiken, nachdem der Wert des ausstehenden Portfoliovolumens unter das Investitionsvolumen der noch ausstehenden Senior Notes gefallen ist. Es wird erwartet, dass diese drei Senior-CDO-Tranchen Verluste erleiden, die jedoch nur schwer zu prognostizieren sind, weil sie von der weiteren Entwicklung des Marktes für Hochzinsanleihen abhängen. Die erwarteten Verluste werden bereits in unseren Büchern berücksichtigt, weil die genannten Wertpapiere nach dem Markt-to-Market-Verfahren abgewertet wurden. Die Verlustpuffer („Credit Enhancements“) für die auf der Überwachungsliste geführten CDOs sind zum jetzigen Zeitpunkt bereits aufgebraucht, weil die nachrangigen oder mezzaninen Tranchen bereits Verluste aufgefangen haben.

[...]

Schwächen:

[...]

4. Die Annahmen der Ratingagenturen zur Verwertungsrate („Recovery Rate“) aus dem zu Grunde liegenden Portfolio erwies sich in vielen Fällen als zu optimistisch.

[..]“

## **bb) Dokumentierte Erfahrungen einzelner Dezenten**

### *(1) Financial Markets*

Über die oben dargestellten Erfahrungen des Gesamtvorstandes hinaus hatte der Dezent Financial Markets nachweislich Kenntnis von folgenden Dokumenten bzw. Vorgängen:

- Im Frühjahr 2006 war dem Dezenten Financial Markets anlässlich der Ausweitung der Investitionstätigkeit auf RMBS-Tranchen AA-Rating bekannt geworden, dass Mezzanine-Tranchen ein erhöhtes Ausfallrisiko tragen. Dieses Risiko wurde nach Aussage des ASP New York mit dem Dezenten Financial Markets besprochen. Es sei „ihm

nach bester Erinnerung“ auch eine entsprechende Analyse ausgehändigt worden. Diese sei allerdings nicht mehr auffindbar, weil der erstellende Analyst nicht mehr Mitarbeiter der Bank ist.<sup>36</sup>

- Im März 2007 wurde dem Dezernenten Financial Markets mitgeteilt, dass der Finanzsektor und speziell der Hypothekenkreditsektor stärker als der restliche Markt gelitten habe, gegenwärtig aber noch gute Möglichkeiten zur Vornahme selektiver Investition bestünden.<sup>37</sup>
- Mit dem Dezernenten Financial Markets wurde im Rahmen seines Besuchs des ASP New York im Mai und Juni 2007 das „Product Paper - CDO“ mündlich erörtert. Er hatte Kenntnis von dessen Inhalt. Das Gespräch führte der Abteilungsleiter Financial Markets.<sup>38</sup> Zum Inhalt des Product Papers vgl. sogleich unter A.XI.2.c)aa).
- Weiter wurden dem Dezernenten Financial Markets in den jeweiligen Monatsberichten des GF Financial Markets der Ankauf der CDO of ABS-Transaktionen [Delta] (April 2007), [Epsilon] (Mai 2007) und [Zeta] (Juni 2007) mitgeteilt. Die Benachrichtigung fand jeweils nach Erwerb, aber vor Kreditgenehmigung statt.<sup>39</sup>
- Im Mai und Juni 2007 wurde der Dezernent Financial Markets vom Abteilungsleiter Financial Markets New York in direkten Gesprächen über die Investitionstätigkeit in der Assetklasse CDO of ABS mündlich informiert. Der Detaillierungsgrad dieser Gespräche kann von der BayernLB nicht mehr nachvollzogen werden.<sup>40</sup>

---

<sup>36</sup> Antwort der BayernLB auf Frage 41 a) und b) der FGS-Frageliste vom 07.07.2010, abrufbar im Datenraum unter 6\_27.

<sup>37</sup> Antwort der BayernLB auf Frage 8 der FGS-Frageliste vom 07.07.2010, abrufbar im Datenraum unter 6\_27.

<sup>38</sup> Vgl. die Antwort der BayernLB auf Frage 13 a) bb) der FGS-Frageliste vom 07.07.2010, abrufbar im Datenraum unter 6\_27.

<sup>39</sup> Vgl. die Antwort der BayernLB auf Frage 8 der FGS-Frageliste vom 07.07.2010, abrufbar im Datenraum unter 6\_27.

<sup>40</sup> Vgl. die Antwort der BayernLB auf Frage 7 b) der FGS-Frageliste vom 07.07.2010, abrufbar im Datenraum unter 6\_27.

## (2) *Risk Office*

Der Dezernent Risk Office hatte über die unter A.XI.2.a)aa) dargestellten, bereits dem Gesamtvorstand bekannten Punkte hinaus Kenntnis von folgenden Umständen:

- Im Oktober 2006 wurde dem Dezernenten Risk Office mitgeteilt, dass im ASP New York Investitionsbedarf zur Beurteilung von CDOs bestehe, insbesondere bis zu vier qualifizierte RMBS/ABS-Spezialisten eingestellt werden müssten und Portfolio-Management-Software sowie Analysetools zur Auswertung und Bewertung von CDOs angeschafft werden müssen. Ferner müsste Hardware überprüft und ggf. aufgerüstet werden, um den Anforderungen der Analysesoftware zu genügen.<sup>41</sup>
- Der Dezernent Risk Office wurde darüber hinaus über die im 2. Quartal 2007 neu erworbenen CDO of ABS-Transaktionen [Delta] und [Epsilon] sowie über den Ankauf von [Zeta] unter der 8-Wochen-Regelung informiert.<sup>42</sup>

### cc) **Erfahrungen des ASP New York**

Erfahrungen der BayernLB mit der Assetklasse CDO sind auch dokumentiert im „Product Paper -CDO“ der Niederlassung New York v. 05.03.2007. Vom Inhalt dieses Papiers hatte nach Aussage von Mitarbeitern der BayernLB zumindest der Dezernent Financial Markets Kenntnis. Das Product Paper - CDO wurde nach Aussage von Mitarbeitern des ASP New York über längere Zeit von Financial Markets und Risk Office New York gemeinsam entwickelt. Im Product Paper wurde auf folgende - aus der Vergangenheit bekannte - Risiken von CDOs hingewiesen, insbesondere:

- auf die Möglichkeit des Collateral Managers, die Transaktion durch Umgehung der „Coverage Tests“ so lange wie möglich - und notfalls durch den Ankauf überbewerteter

---

<sup>41</sup> Vgl. die Anlage zur Antwort der BayernLB auf Frage 7 a) der FGS-Frageliste vom 07.07.2010, abrufbar im Datenraum unter 6\_27, dort S. 13 unter „Next Steps“.

<sup>42</sup> Vgl. die Präsentation „ABS-Portfolio ASP NewYork in the light of the subprime turmoil - Visit of Dr. Gribkowsky and Mr. Hierholzer - July 2007“ vom 18.07.2007; Antwort der der BayernLB auf Frage 9 der FGS-Frageliste vom 07.07.2010, abrufbar im Datenraum unter 6\_27.

Assets zum Nominalwert - „am Leben zu erhalten“ um weiter „excess cash“ an die „equity holders“ fließen zu lassen (sog. „game the structure“).<sup>43</sup>

- Es sei von größter Bedeutung, zu wissen, wie der Collateral Manager vergütet werde, um zu erkennen, welche Anreize auf ihn einwirkten. Die Kompensation des Collateral Managers sei ein wesentlicher Anreizfaktor und wichtig für seine Beurteilung („*It is important to understand how CDO managers are compensated in order to see how they are incentivized*“),<sup>44</sup> Die meisten CDO-Manager hielten einen wesentlichen Anteil (bis zu 49%) an der „Equity Tranche“. Damit bestehe immer ein Anreiz für den Collateral Manager, durch Beeinflussung der Coverage Tests („gaming“) den Zufluss zur „Equity Tranche“ offen zu halten.<sup>45</sup>
- Ebenso bekannt war die Funktionsweise der (frühen) Amortisation der „Equity Tranche“ durch den „Internal Rate of Return“ oder „IRR“. Die BayernLB wusste auch, dass es zur Maximierung des IRR erforderlich war, cash flows in den frühen Jahren der Transaktion an die „Equity Tranche“ fließen zu lassen.<sup>46</sup> Die BayernLB wusste also auch, dass sich die „Equity Tranche“ bereits aus dem Zinswasserfall nahezu vollständig amortisieren kann - und dies bereits in den frühen Jahren einer Transaktion, bevor die Investoren in höherrangige Tranchen überhaupt eine Tilgung erhalten („*before note balances start to amortize*“).<sup>47</sup>
- Frühere Cash-Flow-CDOs hätten in diversifizierte Portfolien investiert, was sich als Nachteil erwiesen hätte. Deshalb würden sich CDOs der Jahrgänge 2002 bis 2006 auf RMBS (70% bis 90%) und CMBS (10% bis 30%) konzentrieren.<sup>48</sup>

---

<sup>43</sup> Anlage 2, Product Paper - CDO, dort Ziffer II.3.

<sup>44</sup> Anlage 2, Product Paper - CDO, Ziffer II.5.a.iii (zu “third tier firms”).

<sup>45</sup> Anlage 2, Product Paper- CDO, Ziffer II.5.b.i).

<sup>46</sup> Anlage 2, Product Paper - CDO, Ziffer II.5.b.i. („*Internal Rate of Return (IRR) is how equity casflows are measured and most equity returns are realized in the early years of the transaction before note balances start to amortize. To maximize IRR, it is very important to keep casflows flowing through the waterfall to equity investors in the early years of the transaction.*”).

<sup>47</sup> Anlage 2, Product Paper - CDO, Ziffer II.5.b.i., a.a.O.

<sup>48</sup> Anlage 2, Product Paper - CDO, Ziffer II.3.

- Die Überwachung der Portfolioentwicklung obliege dem Trustee. Er berechne auch die Zahlungsflüsse an die Investoren („Wasserfall“). Die Erfahrung zeige, dass die Trustee Reports häufig fehlerhaft seien, weil die dort beschäftigten Analysten unerfahren, überfordert und schlecht ausgebildet seien. Außerdem würden sie unterhalb des Markt-niveaus bezahlt. Sie hätten häufig ein sehr begrenztes Verständnis von den Rahmenvereinbarungen („Indentures“) der Deals. Weder der Collateral Manager noch die Rating-Agenturen würden die Tätigkeit des Trustee überprüfen; es finde allenfalls eine oberflächliche Kontrolle statt. Bei der Überprüfung der Trustee Reports sei daher Eigeninitiative des Investors gefordert. Schließlich sei es überaus schwierig und kostspielig, zu Unrecht an die Equity Tranche abgeflossene Beträge zurückzuholen.<sup>49</sup>
- Eine effektive Kontrolle des Collateral Managers sei vom Trustee nicht zu erwarten. Diese Kontrollaufgabe werde vom Trustee in der Praxis nicht so genau genommen. Schließlich werde der Trustee vom Collateral Manager ernannt und aus den Cash-Flows der Transaktion vergütet. Der Trustee habe deshalb einen relativ geringen finanziellen Anreiz, den Collateral Manager effektiv zu kontrollieren. Die Vertragsdokumentation stelle den Trustee von jeder Haftung mit Ausnahme derjenigen für grobe Fahrlässigkeit frei.<sup>50</sup>
- Es könne vorkommen, dass die Rating-Agenturen und/oder deren Rechtsberater bei ihrer Analyse der Vertragsdokumentation Passagen übersehen, die nicht zum Vorteil der Investoren konstruiert worden seien.<sup>51</sup>

### **Sonstige Hinweise:**

- Die BayernLB verwendet für die Portfolioanalyse die Modelle der Rating-Agenturen als „base case“ und entwickelt diese dann zum „stress case“ fort.<sup>52</sup>

---

<sup>49</sup> Anlage 2, Product Paper - CDO, Ziffer II.6.

<sup>50</sup> Anlage 2, Product Paper - CDO, Ziffer II.6.

<sup>51</sup> Anlage 2, Product Paper - CDO, Ziffer II.8.

<sup>52</sup> Vgl. Anlage 2, Product Paper - CDO, Ziffer II.5.c.

- Ferner enthält das Product Paper - CDO folgende - hier wörtlich übersetzt wiedergegeben - Aussage:<sup>53</sup>

„Überwachung und Reporting sind bei CDO weitaus schwieriger und zeitraubender als bei anderen strukturierten Finanzprodukten. Aufgrund maßgeschneiderter, individueller Strukturen, veränderlicher Portfoliozusammensetzungen, komplizierter Modelle und der schwankenden Qualität des Überwachungs-Reporting stellen CDO eine echte Herausforderung dar. Weil es sich um geschlossene Transaktionen handelt, ist der Zugang zu dealspezifischen Informationen teuer und zeitaufwändig. Es ist daher eine erhebliche Investition in Infrastrukturen, z.B. „in-house Pricing“ und Szenario-Analyse-Kapazitäten erforderlich, um den regulatorischen Anforderungen zu entsprechen.“

## **b) Rahmenvorgaben des Vorstands**

### **aa) Zielfortfoliobeschluss vom 25.10.2005**

Der Zielfortfoliobeschluss vom 25.10.2005 unterscheidet nicht zwischen den einzelnen ABS-Assetklassen. Er ermächtigte daher neben der Aufstockung des RMBS-Portfolios auch zum Ankauf von CDO of ABS. Abgesehen von Vorgaben zu Rating und Investitionsvolumina enthält der Zielfortfoliobeschluss keine inhaltlichen Vorgaben oder Beschränkungen zu den - ebenfalls zum Ankauf freigegebenen - CDO of ABS-Investments.<sup>54</sup> Der Zielfortfoliobeschluss verlangte nach Aussage der Mitarbeiter des ASP New York insbesondere nicht die Ergreifung weiterer risikobegrenzender Maßnahmen und deren Abstimmung mit dem Vorstand.<sup>55</sup>

### **bb) 8-Wochenregelung: Erst Kauf, dann Prüfung**

Die „8-Wochen-Ankaufsregelung“<sup>56</sup> wurde von den Mitarbeitern des ASP New York auch auf CDO of ABS angewendet, weil diese nach deren Auffassung ebenfalls unter den Ober-

<sup>53</sup> Vgl. Anlage 2, Product Paper - CDO, Ziffer III. unter „Herausforderungen für das CDO-Geschäft der BayernLB“, dort Ziffer 3. a.E.

<sup>54</sup> Vgl. zum Inhalt des Zielfortfoliobeschlusses bereits oben Abschnitt IX. 1.c).

<sup>55</sup> Vgl. die Antwort der BayernLB auf Frage 13 b) der FGS-Frageliste vom 07.07.2010, abrufbar im Datenraum unter 6\_27.

<sup>56</sup> Vgl. dazu bereits oben unter Abschnitt IX. 1. g).

begriff „ABS“ fielen.<sup>57</sup> Im Zusammenhang mit der 8-Wochen-Regelung mussten nach Auffassung der Mitarbeiter des ASP New York keine weiteren risikobegrenzenden Maßnahmen eingeleitet bzw. mit dem Vorstand abgestimmt werden.<sup>58</sup>

Gesonderte Regelungen für CDO im Allgemeinen und CDO of ABS im Besonderen traf der Vorstand in seinem Beschluss zur 8-Wochen-Ankaufsregelung nicht. Daher wurden auch CDO of ABS-Papiere zum Teil<sup>59</sup> ohne abgeschlossene Kreditprüfung angekauft.

Es ist nicht dokumentiert, dass der Vorstand vor dem Beschluss der 8-Wochen-Regelung untersucht hat, ob für CDO of ABS ein liquider Sekundärmarkt<sup>60</sup> bestand und damit die Papiere im Falle einer ablehnenden Kreditentscheidung wiederveräußerbar waren. Ebenso wenig ist dokumentiert, ob auf Anweisung des Vorstands von den Mitarbeitern vor Ankauf auf die 8-Wochen-Regelung eine solche Prüfung vorzunehmen war. Das Vorhandensein eines Sekundärmarkts für CDO of ABS wurde nach der Dokumentenlage weder abstrakt noch konkret geprüft. Es ist auch nicht dokumentiert, ob eine solche Prüfung vom Vorstand in Auftrag gegeben wurde. Der Entscheidungsfaktor „Sekundärmarkt“ hat im Zusammenhang mit der 8-Wochen-Regelung auf Vorstands- und/oder Arbeitsebene - nach der Dokumentenlage - keine Rolle gespielt.

Auf unsere Anfrage hin äußerten die Mitarbeiter des ASP New York die Vermutung, dass im Zeitpunkt des Erwerbs der jeweiligen Tranchen ein Sekundärmarkt für CDO of ABS vorhanden gewesen sei.<sup>61</sup> Die Vermutung stützt sich auf Indizien wie z.B. die anfängliche Überzeichnung der Deals. Belege für diese Vermutung haben wir nicht gefunden. Gegen eine solche Vermutung sprechen die Angaben in den Emissionsprospekten der jeweiligen CDO-Transaktionen.<sup>62</sup>

---

<sup>57</sup> Vgl. die Antwort der BayernLB auf die Frage I.6 der FGS-Frageliste vom 01.03.2010, abrufbar im Datenraum unter 6\_19.

<sup>58</sup> Vgl. die Antwort der BayernLB auf Frage 13 b) der FGS-Frageliste vom 07.07.2010, abrufbar im Datenraum unter 6\_27.

<sup>59</sup> Vgl. hierzu unten die Übersicht unter 3. c) aa).

<sup>60</sup> Also ein Markt zur Weiterveräußerung der vom ursprünglichen Zeichner erworbenen Papiere.

<sup>61</sup> Vgl. die Antwort der BayernLB auf Frage 78 der FGS-Frageliste vom 07.07.2010, abrufbar im Datenraum unter 6\_27.

<sup>62</sup> Vgl. z.B. S. 32 Prospekt [Beta] („*There is currently no market for the Offered Securities. [...] There can be no assurance that a secondary market for any of the Offered Securities will develop [...]*“).

### **cc) Kein Neuproduktprozess**

Ein Neuproduktprozess wurde von der BayernLB weder für CDO noch für CDO of ABS durchgeführt. CDOs wurden in Ansehung der Produktkategorie wie reguläre ABS behandelt, für die in 2000 ein „Rahmenkonzept“ im Rahmen der Produktdatenbank (Proda) erarbeitet worden war. Dieses „Rahmenkonzept“ hatte jedoch nicht nach Assetklassen unterschieden und auch keine Angaben zum Adressenausfallrisiko (insbesondere zu Struktur, Underlying, Hebelwirkung und Collateral Manager) enthalten.<sup>63</sup>

Nach Angabe der BayernLB wurde den unterschiedlichen Adressenausfallrisiken dadurch Rechnung getragen, dass *„jede Verbriefung/Tranche wie ein eigener Geschäftspartner behandelt und gesondert limitiert wird“*.<sup>64</sup> Art und Inhalt dieser „Limitierung“, insbesondere die hierfür maßgeblichen Prüfungsschritte bzw. die Prüfungsdichte wurden aber weder vom Vorstand noch von den sonstigen Gremien der BayernLB vorgegeben. Wir konnten trotz Nachfrage keine schriftlich fixierten inhaltlichen Vorgaben des Vorstands zur Ausgestaltung der Kreditprüfung bei strukturierten Finanzprodukten ermitteln. Im Zielfortfoliobeschluss vom 25.10.2005 finden sich lediglich Vorgaben des Vorstands zu den Investitionsvolumina und den Ratings.

### **c) Zusätzliche Erwerbskriterien der Niederlassung New York**

#### **aa) “Product Paper - CDO” des Risk Office New York vom 05.03.2007**

Die vorgenannten Maßnahmen des Vorstands enthielten keine Vorgaben zu Inhalt und Ablauf einer CDO-spezifischen Kreditprüfung. Sie enthielten auch keine expliziten Ankaufskriterien (sog. „Underwriting Criteria“) für den Erwerb von CDO of ABS, wie dies etwa bei RMBS der Fall war.<sup>65</sup>

---

<sup>63</sup> Antwort der BayernLB auf die FGS-Frage 76 vom 07.07.2010, abzurufen im Datenraum unter 6\_27\Antworten\_19072010\Frage 76\Antwort zu Frage 76 - Liste CDO of ABS.doc.

<sup>64</sup> Antwort der BayernLB auf die FGS-Frage 76 vom 07.07.2010, abzurufen im Datenraum unter 6\_27\Antworten\_19072010\Frage 76\Antwort zu Frage 76 - Liste CDO of ABS.doc.

<sup>65</sup> Vgl. dazu oben IX. 2. c) cc).

Das Risk Office New York hat am 05.03.2007 zur CDO-spezifischen Kreditprüfung auf eigene Initiative in Abstimmung mit Financial Markets New York<sup>66</sup> ein "Product Paper-CDO" geschaffen, das folgenden wesentlichen Inhalt hat (übersetzt):

- Vor Investitionen in einen Cash-Flow-CDO soll stets ein Treffen mit dem Collateral Manager und dem Underwriter stattfinden. Hierbei soll die Investmentstrategie, die Überwachungs- und Reportinginfrastruktur sowie der CDO-Businessplan erörtert werden.<sup>67</sup>
- Vor Investition in einen Cash-Flow-CDO soll immer ein Auszug des aktuell bereits aufgebauten Portfolios („currently ramped portfolio“) eingesehen werden.<sup>68</sup>
- Bei Analyse der Transaktionsstruktur eines CDO soll stets ein interner und/oder externer Rechtsberater eingeschaltet werden.<sup>69</sup> Bei synthetischen Transaktionen ist eine solche Beratung essentiell.
- Die Trustee Reports sollen zeitnah und sorgfältig auf Fehler geprüft werden, damit es nicht zu ungerechtfertigten Vermögensabflüssen an die Equity Tranche kommt.<sup>70</sup>

#### **bb) Keine Anwendung der RMBS-Erwerbskriterien auf CDO of ABS**

Die BayernLB vertrat in den mit uns geführten Gesprächen die Auffassung, dass es sich bei CDO of ABS um eine gegenüber RMBS eigenständige Anlagekategorie handle. Die Kriterien für den Erwerb von RMBS könnten deshalb nicht entsprechend angewendet werden.<sup>71</sup> Das „Product Paper - CDO“ des ASP New York enthält keinen Verweis auf die harten und

---

<sup>66</sup> Vgl. die Antwort der BayernLB zu Frage 12 der FGS-Frageliste vom 07.07.2010, abzurufen im Datenraum unter 6\_27.

<sup>67</sup> Anlage 2, Product Paper - CDO, Ziffer II.5.a.

<sup>68</sup> Anlage 2, Product Paper - CDO, Ziffer II.5.c.

<sup>69</sup> Anlage 2, Product Paper - CDO, Ziffer II.8.

<sup>70</sup> Anlage 2, Product Paper - CDO, Ziffer II.6.

<sup>71</sup> Vgl. dazu die Antwort der BayernLB auf die Frage I.8 der FGS-Frageliste vom 01.03.2010, im Datenraum abrufbar unter 6\_19.

weichen Erwerbskriterien für RMBS. Entsprechende Vorgaben des Vorstandes sind nicht dokumentiert (vgl. oben).

Das Portfolio der jeweiligen CDO of ABS wurde daher von der BayernLB nicht anhand der RMBS-Erwerbskriterien überprüft<sup>72</sup>, selbst wenn es sich bei den Underlyings des CDO of ABS um RMBS oder CDO of ABS handelte, die ihrerseits RMBS verbrieften. Es bestand also ein Unterschied in der Prüfungsdichte je nachdem, ob es sich um ein unmittelbares (direkter Ankauf von RMBS) oder mittelbares Investment in RMBS (Ankauf über einen CDO of ABS) handelte. Dieser Unterschied in der Prüfungsdichte ist nirgendwo explizit dokumentiert, wurde aber in der Praxis - mangels anderslautender Vorgaben - offensichtlich so gelebt.

### **3. Erwerb durch die BayernLB**

#### **a) Erwerb ausschließlich durch die Niederlassung New York**

Sämtliche Papiere der Stichprobe CDO of ABS wurden durch die Niederlassung New York erworben.<sup>73</sup> Die Zentrale in München war nicht beteiligt.<sup>74</sup>

#### **b) Von der Niederlassung New York erworbene CDO of ABS**

Im Einzelnen hat die BayernLB über ihre Niederlassung New York bis Juni 2007 folgende CDO of ABS-Anleihen erworben:<sup>75</sup>

---

<sup>72</sup> Vgl. die Antwort der BayernLB auf die Frage I.8 der FGS-Frageliste vom 01.03.2010, abrufbar im Datenraum unter 6\_19.

<sup>73</sup> Vgl. die Antwort der BayernLB auf die Frage 1 b) der FGS-Frageliste vom 07.07.2010, abrufbar im Datenraum unter 6\_27.

<sup>74</sup> Vgl. die Antwort der BayernLB auf die Frage 23 der FGS-Frageliste vom 07.07.2010, abrufbar im Datenraum unter 6\_27.

<sup>75</sup> Die BayernLB hat uns zur Wahrung ihrer Geschäftsgeheimnisse gebeten, Namen und Wertpapierkennnummern der jeweils erworbenen CDO of ABS-Anleihen und mögliche weitere Identifikationsmerkmale - etwa die Namen des Collateral Managers und weiterer Transaktionsbeteiligter - nicht öffentlich zu machen. Die Angaben sind daher im Folgenden jeweils in eckige Klammern gesetzt und anonymisiert.

- [Alpha],
- [Beta],
- [Gamma],
- [Delta],
- [Epsilon],
- [Zeta].

Die Bezeichnung der jeweiligen Verbriefungstransaktion entspricht dem Namen der die betreffenden CDO of ABS-Anleihen ausgebenden Emissionsgesellschaft.

### **c) Erwerbsvorgang und Erwerbsgrundlagen**

#### **aa) Erwerb und Kreditprüfung**

Während zwei CDO of ABS ([Alpha], [Beta]) erst nach abgeschlossener Kreditprüfung durch das Risk Office gezeichnet wurden, wurden die restlichen Papiere ([Gamma], [Epsilon], [Delta], [Zeta]) unter Inanspruchnahme der „8-Wochen-Ankaufsregelung“ zunächst ohne Kreditprüfung angekauft. Die Prüfung durch das Risk Office wurde sodann im Anschluss an den Erwerb nachgeholt. Hintergrund für diese Vorgehensweise war nach Aussage der BayernLB, dass die finale Transaktionsstruktur bzw. das Pricing für die genannten Papiere erst unmittelbar vor Ankauf feststanden. Ein Kreditbeschluss vor Ankauf sei in der Kürze der Zeit nicht möglich gewesen.<sup>76</sup>

---

<sup>76</sup> Vgl. die Antwort der BayernLB auf Frage 26 der FGS-Frageliste vom 07.07.2010, abrufbar im Datenraum unter 6\_27.

Die folgende Tabelle gibt einen Überblick über den zeitlichen Zusammenhang zwischen Erwerbszeitpunkt, Emissionsstichtag und dem Datum des Kreditberichts mit der Kreditentscheidung für die von uns untersuchten sechs CDO of ABS-Transaktionen:

<b>CDO of ABS Name</b>	<b>Erwerbszeitpunkt (Trade Date)</b>	<b>Emissionsstichtag (Closing Date)</b>	<b>Kreditbericht (Datum und Entscheidung)</b>
<b>[Alpha]</b>	ab 13.12.2004	13.12.2004	13.01.2004/ 15.06.2004 (Genehmigung)
<b>[Beta]</b>	07.11.2006	30.03.2006	30.10.2006 (Genehmigung)
<b>[Gamma]</b>	06.12.2006	15.12.2006	26.01.2007 (Genehmigung)
<b>[Delta]</b>	26.04.2007	01.05.2007	20.06.2007 (Genehmigung)
<b>[Epsilon]</b>	07.06.2007	07.06.2007	22.06.2007 (Genehmigung)
<b>[Zeta]</b>	11.06.2007	26.06.2007	31.08.2007 (Ablehnung)

Mit Ausnahme des [Zeta] wurden alle Erwerbe vom Risk Office genehmigt. Beim [Zeta] wurde die Kreditprüfung durch das Risk Office mit Erstellung des Credit Reports am 31.08.2007 abgeschlossen.<sup>77</sup> Die 8-Wochen-Frist war zuvor vom Vorstand mit Beschluss vom 21.08.2007 auf insgesamt 12 Wochen verlängert worden.<sup>78</sup>

Das [Zeta]-Investment wurde vom Risk Office abgelehnt, mithin zum Abverkauf freigegeben.<sup>79</sup> Es fand sich jedoch kein Käufer, der bereit gewesen wäre, mehr als 10 bis 20 Prozent des Nominalbetrages für die Anleihe zu bezahlen.<sup>80</sup> Zu diesen Konditionen war die BayernLB

<sup>77</sup> Credit Report [Zeta], S. 1, 13.

<sup>78</sup> VS-Beschluss vom 21.08.2007, TO 24, abzurufen im Datenraum unter 6\_27.

<sup>79</sup> Credit Report [Zeta], S. 1.

<sup>80</sup> Vgl. Anlage 1 h), Anlage zum VS-Beschluss vom 23.10.2007, TO II.1 („Re: US-CDO of ABS Portfolio - monthly performance update (see attachment)“), unter „Evaluation“.

nicht zu einem Notverkauf („fire sale“) bereit.<sup>81</sup> Deshalb hält sie [Zeta] nach wie vor in ihrem Bestand.

#### **bb) Der BayernLB vorliegende Unterlagen**

Bis zum Erwerb der jeweiligen CDO of ABS-Anleihen lagen der BayernLB nach deren Angaben<sup>82</sup> folgende Unterlagen vor:

- Marketing Book,
- Term Sheet,
- Preliminary Offering Circular und ggf. weitere Dokumente im Entwurf (z.B. Investment Advisor Agreement),
- Informationen über Collateral Manager (i.d.R. Treffen mit Collateral Manager),
- CDO Portfolio Information (Liste der zugrundeliegenden Aktiva/Referenzaktiva).

Bis zum Abschluss der Kreditprüfung für die jeweiligen CDO of ABS-Anleihen lagen nach Angabe der BayernLB<sup>83</sup> - über die beim Erwerb bereits vorhandenen Unterlagen hinaus - folgende weitere Unterlagen vor:

- Final Offering Circular,
- Legal Counsel Review of Final Offering Circular,

---

<sup>81</sup> Vgl. Anlage 1 i), VS-Beschluss vom 24.10.2007, TO 1 („Vorbereitung VR-Sitzung am 24.10.2007, Hier: Information an den Verwaltungsrat zur aktuellen Entwicklung bei CDO of ABS Transactions im ABS-Gesamtportfolio der BayernLB“): „Der Vorstand bestätigt die beschlossene „Hold“-Strategie bzgl. des ABS-Portfolios.“

<sup>82</sup> Vgl. Dokument „Liste der Unterlagen zu CDO of ABS.pdf“, im Datenraum unter 6\_19 abrufbar.

<sup>83</sup> Vgl. Dokument „Liste der Unterlagen zu CDO of ABS.pdf“, im Datenraum unter 6\_19 abrufbar.

- Indenture und finale Version zusätzlicher Dokumente,
- Rating Letters,
- CDO Portfolio Update,
- Trade Ticket.
- Zusammenfassungen der Ratingagenturen (sog. „Presale-Reports“ oder „Presale Presentations“), die im Wesentlichen eine Übersicht zu den Portfoliokriterien („Eligibility Criteria“) sowie der Zuordnung von Zahlungen aus dem Portfolio („Wasserfall“) enthielten. Die „Presale-Reports“ wiesen ausdrücklich darauf hin, dass sie keinen Anspruch auf Vollständigkeit haben und nicht Grundlage einer Investitionsentscheidung sein können.<sup>84</sup>

#### cc) Überblick über die bei Erwerb und Kreditprüfung vorliegenden Unterlagen

Eine Übersicht über die bei Erwerb und Kreditprüfung durch die BayernLB vorhandenen Unterlagen gibt die nachfolgende Tabelle.<sup>85</sup> Dabei bedeutet „Ja“, dass die betreffenden Unterlagen (zum in der Klammer genannten Zeitpunkt) vorlagen; „Nein“, dass diese nicht vorlagen. „NA“ bedeutet „not available“ bzw. „not applicable“, also „nicht verfügbar“ bzw. „nicht anwendbar“:

---

<sup>84</sup> Vgl. etwa den Presale-Report zum CDO of ABS [Zeta], abrufbar im Datenraum unter O:\Prj\Bib\G\GutachterF\FGS\6\_ABS\6\_3\_Doku.

<sup>85</sup> Vgl. die Antwort der BayernLB auf Frage 28 der FGS-Frageliste vom 07.07.2010, abzurufen im Datenraum unter 6\_27.

	Preliminary Offering Circular	Final Offering Circular		CDO Portfolio Information		Indenture	Legal Counsel Review	Warehouse Agreement	Fragebogen Collateral Manager (lt. Product Paper)
		bei Erwerb	bei Kreditgenehmigung	bei Erwerb	bei Kreditgenehmigung				
<b>[Alpha]</b>	Ja, detailliertes Term Sheet 6/2/2004	Ja 12/13/2004	Nein	Ja 9/13/2004	Ja 1/13/2004	Ja 12/13/2004	Nein	Ja 10/14/2003	Nein, Deal ist älter als Fragebogen
<b>[Beta]</b>	Nein	Ja 8/3/2006	Ja 8/3/2005	Ja 10/25/2006	Ja 10/25/2006	Ja 10/23/2006	Nein	NA	Due Diligence Treffen mit Collateral Manager
<b>[Gamma]</b>	Ja 12/04/06	Nein 12/14/06	Ja 12/14/06	Ja 11/10/2006	Ja 11/10/2006	Ja 1/8/2007	Nein	NA	NA (not managed)
<b>[Delta]</b>	Ja 3/20/2007	Nein 05/03/2007	Ja 05/03/2007	Ja 3/05/2007	Ja 3/05/2007	Bei Genehmigung 5/27/2007	Nein	Nein	Ja 4/19/2007
<b>[Epsilon]</b>	Ja 05/11/2007	Nein 05/11/2007	Ja 05/11/2007	Ja 04/10/2007	Ja 04/10/2007	Nein 10/30/2007	Nein	Nein	Ja 4/12/2007
<b>[Zeta]</b>	Ja 06/01/2007	Nein 06/27/2007	Ja 06/27/2007	Ja 04/11/2007	Ja 04/11/2007	Nein 7/13/2007	Nein; Nicht bei Erwerb. Legal Review ist enthalten in der Ablehnungsvorlage	Nein	Ja 5/16/2007

#### d) Inhalt des Emissionsprospekts (Offering Circular)

Die jeweiligen CDO of ABS-Transaktionen wurden in den zugehörigen Emissionsprospekten detailliert beschrieben. Diese bestanden aus dem „Offering Circular“ (Umfang ca. 300 bis 350

Seiten) sowie ggf. dem „Supplement“, einem Nachtrag mit kurzfristigen Änderungen (Umfang ca. 2 bis 5 Seiten).

Der „Offering Circular“ enthielt in der Regel<sup>86</sup> folgende Inhalte:

- Rechtliche Hinweise zu den jeweiligen Jurisdiktionen, in denen die Anleihen angeboten wurden.
- Inhaltsverzeichnis („Table of Contents“).
- Zusammenfassung der Eckdaten des Investments („Summary“, Umfang ca. 20 bis 25 Seiten), überblicksmäßige Darstellung der Transaktionsstruktur.
- Ausführliche Beschreibung der Risikofaktoren („Risk Factors“). Diese ist unterteilt in Risiken im Zusammenhang mit der Struktur, dem unterliegenden Portfolio („Underlying“, „Collateral“) sowie den Transaktionsbeteiligten.
- Ausführliche Darstellung der angebotenen Anleihen („Description of the Offered Notes“) sowie der Struktur, Angaben zur Verteilung von Zins- und Tilgungszahlungen an die Investoren („Priority of Payments“ - Wasserfall). Definition und Beschreibung der Portfolio-Aufbauphase („Ramp-Up-Period“) sowie des Wiederanlagezeitraums („Reinvestment Period“).
- Darstellung des Ratings der Anleihen („Rating of the Notes“).
- Ausführliche Darstellung der Absicherung der Anleihen durch das unterliegende Portfolio („Security for the Secured/Offered Notes“) inklusive Beschreibung der Portfolioanforderungen („Eligibility Criteria“, „Portfolio Percentage Limitations“).

---

<sup>86</sup> Vgl. etwa den Emissionsprospekt von [Epsilon], abrufbar im Datenraum unter O:\Prj\Bib\G\GutachterF\FGS\6\_ABS\6\_3\_Doku\Transaktionsdoku\_Stichpro\_221009.

- Angaben zu den Transaktionsbeteiligten, insbesondere zum Collateral Manager sowie zu dessen Befugnissen und den Bedingungen seiner Auswechslung oder Abberufung.
- Definitionen der im „Offering Circular“ und im „Supplement“ verwendeten Begriffe („Glossary of Defined Terms“, teilweise auch Bestandteil des Anhangs), Umfang ca. 40 bis 50 Seiten.
- Anhänge (u.a. Register der definierten Begriffe, Umfang ca. 5 bis 10 Seiten; Annahmen der Ratingagenturen zur Verlustschwere bei Mehrfachverbriefungen („Recovery Rate Matrix“)).

#### e) **Erwerb durch Mitarbeiter von Financial Markets**

##### aa) **Abschluss und Inhalt des Kaufvertrages**

Der Kaufvertrag über die von der BayernLB gezeichneten Anleihen wurde i.d.R. mündlich abgeschlossen und schriftlich durch eine sog. „Trade Confirmation“ bestätigt. Nur bei [Alpha] wurde ein spezielles „Note Purchase Agreement“ abgeschlossen.<sup>87</sup> Dies deshalb, weil sich der Erwerb der [Alpha]-Tranchen über einen längeren Zeitraum hinzog (es handelte sich um sog. „Variable Funding Notes“).<sup>88</sup>

Nur bei [Alpha] existierten spezifische, vertraglich ausbedungene Garantien („Representations and Warranties“) sowie Rücktrittsrechte der BayernLB bei wesentlichen Veränderungen („Material Adverse Change“). Im Übrigen war der Ankauf der Papiere durch die BayernLB bindend, sofern nicht materielle Mängel in der Dokumentation vorlagen oder das angestrebte Rating für die angekaufte Tranche nicht erteilt wurde („subject to satisfactory documentation“).<sup>89</sup>

---

<sup>87</sup> Vgl. die Antwort der BayernLB auf die Frage 24 a) der FGS-Frageliste vom 07.07.2010, im Datenraum abrufbar unter 6\_27.

<sup>88</sup> Antwort der BayernLB auf die Frage 54 der FGS-Frageliste vom 07.07.2010, im Datenraum abrufbar unter 6\_27.

<sup>89</sup> Vgl. die Antwort der BayernLB auf die Frage 24 b) und c) sowie 25 b) der FGS-Frageliste vom 07.07.2010, abzurufen im Datenraum unter 6\_27.

Der Ankaufsprozess wurde von zwei Mitarbeitern des Geschäftsbereichs Financial Marktes bearbeitet und vom Teamleiter anschließend mündlich genehmigt.<sup>90</sup> Die Kaufpreiszahlung war jeweils am „Settlement Date“ fällig, der im kurzen zeitlichen Abstand auf den „Trade Date“ folgte. Die Zahlung wurde an eine Clearingstelle (Depository Trust Company) gegen Auslieferung der Wertpapiere geleistet.<sup>91</sup>

#### **bb) Vorläufige Risikoprüfung durch „Financial Markets“**

Der Markt (Geschäftsbereich (GB) „Financial Markets“), der für den Erwerb der CDO of ABS zuständig war, führte vor Erwerb eine eigenständige (verkürzte) Risikoanalyse folgenden Inhalts durch:

- Analyse des CDO-Portfolios mit den marktüblichen Rating-Tools,
- Prüfung der vorläufigen Dokumente,
- Prüfung des Portfolio-Managers.

Bei der Analyse wurden regelmäßig folgende Unterlagen herangezogen:

- Vom Portfoliomanager bzw. Arranger bereitgestellte Portfoliounterlagen,
- Term Sheet, ggf. Marketing Book, vorläufiger Offering Circular,
- Verfügbare Unterlagen über den Portfolio Manager, Ergebnisse des Treffens mit dem Portfolio Manager.

---

<sup>90</sup> Vgl. die Antwort der BayernLB auf die Frage 22 d) der FGS-Frageliste vom 07.07.2010, im Datenraum abrufbar unter 6\_27.

<sup>91</sup> Vgl. die Antwort der BayernLB auf die Frage 25 a) der FGS-Frageliste vom 07.07.2010, abrufbar im Datenraum unter 6\_27.

Die Prüfung orientierte sich nach Aussage der BayernLB im Wesentlichen an den im Product Paper - CDO festgehaltenen Kriterien.<sup>92</sup>

#### **f) Kreditprüfung durch das Risk Office**

Zur Kreditprüfung und zur Entscheidung über die Genehmigung der Investition in CDO of ABS hat der Vorstand dem Risk Office wie oben beschrieben eine Frist von acht Wochen eingeräumt.

#### **aa) Zusätzliche Unterlagen bei Kreditprüfung**

Wurde das betreffende Papier unter Inanspruchnahme der 8-Wochenregelung angekauft (so geschehen bei [Gamma], [Epsilon], [Delta] und [Zeta]), lagen bei der Kreditprüfung weitere Unterlagen vor. Dabei handelte es sich v.a. um

- den endgültigen Emissionsprospekt („Final Offering Circular“),
- rechtliche Stellungnahmen,
- die Rahmenvereinbarung des CDO-Deals (das sog. „Indenture“),
- einen aktualisierten Portfolioauszug („CDO Portfolio Update“),
- zusätzliche externe Dokumente (z.B. „Rating Letters“).

#### **bb) In den Kreditberichten dokumentierte Kreditprüfungen**

Das Risk Office fasste seine Erkenntnisse zur Risikobewertung des jeweiligen Investments in einem Kreditbericht (sog. „Credit Report“) mit einem Umfang von 7 bis 13 Seiten zusammen. (Zum Vergleich: die RMBS-Kreditberichte umfassten 2 bis 3 Seiten).

---

<sup>92</sup> Vgl. die Antwort der BayernLB auf die Frage 27 der FGS-Frageliste vom 07.07.2010, abrufbar im Datenraum unter 6\_27.

In den Kreditberichten zu den CDO of ABS-Investments sind folgende Prüfungsschritte dokumentiert:

- Definition des Kreditnehmers (bei CDO of ABS die Emissionsgesellschaft = „Issuer“),
- Informationen zum Investment, insbesondere Kapitalstruktur,
- Angaben zur risikoadäquaten Verzinsung („Risk Adequate Pricing“),
- Prüfung struktureller Risiken („Structural Risk“),
- Prüfung von Risiken im Zusammenhang mit dem Collateral Manager („Manager Risk“),
- Prüfung von Risiken im Zusammenhang mit dem Portfolio („Portfolio Risk“),
- Prüfung des Ausfallrisikos bei Veränderung bestimmter Rahmenbedingungen („Stress Testing“).

Der Kreditbericht schließt jeweils mit einer tabellenartigen Gegenüberstellung der Stärken, Schwächen, Chancen und Risiken („SWOT“) und den Voten sowie der Resolution des zuständigen Kompetenzträgers.

### **cc) Keine weiteren dokumentierten Prüfungen**

Weitere Prüfungsschritte, wie z.B. die Überprüfung der Marktpreisgerechtigkeit der Investments der Emissionsgesellschaft - insbesondere im Hinblick auf die sog. „Warehouse Agreements“ (Vereinbarungen zwischen der Emissionsgesellschaft und einem Dritten zum Ankauf des CDO-Wertpapierportfolios und die hierfür maßgeblichen Konditionen) sind nicht dokumentiert.<sup>93</sup>

---

<sup>93</sup> Vgl. die Antwort der BayernLB auf die Frage 42 a) der FGS-Frageliste vom 07.07.2010, im Datenraum abzurufen unter 6\_27.

### **g) Beispiel Ankaufprozesse: [Delta] und [Epsilon]**

Für die Papiere [Delta] und [Epsilon] beschreibt die BayernLB den zeitlichen Ablauf des Erwerbs- und Kreditgenehmigungsverfahrens wie folgt:<sup>94</sup>

#### **[Delta]:**

„3/6/2007: Bekanntgabe der "[Delta] Transaktion" durch [beteiligte Investmentbank] und Versand des Marketing Handbuchs und des "Discussion Sheets"

3/7/2007: Erster Dialog zwischen FM und [beteiligte Investmentbank] ueber die Struktur und Zusendung zusätzlicher Informationen an FM.

3/8/2007: Weiterleitung der Informationen an RO durch FM und Besprechung der Transaktion.

3/13/2007: Manager Meeting und Due Diligence mit [Delta\_Manager] (FM und RO)

3/14 - 4/20 2007: Interne Meetings zwischen FM und RO zur Besprechung der Transaktion mit anschliessender Investitionsentscheidung.

04/25/10: Versand Beschlussentwurf durch RO an FM zur Befüllung des FM-Teils des Beschlusses, ab diesem Zeitpunkt Abstimmung des Beschlussentwurfs zwischen RO und FM

4/26/2007: Abschluss der Transaktion und Pricing (FM und [beteiligte Investmentbank]) - Subject to Documentation (Trade Date)

5/1/2007: Settlement Date

06/20/07: Genehmigung des Kreditantrags (Beschluss-Nr. 6647)“

#### **[Epsilon]:**

„4/8/2007: Bekanntgabe der "[Epsilon] Transaktion" durch [beteiligte Investmentbank] und Versand des Marketing Handbuchs

4/10/2007: Erster Dialog mit [beteiligte Investmentbank] ueber die Struktur und Zusendung zusätzlicher Informationen

4/10/2007: Weiterleitung der Informationen an RO durch FM und Besprechung der Transaktion, Anforderung der Portfolio Strats durch RO von FM und Zulieferung selbiger durch FM an RO.

4/12/2007: Manager Meeting and Due Diligence mit [Epsilon\_Manager]

4/13 - 5/1/2007: Interne Meetings zwischen FM und RO zur Besprechung der Transaktion mit anschliessender Investitionsentscheidung

5/11/2007: Abschluss der Transaktion und Pricing (FM und [beteiligte Investmentbank]) – Subject to Documentation (Trade Date)

6/7/2007: Settlement Date

---

<sup>94</sup> Vgl. die Antwort der BayernLB auf die Fragen 19 und 20 der FGS-Frageliste vom 07.07.2010, im Datenraum abzurufen unter 6\_27.

06/22/2007: Genehmigung des Kreditantrags (Beschlussnr. 6648)“

#### 4. Von der BayernLB erworbene Papiere und deren Risiken (Stichprobe CDO of ABS)

##### a) Überblick über die von uns analysierten CDO of ABS

Die nachfolgende Stichprobe verdeutlicht die Risiken der erworbenen CDO of ABS-Papiere:

CDO of ABS Name	Erwerbszeitpunkt (Trade Date)	Nominale/ Investitionsvolumen			Abschreibung („Impairment“*)  (EUR) +	Realisierter Verlust  (EUR) +
		Bei Erwerb (USD)	Stand 31.12.09 (USD)	Stand 31.12.09 (EUR)		
[Alpha]	ab 13.12.2004 Aufstückungen in 2006	200,0 Mio.	142,2 Mio.	98,7 Mio.	57,1 Mio.	-
[Beta]	07.11.2006	100,0 Mio.	91,3 Mio.	63,4 Mio.	49,0 Mio.	-
[Gamma]	6.12.2006	50,0 Mio.	44,3 Mio.	30,8 Mio.	25,4 Mio.	-
[Delta]	26.04.2007	57,5 Mio.	-	-	-	39,0 Mio.
[Epsilon]	07.06.2007	25,0 Mio.	25,0 Mio.	17,4 Mio.	17,3 Mio.	-
[Zeta]	11.06.2007	50,0 Mio.	50,0 Mio.	34,7 Mio.	34,4 Mio.	-
		<b>482,5 Mio.</b>	<b>352,8 Mio.</b>	<b>245,0 Mio.</b>	<b>183,2 Mio.</b>	<b>39,0 Mio.</b>

Auf fünf der sechs untersuchten CDO of ABS hat die BayernLB zwischen 58% und 99% des aktuellen Nominalbetrags abgeschrieben. Die Reduzierungen des Nominalbetrags beim [Alpha] und beim [Beta] beruhen auf Tilgungszahlungen.

Beim [Delta] trat im November 2007 ein sog. „Event of Default“ ein.<sup>95</sup> Aufgrund der Nichterfüllung einer bestimmten Portfoliowertrelation (sog. „Class A EOD Ratio“)<sup>96</sup> konnte die herrschende Investorenklasse (sog. „Controlling Class“)<sup>97</sup> eine Abwicklung der Transaktion („Acceleration of the Notes“) herbeiführen.<sup>98</sup> Die Transaktion wurde im Mai 2008 liquidiert. Im Zuge der Abwicklung erhielt die BayernLB keinerlei Zahlungen. Es wurde ein Totalverlust in Höhe EUR 39 Mio. realisiert.<sup>99</sup>

## b) Verbriefungsstruktur

### aa) [Alpha]

#### Tranchenstruktur

Die Aufteilung des [Alpha] in Tranchen wird im Kreditbericht der BayernLB wie folgt dargestellt, wobei wir die von der BayernLB erworbene Tranche farblich unterlegt haben:

Tranche	Volumen (Mio. USD)	Zinskupon (L=LIBOR)	Initial Rating (S&P/DBRS)
A-1	600	CP COF + 26 bps	AAA /AAA
A-2	310	L+30 bps	AAA /AAA
B	85	L+125 bps	A/A
C	5	5,00%	NR
Gesamt	1.000		

<sup>95</sup> „Notice of Event of Default“ des Trustee vom 16.11.2007, abrufbar im Datenraum unter 6\_3\_Doku\Transaktionsdoku\_Stichpro\_091209\US570688AA90\_[Delta]\b\_Post\_Purchase\_Docs\6\_Ongoing\_Monitoring.

<sup>96</sup> Prospekt [Delta] S. 255.

<sup>97</sup> Die Controlling Class bestand im fraglichen Zeitpunkt aus den Inhabern der Class S Notes, also definitionsgemäß der [beteiligten Investmentbank] als „Initial Synthetic Asset Counterparty“, vgl. Prospekt [Delta] S. 17, 27, 29, 56, 143, 252.

<sup>98</sup> Prospekt [Delta] S. 29, 102, 105.

<sup>99</sup> Antwort der BayernLB auf die Frage 62 der FGS-Frageliste vom 07.07.2010, abrufbar im Datenraum unter 6:27.

## Auffälligkeiten

Im Abschnitt „Risikofaktoren“ des Emissionsprospekts wird darauf hingewiesen, dass die Verluste infolge der sequentiellen Verlustverteilung (bei Gleichrangigkeit der A-Tranche) zuerst die nachrangigen Tranchen treffen.<sup>100</sup> Somit wird die von der BayernLB erworbene Tranche als letzte Tranche (zusammen mit der gleichrangigen A-2 Tranche) von Verlusten getroffen.

## bb) [Beta]

### Tranchenstruktur

Die Aufteilung des [Beta] in Tranchen wurde im Kreditbericht der BayernLB wie folgt dargestellt, wobei wir die von der BayernLB erworbene Tranche farblich unterlegt haben:

Tranche	Volumen (Mio. USD)	Anteil (%)	Subordination (%)	Zinskupon (3L+)	Initial Rating
A-1A	240	24,0	20,2	23bp	Aaa /AAA /AAA
A-1B	560	55,9	20,2	23bp	Aaa /AAA /AAA
A-2	80	8,0	12,2	32bp	Aaa /AAA /AAA
A-3	51	5,1	7,1	45bp	Aaa /AAA /AAA
B	34	3,4	3,7	58bp	Aa2 /AA /AA
C	7	0,7	3,0	70bp	Aa3 /AA- /AA-
D	10	1,0	2,0	150bp	A2 /A /A
E	10	1,0	1,0	300bp	Baa2 /BBB /BBB
Preference Shares	10	1,0	1,0	-	N.R.
Gesamt	1002				

<sup>100</sup> Prospekt [Alpha] S. 38: „losses will be borne in accordance with the applicable Priority of Payments (applied in reverse order)“.

## Auffälligkeiten

Im Abschnitt „Risikofaktoren“ des Emissionsprospekts wird darauf hingewiesen, dass die Verluste infolge der sequentiellen Verlustverteilung zuerst die nachrangigen Tranchen, beginnend mit den „Preference Shares“, treffen.<sup>101</sup> Somit wird die von der BayernLB erworbene Tranche als letzte Tranche von Verlusten getroffen.

Der Kreditbericht der BayernLB weist nicht auf die „Delayed Draw“-Funktion der von ihr erworbenen Class A-1A Notes hin. „Delayed Draw“ bedeutet, dass der Emissionspreis vom Erwerber der Emission nicht am Emissionsstichtag („Closing Date“) entrichtet werden muss, sondern erst zu einem späteren Zeitpunkt.<sup>102</sup> Ob der Ersterwerber diese Zahlung geleistet hat, lässt sich nicht feststellen. Genauer hierzu regelt das „Class A1-A Note Funding Agreement“ des [Beta], das der BayernLB nach eigenen Angaben aber nicht vorlag.<sup>103</sup> Der Kreditbericht präzisiert auch nicht die erworbenen Anleihekategorie (die Bezeichnung lautet nur „A-1“, es wird nicht zwischen A-1A und A-1B differenziert; die erworbene Tranche konnte letztlich nur über die CUSIP<sup>104</sup> identifiziert werden.

Ebenso fehlen Angaben darüber, von wem die A-1A-Tranche (offensichtlich auf dem Sekundärmarkt) erworben wurde und ob der Ersterwerber den Emissionspreis eingezahlt hat. Die BayernLB konnte sich nicht sicher sein, dass der Emissionspreis im Zeitpunkt des Ankaufs einbezahlt war. Ein Nachweis in Form einer Quittung oder Zahlungsbestätigung liegt nicht

---

<sup>101</sup> Prospekt [Beta] S. 33: „Generally, to the extent that any losses are suffered by any of the holders of any Offered Securities, such losses will be borne, first, by the holders of the Preference Shares, second, by the holders of the Class E Notes, third, by the holders of the Class D Notes, fourth, by the holders of the Class C Notes, fifth, by the holders of the Class B Notes, sixth, by the holders of the Class A-3 Notes, seventh, by the holders of the Class A-2 Notes and eighth, by the holders of the Class A-1 Notes.“

<sup>102</sup> Prospekt [Beta] S. 83 („All of the Class A-1A Notes will be issued on the Closing Date., but only a portion of the principal of the Class A-1A Notes will be advanced on the Closing Date“).

<sup>103</sup> Antwort der BayernLB auf Frage 55 c) der FGS-Frageliste vom 07.07.2010, abzurufen im Datenraum unter 6\_27.

<sup>104</sup> Abkürzung für „Committee on Uniform Security Identification Procedures“; dabei handelt es sich um das US-amerikanische Identifikationssystem für Wertpapiere. Die CUSIP wird neben der internationalen ISIN („International Securities Identification Number“) zur Kennzeichnung nordamerikanischer Wertpapiere eingesetzt.

vor.<sup>105</sup> Allerdings mussten bislang nach Aussage der Bank keine weiteren Einzahlungen im Zusammenhang mit [Beta] geleistet werden.<sup>106</sup>

Die „Preference Shares“ haben nach dem Kreditbericht der BayernLB ein Volumen in Höhe von USD 10 Mio. Ausweislich des Emissionsprospekts haben die Zeichner der „Preference Shares“ aber lediglich einen sog. „Par Value“ von USD 0,01 pro „Preference Share“ zu entrichten.<sup>107</sup> Bei Ausgabe von 10.000 „Preference Shares“ werden damit von der Emissionsgesellschaft insgesamt lediglich USD 100 (in Worten: einhundert US-Dollar) an Emissionserlösen vereinnahmt. Der „Notional Amount“ der „Preference Shares“ (also der Betrag, nach dem sich Auszahlungen, etc. richten<sup>108</sup>), ist jedoch im Prospekt definiert als USD 1.000 USD je „Preference Share“, insgesamt also USD 10 Mio. Der Emissionsprospekt weist darauf hin, dass der „Notional Amount“ die Emissionserlöse aus der Ausgabe der „Preference Shares“ um einen wesentlichen Betrag übersteigen wird (*„Represents the aggregate Notional Amount of the Preference Shares which will exceed by a substantial amount the proceeds received by the Issuer from the issuance of the Preference Shares“*).<sup>109</sup> Die Amortisation der Inhaber der „Preference Shares“ richtet sich daher nicht nach dem von ihnen eingezahlten Kapital, sondern nach dem - wesentlich höheren - „Notional Amount“, hier den USD 10 Mio. Wenn aber tatsächlich ein geringerer Betrag als USD 10 Mio. von den Zeichnern der „Preference Shares“

---

<sup>105</sup> Die volle Einzahlung im Zeitpunkt des Erwerbs wird vermutet. Hierzu verweist die BayernLB auf den Wortlaut des „Indenture“ zur „Ramp-Up-Period“, die bereits am 31.07.2006 geendet hat (Antwort der BayernLB auf Frage 55 a) der FGS-Frageliste vom 07.07.2010, abzurufen im Datenraum unter 6\_27). Diese Begründung übersieht, dass die „Ramp-Up-Period“ nach der zitierten Fundstelle im „Indenture“ am 31.7.2006 endet, unabhängig davon, ob zu diesem Zeitpunkt sämtliche Emissionserlöse vereinnahmt wurden (*„[...] the date that is the earlier of [...]“*). Auch der Verweis auf den „Trustee Report“ überzeugt nicht, weil die BayernLB von der inhaltlichen Richtigkeit der „Trustee Reports“ selbst nicht überzeugt war (vgl. Anlage 2, „Product Paper - CDO“ der BayernLB vom 05.03.2007, dort unter Ziffer II.5.a.iii. (*„CDO trustees are notorious for making errors on their reports, misinterpreting deal indentures, and failing to protect the interests of note-holders“*)).

<sup>106</sup> Vgl. die Antwort der BayernLB auf Frage 55 d) der FGS-Frageliste vom 07.07.2010, abzurufen im Datenraum unter 6\_27.

<sup>107</sup> Vgl. Prospekt [Beta] S. i.

<sup>108</sup> Der „Notional Amount“ ist insbesondere auch maßgeblich für die Berechnung der Amortisation der „Preference Shares“ (IRR). Diese berechnet sich nach dem vordefinierten Wert von USD 10 Mio., nicht nach dem - wesentlich niedrigeren Ausgabepreis („Par Value“). Im Prospekt wird unterstellt, dass der „Notional Amount“ für die Zeichner der „Preference Shares“ einen anfänglichen negativen cash flow (*„initial negative cash flow“*) am Closing Date darstellt (was aber nicht zutrifft). Dieser fiktive anfängliche negative cash flow ist dann Maßstab für die Berechnung der Amortisation der „Preference Shares“, vgl. Prospekt [Beta], S. 160 f.

<sup>109</sup> Prospekt [Beta] S. 173.

eingezahlt wurde - hier nur USD 100 -, dann muss auch die Subordination bzw. der Verlustpuffer der von der BayernLB gezeichneten Tranche um den an den „Notional Amount“ fehlenden Betrag niedriger sein.

Der Kreditbericht erwähnt diesen Umstand nicht. Die BayernLB vertritt heute - auf Nachfrage - die Auffassung, dass der „Notional Amount“ von den Inhabern der „Preference Shares“ einzubezahlen gewesen sei, nicht lediglich der „Par Value“. <sup>110</sup> Dies ergebe sich auch aus dem Trustee Report, der ebenfalls von einem „Notional Amount“ von USD 10 Mio. ausgehe. <sup>111</sup>

**cc) [Gamma]**

**Tranchenstruktur**

Die Aufteilung des [Gamma] in Tranchen wurde im Kreditbericht der BayernLB wie folgt dargestellt (die von der BayernLB erworbene Tranche ist farbig unterlegt):

Tranche	Volumen (Mio. USD)	Anteil (%)	Subordination (%)	Zinskupon (fixed)	Initial Rating (S&P/Fitch)
A-1	270	77,14	20,0	5,39%	AAA /AAA
A-2	10	2,86	20,0	5,82%	AAA /AAA
B	26,075	7,45	12,55	5,64%	AA /AA+
C	14,35	4,10	8,45	6,57%	A /A
D	13,65	3,90	4,55	7,50%	BBB /BBB
E	7,17	2,05	2,50	7,50%	BB /BB
Equity	8,75	2,50	0,0	-	N.R.
Gesamt	350	100,0			

<sup>110</sup> Vgl. die Antwort der BayernLB auf die Frage 56 der FGS-Frageliste vom 07.07.2010, abrufbar im Datenraum unter 6\_27.

<sup>111</sup> Vgl. die Antwort der BayernLB auf die Frage 56 a) der FGS-Frageliste vom 07.07.2010, abrufbar im Datenraum unter 6\_27.

## **Auffälligkeiten**

Im Abschnitt „Risikofaktoren“ des Emissionsprospekts wird darauf hingewiesen, dass die Verluste durch eine sequentielle Verlustverteilung zuerst die nachrangigen Tranchen, beginnend mit den „Subordinated Notes“, treffen.<sup>112</sup> Somit wird die von der BayernLB erworbene Tranche als letzte Tranche (zusammen mit der gleichrangigen A-2 Tranche) von Verlusten getroffen.

### **dd) [Delta]**

#### **Tranchenstruktur**

Die Aufteilung des [Delta] in Tranchen wurde im Kreditbericht der BayernLB wie folgt dargestellt, wobei wir die von der BayernLB erworbene Tranche farblich unterlegt haben:

---

<sup>112</sup> Prospekt [Gamma] S.13: „*To the extent that any losses are suffered by any of the holders of any Notes or Subordinated Notes, such losses will be borne, first, by the holders of the Subordinated Notes (the “Subordinated Noteholders”), second, by the holders of the Class E Notes, third, by the holders of the Class D Notes, fourth, by the holders of the Class C Notes, fifth, by the holders of the Class B Notes and sixth, by the holders of the Class of the Class A Notes.*”

Tranche	Volumen (Mio. USD)	Anteil (%)	Subordination (%)	Zinskupon	Initial Rating (Moody's/S&P)
Super Senior	1.600	80,00	20,00	not offered	Aaa /AAA
A-1	100	5,00	15,00	L+65 bps (70 with discount)	Aaa /AAA
A-2	70	3,50	11,50	L+75 bps	Aaa /AAA
A-3	80	4,00	7,50	L+85 bps	Aaa /AAA
B	70	3,50	4,00	L+100 bps	Aa2 /AA
C	35	1,75	2,25	L+350 bps	A2 /A
D	27	1,35	0,90	L+700 bps	Baa2 /BBB
E	5	0,25	0,65	L+900 bps	Ba1 /BB+
Income Notes	13	0,65	First Loss	-	N.R.
Gesamt	2.000				

## Auffälligkeiten

Im Abschnitt „Risikofaktoren“ des Emissionsprospekts wird darauf hingewiesen, dass die Verluste durch eine sequentielle Verlustverteilung zuerst die nachrangigen Tranchen, beginnend mit den „Income Notes“, treffen.<sup>113</sup> Somit wird die von der BayernLB erworbene Tranche - wie eine Mezzanine-Tranche - vorrangig vor der A-0-Tranche und der S-Tranche, die zusammen rd. 80% des Pools ausmachen (und im Kreditbericht zusammen als „Super Senior“ dargestellt sind) von Verlusten getroffen.

<sup>113</sup> Prospekt [Delta] S. 59: „the resulting loss will be borne in the first instance by the Holders of the Income Notes, then by the Holders of the Class E Notes, then by the Holders of the Class D Notes, then by the Holders of the Class C Notes, then by the Holders of the Class B Notes, then by the Holders of the Class A-3 Notes, then by the Holders of the Class A-2 Notes, then by the Holders of the Class A-1 Notes, then by the Holders of the Class A-0 Notes, and finally by the Holders of the Class S Notes.”

Weiterhin wird unter den Risikofaktoren die Hebelwirkung erläutert. Sie entsteht dadurch, dass das Portfoliovolumen einschließlich „synthetischer Assets“ wesentlich größer ist als das investierte Kapital der angebotenen Wertpapiere („Offered Notes“).

Das Portfolio des [Delta] besteht zu 90% (USD 1.800 Mio.) aus synthetischen Assets, d.h. Kreditderivaten oder sonstigen Derivaten. Die Besonderheit hierbei ist, dass zum Erwerb dieser synthetischen Assets keine liquiden Mittel oder sonstige Wirtschaftsgüter von der Emissionsgesellschaft aufgewendet werden müssen. Stattdessen werden - stark vereinfacht formuliert - „Wetten“ über die Wertentwicklung bestimmter Referenzaktiva abgeschlossen. Über eine laufende Risikoprämie werden Liquiditätszuflüsse bei der Emissionsgesellschaft generiert. Vertragspartner der jeweiligen Derivate war die [beteiligte Investmentbank] als „Initial Synthetic Asset Counterparty“<sup>114</sup>, welche die [Delta]-Transaktion zusammen mit ihrer Tochtergesellschaft als „Underwriter“ und „Initial Purchaser“ initiiert hatte.<sup>115</sup>

Die von den Investoren entrichteten Emissionserlöse (insgesamt USD 400 Mio. - auch die von der BayernLB investierten USD 57,5 Mio.) wurden - wie im Emissionsprospekt beschrieben - zu USD 200 Mio. zum Erwerb von „echten“ Vermögensgegenständen (sog. „Cash Assets“, z.B. RMBS-Anleihen oder CDO of ABS-Anleihen) verwendet. Weitere USD 200 Mio. wurden unter dem sog. „Deposit Agreement“<sup>116</sup> auf einer Art Rücklagenkonto „geparkt“<sup>117</sup>. Kam es im synthetischen Portfolio (etwa wegen negativer Entwicklungen bei den Referenzaktiva) zu „Credit Events“ und musste die Emissionsgesellschaft deshalb wegen der abgeschlossenen Kreditderivate Zahlungen an die Vertragspartei ([beteiligte Investmentbank]) leisten, wurde - wenn die Liquiditätszuflüsse aus dem Portfolio nicht ausreichten - zur Deckung dieser Zahlungen der - zuvor von den Investoren eingezahlte - Betrag auf dem Rücklagenkonto verwendet.<sup>118</sup> War die Rücklage aufgebraucht, kam es bis zur Höhe der ausstehenden Forderung aus

---

<sup>114</sup> Prospekt [Delta] S. 281.

<sup>115</sup> Der „Initial Purchaser“ (Erstzeichner) ist i.d.R. - wie hier - eine Investmentbank. Diese erwirbt die CDO of ABS-Anleihen von der Emissionsgesellschaft und bietet sie den Investoren am Markt an, vgl. Prospekt [Delta] S. i.

<sup>116</sup> Vertragspartner („Deposit Agreement Counterparty“) ist ebenfalls die [beteiligte Investmentbank], vgl. Prospekt [Delta] S. 272, 252.

<sup>117</sup> Prospekt [Delta] S. 168, 162.

<sup>118</sup> Prospekt [Delta] S. 17, 162 (*“The Issuer will have the right, on any Business Day with one Business Day’s notice to the Deposit Agreement Counterparty, to reduce the notional amount of the Deposit Agreement (but not below zero), in which case the Deposit Agreement Counterparty will pay the Issuer the amount of such*

den synthetischen Wertpapieren („Synthetic Asset Payments“) zur Ausgabe von Class S Notes, die nur von dem Inhaber der jeweils ausstehenden synthetischen Forderung<sup>119</sup> und maximal bis zu deren Höhe gezeichnet werden konnten.<sup>120</sup> Diese Class S Notes waren im Wasserfall gegenüber allen anderen Investoren vorrangig, weshalb der Emissionsprospekt auch darauf hinweist, dass jede Ausgabe von Class S Notes die Wahrscheinlichkeit einer Rückzahlung der „Offered Notes“ verringert.<sup>121</sup>

Ein weiterer Risikofaktor entsteht dadurch, dass die Class S Notes - solange diese nicht vollständig zurückgeführt sind - die sog. „Controlling Class“ des CDO stellen. Diese (im Ergebnis also [beteiligte Investmentbank]) allein hat die Möglichkeit, per Mehrheitsentscheidung die Liquidation der Transaktion herbeizuführen, insbesondere dann, wenn die „Class A EOD Ratio“ weniger als 100% beträgt. Für diesen Fall weist der Emissionsprospekt darauf hin, dass eine Rückzahlung des Investorenkapitals nicht gesichert ist.<sup>122</sup>

Im Kreditbericht der BayernLB werden die Risiken der Verbriefungsstruktur („Structural Risk“) insgesamt als akzeptables Risiko („Acceptable Risk“) bewertet:

- Das investierte Kapital mache nur 2,9% des Gesamtinvestitionsvolumens aus und 80% der Kapitalstruktur seien vorrangig.

---

*reduction in Cash, to obtain funds to make, from time to time and on any Business Day, any Synthetic Asset Payments (other than any payment of an Up-Front-Payment ([...])) in accordance with the Synthetic Asset Payment Priority.”)*

<sup>119</sup> Dies war die „Initial Synthetic Asset Counterparty“ und damit ebenfalls die [beteiligte Investmentbank], vgl. Prospekt [Delta] S. 281.

<sup>120</sup> Prospekt [Delta] S. 17, 74 (“[...] to the extent that, on any Business Day, the Issuer will not have sufficient funds, in Cash available in the Collection Account or whether through reduction of the notional amount of the Deposit Agreement, [...] to make any Synthetic Asset Payments [...] then due to any Synthetic Asset Counterparty in the respect of any Synthetic Asset, then the issuer will issue Class S Notes [...] to each relevant Synthetic Asset Counterparty, in an aggregate amount up to the Class S Note Issuance Ceiling, in each case in principal amounts equal to the amounts due and otherwise unpaid but in no case greater (in the aggregate) than amounts otherwise due.”).

<sup>121</sup> Prospekt [Delta] S. 28f.: „In addition, the Offered Notes represent a leveraged instrument because the Collateral Principal Balance, which includes the notional balance of the Synthetic Assets, will be substantially greater than the principal amount of the Offered Notes and any issuance of Class S Notes will reduce the likelihood of repayment of the principal of the Offered Notes and may reduce the returns on the Offered Notes.”

<sup>122</sup> Prospekt [Delta] S. 29, 51.

- Der hohe Anteil der BayernLB (57,5%) an der A-1-Tranche sei problematisch, dennoch werde eine Investition befürwortet, da das Investment relative liquide sei, solange sich die Transaktion wie erwartet entwickle.<sup>123</sup> Die Subordination der von der BayernLB erworbenen Tranche sei fünfmal höher, als von Moody's für ein Aaa-Rating gefordert werde.<sup>124</sup>

## ee) [Epsilon]

### Tranchenstruktur

Die Aufteilung des [Epsilon] in Tranchen wurde im Kreditbericht der BayernLB wie folgt dargestellt (Tranche der BayernLB farbig unterlegt):

Tranche	Volumen (Mio. USD)	Anteil (%)	Subordination (%)	Zinskupon (LIBOR +)	Initial Rating (Moody's/S&P)
A-1A	1.800	90,1%	9,8%	not offered	Aaa /AAA
A-2	111,0	5,4%	4,5%	L+65 bps	Aaa /AAA
B	33,0	1,7%	2,8%	L+100 bps	Aa2 /AA+
C	22,0	1,1%	1,7%	L+300 bps	A2 /A
hhD	17,5	0,9%	0,8%	L+400 bps	Baa2 /BBB
Preference Shares	16,5	0,8%	0,0%	not offered	N.R.
Gesamt	2.000	100,0			

<sup>123</sup> Credit Report [Delta] S. 3: „Risk Office is comfortable recommending the purchase of such large percentage of the outstanding par of this tranche because as long as the transaction performs as expected, the investment should be relatively liquid.“

<sup>124</sup> Credit Report [Delta] S. 11

## Auffälligkeiten

Im Abschnitt „Risikofaktoren“ des Emissionsprospekts wird darauf hingewiesen, dass die Verluste durch eine sequentielle Verlustverteilung zuerst die nachrangigen Tranchen, beginnend mit den „Subordinated Notes“, treffen.<sup>125</sup> Somit ist die von der BayernLB erworbene A-2-Tranche - wie eine Mezzanine-Tranche - vorrangig vor der A-1A-Tranche (die rund 90% des Pools ausmacht) Verlusten aus dem Portfolio ausgesetzt.

Ebenfalls als Risikofaktor wird aufgeführt, dass die „Controlling Class“ bei Eintritt eines „Indenture Event of Default“ Entscheidungen treffen kann, die von den Interessen der übrigen Investoren abweichen.<sup>126</sup>

Im Kreditbericht der BayernLB werden die Risiken der Verbriefungsstruktur („Structural Risk“) insgesamt als akzeptables Risiko („Acceptable Risk“) bewertet und wie folgt gewürdigt:

- Das investierte Kapital mache nur 1,3% des Gesamtinvestitionsvolumens aus und 90,1% des Kapitals seien vorrangig.
- Es bestehe lediglich eine Subordination von 5,4%.
- Der hohe Anteil der BayernLB an der A-2-Tranche sei problematisch. Dennoch werde eine Investition befürwortet, da das Investment relative liquide sei, solange sich die Transaktion wie erwartet entwickle.<sup>127</sup>

---

<sup>125</sup> Prospekt [Epsilon] S. 28: *“Such losses would be borne initially by the holders of the Subordinated Notes and then by the holders of each successive higher ranking Class of Notes and may result in such holders receiving less than their investment in such Notes or nothing.”*

<sup>126</sup> Prospekt [Epsilon] S. 23

<sup>127</sup> Credit Report [Epsilon] S. 3: *„Risk Office is comfortable recommending the purchase of such large percentage of the outstanding par of this tranche because as long as the transaction performs as expected, the investment should be relatively liquid.“*

## ff) [Zeta]

### Tranchenstruktur

Laut Kreditbericht der BayernLB besteht [Zeta] aus den folgenden Tranchen. Die von der BayernLB erworbene Tranche ist farbig unterlegt:

Tranche	Volumen (Mio. USD)	Anteil (%)	Subordination (%)	Zinskupon (Libor plus)	Initial Rating (Moody's/S&P)
A-1a	2400	80,0	20,0	25,5bp	Aaa /AAA
A-1b	150	5,0	15,0	34bp	Aaa /AAA
A-2	180	6,0	9,0	75bp	Aaa /AAA
A-3	144	4,8	4,2	110bp	Aaa /AAA
B	52,5	1,7	2,5	150bp	Aa2 /AA
C	26,5	0,9	1,6	295bp	A2 /A
D	32	1,1	0,5	600bp	Baaa2/BBB
Preference Shares	16	0,5	0,0	-	N.R.
Gesamt	3000	100,0			

### Auffälligkeiten

Im Abschnitt „Risikofaktoren“ des Emissionsprospekts wird darauf hingewiesen, dass die Verluste durch eine sequentielle Verlustverteilung zuerst die nachrangigen Tranchen, beginnend mit den „Preference Shares“, treffen.<sup>128</sup> Somit ist die von der BayernLB erworbene

<sup>128</sup> Prospekt [Zeta] S. 24: „Generally, to the extent that any losses are suffered by any of the holders of any Offered Securities, such losses will be borne, first, by the holders of the Preference Shares, second, by the holders of the Class D Notes, third, by the holders of the Class C Notes, fourth, by the holders of the Class B

Tranche - vergleichbar einer Mezzanine-Tranche - vorrangig vor der A-1a-Tranche, der A-1b-Tranche und der A-2-Tranche (die zusammen rd. 91% des Pools ausmachen) von Verlusten betroffen.

Die Darstellung der Tranchenstruktur durch die BayernLB enthält nicht die Class X Notes im Volumen von USD 19,5 Mio. Diese erhielten laut Prospekt vorrangig vor der BayernLB - und während der „Reinvestment Period“ - fixe Tilgungszahlungen aus dem Zinswasserfall.<sup>129</sup> Die eigentlich nachrangigen Class X Notes werden damit vor der Tranche der BayernLB getilgt, ohne dass dies im Kreditbericht dokumentiert ist. Unklar ist, ob diese Besonderheit von der BayernLB erkannt wurde.

Weiterhin wurden die „Preference Shares“ im Kreditbericht mit einem Volumen von USD 16 Mio. dargestellt und in die Kalkulation der Subordination der BayernLB-Tranche in dieser Höhe mit einbezogen.<sup>130</sup> Laut Emissionsprospekt wurden jedoch 16.000 Preference Shares zu je USD 0,01 ausgegeben. Das Emissionsvolumen der Preference Shares betrug also USD 160 (in Worten: einhundertsechzig US-Dollar)<sup>131</sup>, nicht - wie im Kreditbericht dargestellt - USD 16 Mio. Bei den USD 16 Mio. handelte es sich ausweislich der Angaben des Emissionsprospekts um die sog. „Liquidation Preference“.<sup>132</sup> Dabei handelt es sich nicht um einen anfänglichen Kapitalabfluss für die Zeichner der „Preference Shares“, sondern - im Gegenteil - einen zu erwartenden zukünftigen Vorzug (also einen Kapitalzufluss) bei Abwicklung der Transaktion. Die Inhaber der „Preference Shares“ erhalten im Fall der Liquidation vorrangig (also vor Berücksichtigung der Inhaber der „Ordinary Shares“) einen Betrag von insgesamt USD 16 Mio. ausbezahlt, obwohl sie nur insgesamt USD 160 - einbezahlt haben.<sup>133</sup> Des Weiteren berechnet sich die Amortisation („Targeted Rate of Return“) der „Preference Shares“ - also der

---

*Notes, fifth, pari passu, by the holders of the Class A-3 Notes and the Class X Notes, sixth, by the holders of the Class A-2 Notes, seventh, by the holders of the Class A-1B Notes and eighth, by the holders of the Class A-1A Notes.”*

<sup>129</sup> Prospekt [Zeta] S. 87.

<sup>130</sup> Credit Report [Zeta] S. 2.

<sup>131</sup> Prospekt [Zeta] S. 1.

<sup>132</sup> Vgl. Prospekt [Zeta] S. 120.

<sup>133</sup> Prospekt [Zeta] S. 108, 110.

Betrag auf den ihnen bevorrechtigt „Excess Spread“ zugewiesen wird<sup>134</sup> - nach dem fiktiv erbrachten Kapitaleinsatz, hier also nach USD 16 Mio. und nicht nach den tatsächlich eingezahlten USD 160.

Der Kreditbericht der BayernLB geht auf diese Umstände nicht ein. Die BayernLB vertritt die Auffassung, dass die „Einwertung“ der „Preference Shares“ der „Liquidation Preference“ von USD 16 Mio. entspreche. Der tatsächliche Emissionspreis der „Preference Shares“ sei den Investoren nicht genannt worden. Trotz dem möglicherweise niedrigeren „Par Value“ sei die Subordination der von der BayernLB erworbenen A-3-Tranche nicht kleiner, als im Kreditbericht angegeben.<sup>135</sup>

Im Kreditbericht der BayernLB vom 31.08.2007 werden die Risiken der Verbriefungsstruktur („Structural Risk“) - nach Erwerb (8 bzw. 12-Wochen-Ankaufsregelung) - insgesamt als inakzeptables Risiko („Unacceptable Risk“) bewertet. Dies wird wie folgt begründet:

- Die Overcollateralization- und Interest Coverage-Tests seien infolge verzögerter Downgrading-Praxis der Ratingagenturen aufgrund der gegenwärtigen Marktverhältnisse nicht zuverlässig. Es könne daher zu Zins- und Tilgungszahlungen an nachrangige Investoren einschließlich der Equity-Tranche kommen.<sup>136</sup>
- Selbst bei einer zeitnahen Ratingherabstufung könnten Tilgungszahlungen nur nach Ablauf der Reinvestment Period erwartet werden und selbst dann seien 91% der Kapitalstruktur vorrangig.<sup>137</sup> Die A-3 Notes würden während der „Reinvestment Period“ keine Tilgungszahlungen erhalten. Wenn nach der Reinvestment Period die OC und/oder IC-Tests gebrochen würden, komme es zu einer sequentiellen Tilgung. Hierbei werde zunächst die gesamte vorrangige Kapitalstruktur (91%) vor der BayernLB bedient. Wann

---

<sup>134</sup> Prospekt [Zeta] S. 160. Nach Erreichen der „Targeted Rate of Return“ steht „Excess Spread“ zur Zahlung der „Incentive Collateral Management Fee“ zur Verfügung, wird also dem Collateral Manager zugewiesen, vgl hierzu näher unten A.XI.4.d).

<sup>135</sup> Vgl. die Antwort der BayernLB auf die Frage 72 der FGS-Frageliste vom 07.07.2010, im Datenraum abzurufen unter 6\_27.

<sup>136</sup> Credit Report [Zeta] S. 3.

<sup>137</sup> Credit Report [Zeta] S. 3.

die BayernLB zum Zuge komme, sei schwer vorauszusehen. Das hänge letztlich von der gesamtwirtschaftlichen Lage ab.

### c) Vermögenswerte (Underlyings) der CDO of ABS

#### aa) Anlagebeschränkungen gemäß Emissionsprospekten

Kernelement der untersuchten CDO of ABS ist ihr Investmentportfolio aus RMBS- und CDO-Papieren. Ausweislich der Emissionsprospekte sind auch Investitionen in sogenannte synthetische Assets (vorwiegend „Credit Default Swaps“ - CDS)<sup>138</sup> mit RMBS und CDO als Referenzwert möglich.

Bei allen dynamischen CDO of ABS bestehen für den Erwerb von Vermögenswerten für das Portfolio durch den Collateral Manager diverse - in der Regel in Prozent angegebene - Anlagebeschränkungen.<sup>139</sup> Die Bezugsgröße für die prozentuale Anlagebeschränkung ist abhängig von der jeweiligen Transaktion. So ist z.B. beim [Alpha]<sup>140</sup> immer das jeweilige Portfoliovolumen maßgebend, während beim [Beta]<sup>141</sup> stets der Wert von USD 1 Mrd. relevant ist, unabhängig davon ob das Portfolio in vollem Umfang aufgebaut ist oder durch Tilgungen bzw. Verkäufe reduziert ist. Beim [Epsilon]<sup>142</sup> wurde angegeben, dass für synthetische Assets die jeweiligen Referenzwerte maßgeblich sind.

---

<sup>138</sup> Vgl. oben Abschnitt 1. a).

<sup>139</sup> Der [Gamma] hat als statische CDO-Transaktion keine Anlagebeschränkungen. Die Investitionen des [Gamma] sind als Anlage zum Emissionsprospekt dargestellt.

<sup>140</sup> Prospekt [Alpha] S. 69.

<sup>141</sup> Prospekt [Beta], S. 187.

<sup>142</sup> Prospekt [Epsilon], S. 140.

Die folgende Tabelle gibt einen vereinfachten Überblick über ratingbezogene Anlagebeschränkungen der dynamischen CDO of ABS-Transaktionen bezüglich des Ratings:

	<b>Anlagebeschränkungen Rating</b>				
	<b>[Alpha]</b>	<b>[Beta]</b>	<b>[Delta]</b>	<b>[Epsilon]</b>	<b>[Zeta]</b>
<b>AAA</b>	min. 50% <sup>143</sup>	min 15% <sup>144</sup>	keine Angaben	min 10% <sup>145</sup>	keine Angaben
<b>übrige Investment Grade (BBB- bis AA+)</b>	max. 10% < AA- <sup>146</sup>	max. 30% < AA- <sup>147</sup>	Rating min. A- <sup>148</sup>	max. 30% < AA- <sup>149</sup> Rating min. A- <sup>150</sup>	max. 30% < AA- <sup>151</sup> Rating min. A- <sup>152</sup>
<b>Speculative Grade (&lt; BBB-) und ohne Rating</b>	max. 10% <sup>153</sup>	max. 30% <sup>154</sup>	nicht zulässig <sup>155</sup>	nicht zulässig <sup>156</sup>	nicht zulässig <sup>157</sup>

<sup>143</sup> Prospekt [Alpha] S. 203

<sup>144</sup> Prospekt [Beta] S. 179

<sup>145</sup> Prospekt [Epsilon] S. 139 (24)

<sup>146</sup> Prospekt [Alpha] S. 203

<sup>147</sup> Prospekt [Beta] S. 179

<sup>148</sup> Prospekt [Delta] S. 125 (2): Rating min. A-

<sup>149</sup> Prospekt [Epsilon] S. 139 (25)

<sup>150</sup> Prospekt [Epsilon] S. 111 (2): Rating min. A-

<sup>151</sup> Prospekt [Zeta] S. 123 (5 b)

<sup>152</sup> Prospekt [Zeta] S. 123 (5 b): Rating min. A-

<sup>153</sup> Prospekt [Alpha] S. 203

<sup>154</sup> Prospekt [Beta] S. 179

<sup>155</sup> Prospekt [Delta] S. 125 (2): Rating min. A-

<sup>156</sup> Prospekt [Epsilon] S. 111 (2): Rating min. A-

<sup>157</sup> Prospekt [Zeta] S. 123 (5 b): Rating min. A-

Die folgende Tabelle gibt einen Überblick über ausgewählte Anlagebeschränkungen der dynamischen CDO of ABS-Transaktionen bezüglich der zulässigen Assetklassen:

Einzelne Anlagebeschränkungen: Assetklasse des Underlying					
	[Alpha]	[Beta]	[Delta]	[Epsilon]	[Zeta]
<b>RMBS Subprime</b>	Home Equity max. 22,5% <sup>158</sup>	keine spezielle Anlagebeschränkung; Hinweis: "large percentage" <sup>159</sup>	max. 40% <sup>160</sup>	max. 55%;  max. 20% mit Rating < AA- <sup>161</sup>	keine spezielle Anlagebeschränkung; Hinweis: "large percentage" <sup>162</sup>
<b>CDO of ABS</b>	max. 12,5% <sup>163</sup>	max. 30% <sup>164</sup>	"ABS CDO High Grade": max. 17,5% <sup>165</sup> ;  "ABS CDO Mezzanine Grade": max. 30% <sup>166</sup>	"ABS CDO High Grade": max. 10% <sup>167</sup> ;  "ABS CDO Mezzanine Grade": max. 20% <sup>168</sup>	max. 25% <sup>169</sup> ;  < AAA max. 15% <sup>170</sup> ;  < AA- max. 5% <sup>171</sup>  Mezzanine CDO of ABS max. 12,5% <sup>172</sup>
<b>Mezzanine Tranchen</b>	keine spezielle Anlagebeschränkung	keine spezielle Anlagebeschränkung	keine spezielle Anlagebeschränkung	keine spezielle Anlagebeschränkung	Die erworbenen CDO umfassen voraussichtlich Senior- und Mezzanine-Tranchen. <sup>173</sup>

<sup>158</sup> Prospekt [Alpha] S. 105, 204

<sup>159</sup> Prospekt [Beta] S. 41

<sup>160</sup> Prospekt [Delta] S. 150 (8 iii)

<sup>161</sup> Prospekt [Epsilon] S. 138 (15)

<sup>162</sup> Prospekt [Zeta] S. 32

<sup>163</sup> Prospekt [Alpha] S. 203

<sup>164</sup> Prospekt [Beta] S. 183

<sup>165</sup> Prospekt [Delta] S. 148 (2 i)

<sup>166</sup> Prospekt [Delta] S. 148 (2) und 232.

<sup>167</sup> Prospekt [Epsilon] S. 139 (20)

<sup>168</sup> Prospekt [Epsilon] S. 139 (19)

<sup>169</sup> Prospekt [Zeta] S. 126 (24 A)

<sup>170</sup> Prospekt [Zeta] S. 126 (24 B)

<sup>171</sup> Prospekt [Zeta] S. 126 (24 C)

<sup>172</sup> Prospekt [Zeta] S. 126 (24 E)

<sup>173</sup> Prospekt [Zeta] S. 43

Im Prospekt [Epsilon] wird darauf verwiesen, dass Investments in CDO das effektive Subprime Exposure erhöhen können.<sup>174</sup>

Der Begriff „ABS CDO High Grade“ ist im [Delta]-<sup>175</sup> und im [Epsilon]-Prospekt<sup>176</sup> wie folgt definiert: ABS CDO High Grade Securities erwerben nur ABS, die ein Rating von mindestens A- aufweisen.

Der Begriff „ABS CDO Mezzanine Grade“ ist im [Delta]-<sup>177</sup> und im [Epsilon]-Prospekt<sup>178</sup> wie folgt definiert: ABS CDO Mezzanine Grade Securities erwerben zu einem wesentlichen Teil ABS mit einem Rating unter A-.

Gemäß [Zeta]-Prospekt bestehen „Mezzanine ABS CDO Securities“ aus einem ABS-Portfolio mit einem durchschnittlichen Rating von BBB oder niedriger.<sup>179</sup>

Die folgende Tabelle gibt einen Überblick über Informationen in den Emissionsprospekten der dynamischen CDO of ABS-Transaktionen zu ausgewählten Erwerbskriterien, die die BayernLB bei von ihr unmittelbar erworbenen RMBS-Transaktionen als maßgeblich angesehen hat:

---

<sup>174</sup> Prospekt [Epsilon] S. 117

<sup>175</sup> Prospekt [Delta] S. 231

<sup>176</sup> Prospekt [Epsilon] S. C-1

<sup>177</sup> Prospekt [Delta] S. 231

<sup>178</sup> Prospekt [Epsilon] S. C-1

<sup>179</sup> Prospekt [Zeta] S. 230

<b>Angaben zu ausgewählten RMBS-Erwerbskriterien der BayernLB</b>				
	<b>[Beta]</b>	<b>[Delta]</b>	<b>[Epsilon]</b>	<b>[Zeta]</b>
<b>Negative Amortization</b>	Ein Teil der Underlyings könnte aus Negative Amortization Securities bestehen <sup>180</sup> ;  kein "PIK Bond" oder "Deferred Interest PIK Bond" <sup>181</sup>	Negative Amortization Security: Rating min. AA- <sup>182</sup> max. 7,5% <sup>183</sup> ;  kein "PIK Bond" <sup>184</sup>	Deferred Interest PIK Bond: 0% <sup>185</sup>  PIK Bond: max. 15% <sup>186</sup>	Negative Amortization Securities: max. 5% <sup>187</sup>  PIK Bond: max. 5% <sup>188</sup>
<b>Second Lien</b>	Einige Subprime-Transaktionen werden nachrangige Hypothekendarlehen enthalten. <sup>189</sup>	RMBS, die zu mehr als 25% ihres Wertes nachrangig besichert sind („are secured on a second priority basis“): Rating min. A+ <sup>190</sup> ; max. 5% <sup>191</sup>	keine Angaben	Second Lien Securities (ABS, die zu min. 50% mit nachrangigen Hypothekendarlehen besichert sind <sup>192</sup> ): 0% <sup>193</sup>  Einige Subprime-Transaktionen werden nachrangige Hypothekendarlehen enthalten. <sup>194</sup>
<b>LTV</b>	Einige Subprime-Transaktionen werden Hypothekendarlehen mit hohen LTVs enthalten. <sup>195</sup>	keine Angaben	keine Angaben	Einige Subprime-Transaktionen werden Hypothekendarlehen mit hohen LTVs enthalten. <sup>196</sup>

<sup>180</sup> Prospekt [Beta] S. 54

<sup>181</sup> Prospekt [Beta] S. 184

<sup>182</sup> Prospekt [Delta] S. 128 (38)

<sup>183</sup> Prospekt [Delta] S. 150 (8 vi)

<sup>184</sup> Prospekt [Delta] S. 127 (15)

<sup>185</sup> Prospekt [Epsilon] S. 113 (15 C)

<sup>186</sup> Prospekt [Epsilon] S. 136 (3)

<sup>187</sup> Prospekt [Zeta] S. 126 (27)

<sup>188</sup> Prospekt [Zeta] S. 127 (31)

<sup>189</sup> Prospekt [Beta] S. 199

<sup>190</sup> Prospekt [Delta] S. 128 (39)

<sup>191</sup> Prospekt [Delta] S. 150 (8 iv)

<sup>192</sup> Prospekt [Zeta] S. 240

<sup>193</sup> Prospekt [Zeta] S. 134: „Prohibited Securities“

<sup>194</sup> Prospekt [Zeta] S. 133

<sup>195</sup> Prospekt [Beta] S. 199

<sup>196</sup> Prospekt [Zeta] S. 133

## **bb) Tatsächliche Investitionen am Closing Date**

### *(1) Subprime- und Mezzanine-Exposure*

Die nachfolgenden Tabellen zeigen das Subprime-Exposure der jeweiligen Investments zum Emissionsstichtag („Closing Date“). Dieses kann sowohl unmittelbar (direkt) durch die Emissionsgesellschaft, als auch mittelbar (indirekt) durch die Emissionsgesellschaften der angekauften Vermögensgegenstände (usw.) erworben worden sein. Die Tabellen wurden von der BayernLB auf der Basis der ihr zum Closing Date vorliegenden Portfolioinformationen erstellt.

Die von der jeweiligen Zweckgesellschaft erworbenen Vermögenswerte werden als „Underlyings“ bezeichnet. Es ist zu unterscheiden zwischen unmittelbaren (direkt erworbenen) und mittelbaren (z.B. durch die Issuer der CDOs im unmittelbaren Underlying<sup>197</sup> erworbenen) Underlyings. Die nachstehende Tabelle gibt das unmittelbare (direkte) Subprime- und Mezzanine-Exposure der jeweiligen Transaktionen wieder. Dabei handelt es sich um den Anteil der unmittelbaren Investitionen in US RMBS Subprime, sonstige US RMBS Non-Prime und CDO of ABS. Außerdem gibt die Tabelle an, ob es sich bei den erworbenen Anleihen jeweils um vor- oder nachrangige Tranchen handelt:<sup>198</sup>

---

<sup>197</sup> Sog. „Inner CDOs“.

<sup>198</sup> Vgl. die Antwort der BayernLB auf Frage 32 der FGS-Frageliste vom 07.07.2010, abrufbar im Datenraum unter 6\_27.

<b>Portfoliozusammensetzung CDO of ABS zum Closing Date</b>						
<b>1. Unmittelbare Underlyings</b> (einschließlich Referenzaktiva von synthetischen Assets)						
	[Alpha]	[Beta]	[Gamma]	[Delta]	[Epsilon]	[Zeta]
<b>US RMBS Subprime Anteil in %</b>	32.75 %	41.47 %	0 %	26.2%	20%	49.17 %
davon Mezzanine- oder nachrangige Tranchen* Anteil in %	47.01	90.13 %	n.a.	~98%	~98%	97.79 %
<b>US RMBS sonstige Non-Prime Anteil in %</b>	24.69	22.73 %	83.37 %	31.4%	8.3%	9.03 %
davon Mezzanine- oder nachrangige Tranchen* Anteil in %	72.40 %	59.42%	71.53 %	~98%	~98%	4.07 %
<b>CDO of ABS Anteil in %</b>	0 %	29.98 %	0 %	35%	37.6%	7.69 %
davon Mezzanine- oder nachrangige Tranchen* Anteil in %	n.a.	100.00 %	n.a.	100%	100%	100.00 %
<b>Sonstiges Underlying (Anteil in %)</b>	42.56 %	5.82 %	16.63 %	7.4%	34%	34.11 %
<b>Gesamtvolumen des Portfolios in USD Mio.</b>	USD 530 Mio.	USD 1 Mrd.	USD 358 Mio.	USD 2 Mrd.	USD 1.6 Mrd.	USD 2.9 Mrd.
*Gemeint sind alle Tranchen, die hinsichtlich der Verlustallokation nicht die höchste Seniorität haben						

Aus der Tabelle geht hervor, dass die von der BayernLB gezeichneten CDO of ABS ganz überwiegend in nachrangige (mezzanine) Tranchen investiert haben. Diesen werden vorrangig Verluste aus ihrem jeweiligen Portfolio zugewiesen. Außerdem zeigt die Tabelle, dass - soweit die jeweilige Emissionsgesellschaft des jeweiligen CDO of ABS ([Beta], [Delta], [Epsilon] und [Zeta]) wiederum in andere CDO of ABS-Tranchen (sog. „inner CDOs“) investiert hat - diese Tranchen stets nachrangig waren, also vorrangig Verlusten aus den ihnen jeweils zugrundeliegenden Underlyings ausgesetzt waren.

In der folgenden Tabelle ist das Subprime- und Mezzanine-Exposure nach dem „Durchschau-  
prinzip“ (also unmittelbares und mittelbares Exposure zusammen unter „Hinwegdenken“ der  
einzelnen Verbriefungsstufen) dargestellt:<sup>199</sup>

<b>Portfoliozusammensetzung CDO of ABS zum Closing Date</b>						
<b>2. Underlyings nach dem <u>Durchschauprinzip</u> (unmittelbar und mittelbar)</b>						
(einschließlich Referenzaktiva von synthetischen Assets)						
	[Alpha]	[Beta]	[Gamma]	[Delta]	[Epsilon]	[Zeta]
<b>US RMBS Subprime Anteil in %</b>	32.75 %	Nicht verfügbar	0 %	Nicht verfü- bar; mittelbares Referenzportfo- lio wurde auf Einzelebene, d.h. pro CDO analysiert	Nicht ver- fügbar	Nicht ver- fügbar; mittelbares Referenz- portfolio wurde auf Einzelebene, d.h. pro CDO analy- siert
davon Mezzanine- oder nachran- gige Tranchen* Anteil in %	47.01 %		n.a.			
<b>US RMBS sonstige Non- Prime Anteil in %</b>	24.69 %	Nicht verfügbar	83.37 %	Nicht verfü- bar; mittelbares Referenzportfo- lio wurde auf Einzelebene, d.h. pro CDO analysiert	Nicht ver- fügbar	Nicht ver- fügbar; mittelbares Referenz- portfolio wurde auf Einzelebene, d.h. pro CDO analy- siert
davon Mezzanine- oder nachran- gige Tranchen* Anteil in %	72.40 %		71.53 %			
*Gemeint sind alle Tranchen, die hinsichtlich der Verlustallokation nicht die höchste Seniorität haben						

<sup>199</sup> Vgl. die Antwort der BayernLB auf Frage 33 der FGS-Frageliste vom 07.07.2010, abrufbar im Datenraum unter 6\_27.

Die Tabelle zeigt, dass der BayernLB bei den Papieren [Beta], [Delta], [Epsilon] und [Zeta] entweder keine Angaben zum mittelbaren Underlying vorlagen oder dieses auf Einzelebene, also auf der Ebene des jeweiligen CDO analysiert wurde. Die Prüfungsdichte der BayernLB bei den mittelbaren Underlyings beschränkte sich nach eigener Aussage im Wesentlichen darauf, deren „Attachment- und Detachment-Points“ festzustellen, also die Beträge, bei denen ein erstmaliger Verlust („first dollar loss“- „Attachment Point“) und ein Totalverlust („last dollar loss“ - „Detachment Point“) festzustellen wäre. Dabei handelt es sich allerdings ausschließlich um eine Ausprägung der Transaktionsstruktur. Das Underlying der betreffenden Papiere (Assetklassen, etc.) stand dagegen nicht im Fokus der Prüfungshandlungen der BayernLB. Die entsprechenden Daten standen auch nicht in allen Fällen zur Verfügung.<sup>200</sup>

## (2) Kennzahlen der zugrundeliegenden Hypothekendarlehen

Zu den letztendlich zugrundeliegenden Hypothekendarlehen (unterste Verbriefungsstufe bzw. eigentliches Kreditrisiko<sup>201</sup>) hat die BayernLB folgende Daten erhoben:<sup>202</sup>

---

<sup>200</sup> Vgl. die Antwort der BayernLB auf Frage 34 der FGS-Frageliste vom 07.07.2010, abzurufen im Datenraum unter 6\_27.

<sup>201</sup> Unabhängig davon, ob unmittelbar oder mittelbar, ob tatsächlich im Portfolio oder nur (synthetisch) referenziert.

<sup>202</sup> Vgl. die Antwort der BayernLB auf Frage 35 der FGS-Frageliste vom 07.07.2010, abzurufen im Datenraum unter 6\_27.

<b>Portfoliozusammensetzung CDO of ABS zum Closing Date</b>						
<b>3. Kennzahlen der zugrundeliegenden Hypothekendarlehen</b>						
<b>(einschließlich <u>mittelbar</u> über CDO of ABS und <u>Referenzaktiva</u> von synthetischen Assets)</b>						
	[Alpha]	[Beta]	[Gamma]	[Delta]	[Epsilon]	[Zeta]
<b>„Negative Amortization“-Hypothekendarlehen</b> Anteil in %	Nicht Gegenstand der Analyse	0.36 % (Durchschnitt fuer unmitttelbares Portfolio)	Nicht Gegenstand der Analyse	Nicht Gegenstand der Analyse	Nicht Gegenstand der Analyse	Nicht Gegenstand der Analyse
<b>„Second Lien“-Hypothekendarlehen</b> Anteil in %	Nicht Gegenstand der Analyse	0.07 % (Durchschnitt fuer unmitttelbares Portfolio)	Nicht Gegenstand der Analyse	Nicht Gegenstand der Analyse	Nicht Gegenstand der Analyse	Nicht Gegenstand der Analyse
<b>LTV der Hypothekendarlehen</b> in %	71.59 %	76.20 % (Durchschnitt fuer unmitttelbares Portfolio)	73.96 %	79.02 % (Durchschnitt fuer unmitttelbares Portfolio)	71.96 % (Durchschnitt fuer unmitttelbares Portfolio)	79.18 % (Durchschnitt fuer unmitttelbares Portfolio)

Die entsprechenden Daten wurden nach Aussage der BayernLB deshalb nicht in allen Fällen angefordert, weil der Fokus bei den mittelbaren Underlyings auf der Ermittlung der „Attachment- und Detachment Points“ lag.<sup>203</sup>

<sup>203</sup> Vgl. die Antwort der BayernLB auf die Frage 36 der FGS-Frageliste vom 07.07.2010, im Datenraum abrufbar unter 6\_27.

### (3) *Vertragsbedingungen der synthetischen Assets im Underlying*

Nach Aussage der BayernLB waren die Vertragsbedingungen für synthetische Assets nicht in allen Fällen bekannt, insbesondere nicht für synthetische Assets der CDOs im jeweiligen Underlying (sog. „Inner CDOs“) der Transaktionen [Beta], [Delta], [Epsilon] und [Zeta]. Unbekannt waren auch die Vertragsbedingungen sämtlicher mittelbarer Underlyings (insbesondere also von „Inner CDOs“).<sup>204</sup> Die BayernLB ging davon aus, dass es sich bei den fraglichen Verträgen entweder um solche handelte, die den Vorgaben der ISDA<sup>205</sup> entsprachen oder jedenfalls von den Ratingagenturen bestätigt worden waren.<sup>206</sup>

### cc) **Hinweise in den Emissionsprospekten zu den Risiken der Vermögenswerte der CDO of ABS**

#### (1) *Einfluss der Hebelwirkung*

Vier der sechs Emissionsprospekte weisen deutlich auf die Hebelwirkung hin, die entsteht, wenn der CDO of ABS in nachrangige Tranchen von strukturierten Verbriefungen investiert: *„Furthermore, because subordinate Structured Finance Securities may represent a relatively small percentage of the size of an asset pool being securitized, the impact of a relatively small loss on the overall asset pool may be substantial on the holders of such subordinate security“*.<sup>207</sup>

Darüber hinaus wird im Emissionsprospekt [Delta] auf die besondere Hebelwirkung hingewiesen, die das Verlustrisiko der Investoren erhöht, sofern der CDO of ABS in andere CDOs investiert. *„In addition, the Issuer’s exposure under a CDO security will be leveraged, since the aggregate par amount of the underlying pool of assets will exceed the Principal Balance*

---

<sup>204</sup> Vgl. die Antworten der BayernLB auf die Frage 40 a) und b) der FGS-Frageliste vom 07.07.2010, im Datenraum abrufbar unter 6\_27.

<sup>205</sup> „International Swaps and Derivatives Association“, dabei handelt es sich um eine Handelsorganisation von Teilnehmern auf dem Derivatemarkt. Diese gibt Musterverträge (das sog. „ISDA Master Agreement“) heraus, an denen sich die Vertragsbeteiligten bei derivativen Geschäften orientieren können.

<sup>206</sup> Vgl. die Antwort der BayernLB auf die Frage 40 c) der FGS-Frageliste vom 07.07.2010, im Datenraum abrufbar unter 6\_27.

<sup>207</sup> Prospekt [Delta] S. 35, ähnlich Prospekt [Zeta] S. 31, Prospekt [Epsilon] S. 34; Prospekt [Beta] S. 39.

*of the relevant CDO Security. The leveraged nature of such exposure may mean that the Issuer is highly exposed to small changes in the overall credit market conditions relating to the pool of underlying assets, which may have a lower rating than that of the related CDO Security. [...] This leverage may also increase the risk of loss to the Issuer and consequently the risk of loss to the Holders of the Notes.”<sup>208</sup>*

(2) *RMBS als Underlying*

### **[Delta]**

Der Emissionsprospekt enthält folgende Risikohinweise:<sup>209</sup>

- „Die Zwangsversteigerung einer Immobilie bei Ausfall des zugehörigen „residential mortgage loans“ sei ein langwieriger, schwieriger und kostenintensiver Prozess.
- Ein bestimmter Prozentsatz der „Collateral Assets“ werde von New Century Financial Corporation als Servicer betreut. Diese habe am 02.04.2007 einen Antrag nach Chapter 11 des United States Bankruptcy Code gestellt. [Delta] wurde von der BayernLB am 26.04.2007 erworben.
- [Name], ein weiterer Servicer von RMBS im Collateral, habe kürzlich mitgeteilt, dass dort behördliche Ermittlungen durchgeführt werden.
- Der Issuer werde in nachgeordnete RMBS-Tranchen investieren. Diese seien einem höheren Verlustrisiko ausgesetzt, als die vorrangigen Tranchen („Senior Classes“).<sup>210</sup>

---

<sup>208</sup> Prospekt [Delta] S. 39 f.

<sup>209</sup> Prospekt [Delta] S. 36.

<sup>210</sup> Prospekt [Delta] S. 37.

## [Epsilon]

Für die [Epsilon]-Anleihen weist der Emissionsprospekt auf folgende Risiken im Zusammenhang mit RMBS hin:<sup>211</sup>

- Neben „interest-only loans“ könnten die Underlyings von RMBS auch Kredite enthalten, die eine besondere Gestaltung aufwiesen, um das Darlehen für die Kreditnehmer „erschwinglicher“ („more affordable“) zu machen. Diese enthielten eine anfänglich niedrige Festzinsrate („fixed rate“), die sich vor Endfälligkeit in eine variable Verzinsung („floating rate coupon“) wandle.
- Zudem könnten „negative amortization mortgage loans“ enthalten sein. Diese Darlehensformen erlaubten die Kreditvergabe zu niedrigen monatlichen Raten. Bei Umwandlung in eine variable Verzinsung könne es zu einem erheblichen Anstieg der monatlichen Zinsbelastung des Kreditnehmers kommen.<sup>212</sup>

## [Zeta]

Im Emissionsprospekt für [Zeta] wird auf folgende Risiken hingewiesen:

### Allgemeine Hinweise

- Eine große Anzahl der RMBS bestehe aus „Residential B/C Mortgage Securities“, die eine höhere Verlustwahrscheinlichkeit aufwiesen als Residential A Mortgage Securities“.
- RMBS, die durch Subprime-Hypotheken abgesichert sind, seien durch niedrigere Kreditvergabestandards („Underwriting Standards“) gekennzeichnet. Hierdurch entstehe ein zusätzliches Risiko.

---

<sup>211</sup> Prospekt [Epsilon] S. 28 ff.

<sup>212</sup> Prospekt [Epsilon] S. 30.

- Es könnten Hypothekendarlehen mit einer „initial interest-only period“ enthalten sein. Nach Ablauf dieses Zeitraums könne sich der monatliche Schuldendienst der Darlehensnehmer durch die hinzukommenden Tilgungszahlungen erhöhen, wodurch es insbesondere in Kombination eines Anstiegs der variablen Zinsen zu Zahlungsverzögerungen und -ausfällen kommen könne.
- Rechtliche Risiken im Zusammenhang mit Darlehensgewährung und Servicing könnten die Zahlung von Zins und Tilgung beeinträchtigen.
- Die RMBS seien nicht durch eine staatliche Organisation oder eine dritte Personen garantiert oder versichert.<sup>213</sup>

#### Aktuelle Entwicklungen („Recent Developments“)

Jüngere Entwicklungen auf dem RMBS-Markt seien geeignet, den Marktwert der angebotenen Wertpapiere zu beeinträchtigen.<sup>214</sup> Insbesondere wird hingewiesen auf:

- kontinuierliche Zunahme von Zahlungsverzögerungen, Ausfällen und Zwangsversteigerungen von Privatimmobilien in den letzten Monaten, insbesondere im Subprime-Segment.
- Risiko sinkender Immobilienwerte; dies betreffe insbesondere den subprime-Sektor, der sich durch höhere Beleihungsfaktoren („Loan-to-Value-Ratios“) auszeichne.
- Steigende Marktzinsen könnten zusätzliche Ausfälle bei ARM's, insbesondere im subprime-Segment, verursachen. Risiken drohten insbesondere bei „Interest Only“- oder „Negative Amortization“-Darlehen, bei denen die Kreditnehmer vor einem (teilweise erheblichen) Anstieg der Zinsbelastung stünden.

---

<sup>213</sup> Prospekt [Zeta] S. 32 ff.

<sup>214</sup> Prospekt [Zeta] S. 36 ff.; Prospekt [Epsilon] S. 30 ff.

- Steigende Zinsen und fallende Immobilienpreise könnten Refinanzierungsmaßnahmen der Kreditnehmer behindern und damit ebenfalls Zahlungsverzögerungen oder Ausfälle herbeiführen.
- Ein zunehmender Trend zur Herabsetzung von Kreditvergabekonditionen habe die Krisenanfälligkeit des Subprime-Sektors erhöht, insbesondere durch die Vergabe von Darlehen ohne (bzw. nur mit eingeschränkter) Kreditprüfung oder höheren „Loan-to-Value-Ratios“.
- Jüngere Entwicklungen in der Vergabe sog. „piggy-back-loans“ könnten dazu führen, dass die betreffenden Kreditnehmer wenig bis überhaupt kein Eigenkapital in ihren Immobilien gebunden hätten, was einen negativen Einfluss auf deren Bindung an das jeweilige Finanzierungsobjekt habe.
- Ausfälle in hoch verzinsten RMBS-Portfolios seien wahrscheinlicher als in niedrig verzinsten. Sie hätten gleichzeitig Einfluss auf den gewichteten Zinsertrag, der sich durch die Ausfälle ebenfalls reduziere.
- Fallende Immobilienpreise könnten sich insbesondere negativ auf „second lien mortgage loans“ auswirken, die in den Kreditportfolien von „Residential B/C Mortgage Securities“ enthalten sein könnten.
- Risiko von Herabstufungen („Downgrade Risk“): RMBS-Tranchen mit einem Rating von „BBB-“ oder geringer seien nach jüngsten Verlautbarungen der Ratingagenturen in besonderem Maße von Ratingherabstufungen bedroht.<sup>215</sup>

Diese erheblichen Veränderungen der Marktumstände könnten zu einer Verminderung der Cash-Flows aus RMBS oder ABS CDOs führen.

---

<sup>215</sup> Prospekt [Zeta] S. 37.

### Hinweis auf Insolvenzen, finanzielle Schwierigkeiten oder aufsichtsrechtliche Maßnahmen bezüglich Originatoren und Servicern von Subprime Mortgage Loans

Cash-flows aus dem unterliegenden Portfolio könnten beeinträchtigt werden durch Insolvenzverfahren („*bankruptcy proceedings*“), finanzielle Schwierigkeiten („*financial difficulties*“) oder aufsichtsrechtliche Maßnahmen („*regulatory enforcement actions*“) betreffend:

- [Liste mit sieben Name von Originatoren und Servicern],
- oder verbundene Unternehmen („*affiliates*“) der vorgenannten Originatoren oder Servicer.

Das Portfolio bestehe teilweise („*a portion of*“) aus Vermögensgegenständen, bei denen die genannten Institute Originator oder Servicer insolvent oder in finanziellen Schwierigkeiten waren.<sup>216</sup> Der genaue Anteil solcher Kredite am Portfolio wird nicht genannt.

#### „Negative Amortization“-Darlehen:

Bis zu 5 Prozent des Portfolios könnten aus „Negative Amortization“-Darlehen bestehen.<sup>217</sup> Diese führen zu einem kontinuierlichen Auflaufen von Zinsansprüchen und damit zu einer Erhöhung der vom Darlehensnehmer zu entrichtenden Raten. Die aufgelaufenen Zinsen tragen selbst wieder Zinsen und erhöhen so zusätzlich die noch ausstehende Restschuld und damit auch die später zu entrichtenden Tilgungsraten. Dieser Effekt führt zu einem erhöhten Ausfallrisiko, wenn die Kreditnehmer die erhöhten Raten nicht bezahlen können.

#### (3) *CDOs als Underlying*

In den Emissionsprospekten [Beta] und [Zeta] wird auf besondere Risiken hingewiesen, die dadurch entstehen, dass im Underlying CDOs enthalten sind. Die CDO-Tranchen im Underlying bestünden sowohl aus vorrangigen als auch mezzaninen CDO-Tranchen. Verluste träfen nach der Kapitalstruktur der betreffenden CDOs zuerst die Inhaber der mezzaninen CDO-

---

<sup>216</sup> Prospekt [Zeta] S. 38.

<sup>217</sup> Prospekt [Zeta] S. 45 f.

Tranchen („*To the extent that any losses are incurred by the issuer thereof in respect of its CDO Securities, such losses will be borne by holders of the mezzanine tranches before any losses are borne by the holders of senior tranches*“).<sup>218</sup>

#### (4) *Synthetische Assets als Underlying*

Im [Beta]-Prospekt wird als Risikofaktor angeführt, dass der Emissionsprospekt keine Informationen zur Kreditqualität der synthetisch in Bezug genommenen Referenzaktiva („Reference Obligations“) enthält. Die Investoren hätten auch nicht das Recht, solche Informationen von einem Transaktionsbeteiligten, insbesondere der „Synthetic Asset Counterparty“ oder dem Collateral Manager, zu verlangen. Die „Synthetic Asset Counterparty“ sei nicht verpflichtet, Einsicht in ihre Geschäftsbücher zu gewähren. Keiner der Transaktionsbeteiligten müsse die Investoren über ein bevorstehendes „Event of Default“ informieren.<sup>219</sup>

Des Weiteren wird in den Risikofaktoren des [Beta]-Prospekts erläutert, dass die Vertragsdokumentation von Credit Default Swaps einem stetigen Wandel unterworfen sei und nicht in allen Fällen den Vorgaben der ISDA entsprechen müsse.<sup>220</sup>

Im [Zeta]-Prospekt wird unter den Risikofaktoren auch darauf hingewiesen, dass der Prospekt keine Informationen zur Kreditqualität der Referenzaktiva („Reference Obligations“) der Synthetischen Assets enthalte. Die Investoren hätten kein Recht, von der „Synthetic Asset Counterparty“, dem Issuer oder einem anderen Transaktionsbeteiligten Informationen zu den Referenzaktiva zu erhalten. Die „Synthetic Asset Counterparty“ sei nicht verpflichtet, Hinweise zu einem möglicherweise bevorstehenden „Event of Default“ oder „Floating Amount Event“ zu

---

<sup>218</sup> Prospekt [Zeta] S. 43; Prospekt [Beta] S. 45.

<sup>219</sup> Prospekt [Beta] S. 51: „*No information on the credit quality of the Reference Obligations is provided herein. The holders of Offered Securities will not have the right to obtain from the Synthetic Security Counterparty, the Issuer, the Collateral Manager, the Initial Purchaser or the Trustee information on the Reference Obligations or information regarding any obligation of any Reference Obligor (other than the limited information set forth in the monthly reports delivered pursuant to the Indenture). The Synthetic Security Counterparty will have no obligation to keep the Issuer, the Trustee or the holders of Offered Securities informed as to matters arising in relation to any Reference Obligation, including whether or not circumstances exist under which there is a possibility of the occurrence of a Credit Event or a Floating Amount Event. None of the Issuer, the Trustee, the Noteholders or the Preference Shareholders will have the right to inspect any records of the Synthetic Security Counterparty relating to the Reference Obligations.*“

<sup>220</sup> Prospekt [Beta] S. 52 f.

erteilen. Weder der Issuer, noch der Collateral Manager, die Investoren oder ein anderer Transaktionsbeteiligter hätten das Recht, die Geschäftsunterlagen der „Synthetic Asset Counterparty“ im Zusammenhang mit den Referenzaktiva einzusehen. Möglichen Investoren wird geraten, vor der Investitionsentscheidung für jede einzelne „Reference Obligation“ den Prospekt samt Nachträgen und den übrigen Angebotsunterlagen sowie sämtliche Servicer- und Trustee-Reports einzusehen.<sup>221</sup>

#### (5) *Rating und historische Daten der Underlyings*

##### Rating der Vermögenswerte

Nach den ausdrücklichen Hinweisen in sämtlichen Emissionsprospekten der Zweckgesellschaften stellen Ratings der Vermögenswerte nur eine Meinung („Opinion“) der Ratingagenturen dar und begründen keine Qualitätsgarantie, Kauf-, Halte- oder Verkaufsempfehlung. Ferner wird darauf hingewiesen, dass Ratings keine Marktpreisrisiken ausdrücken und nicht mehr aktuell sein könnten. Nach den Emissionprospekten ist es also denkbar, dass ein Rating nicht das gesamte Risiko einer Transaktion abbildet. Im Einzelnen:

##### **[Alpha]:**

*“A security rating is not a recommendation to buy, sell or hold any of the Notes, inasmuch as such rating does not comment as to market price or suitability for a particular investor. There is no assurance that a rating will remain for any given period of time or that a rating will not be lowered or withdrawn entirely by a Rating Agency if, in its judgement, circumstances in the future so warrant.”<sup>222</sup>*

---

<sup>221</sup> Prospekt [Zeta] S. 56: *„A prospective investor should review the prospectus, prospectus supplement or other offering materials (and any servicer or trustee reports) for each Reference Obligation prior to making a decision to invest in the Offered Securities.“*

<sup>222</sup> Prospekt [Alpha] S. 49.

**[Beta]:**

*“Credit ratings of debt securities (including the Notes and the Class P Notes offered hereby, the Collateral Debt Securities, Eligible Investments, Class A-1 Prefunding Account Eligible Investments included in the Collateral and the Underlying Note included in the Class P Note Collateral) only represent the rating agencies’ opinions regarding the credit quality of such securities and are not a guarantee of quality. Rating agencies attempt to evaluate the safety of principal and interest payments on debt securities and do not evaluate the risks of fluctuations in market value of such securities. Therefore, credit ratings do not fully reflect all risks of an investment. Also, rating agencies may fail to make timely changes in credit ratings in response to subsequent events, and the credit quality of a debt security may be worse than a rating indicates.”<sup>223</sup>*

**[Gamma]:**

*“Credit ratings of debt securities represent the rating agencies’ opinions regarding their credit quality and are not a guarantee of quality. Rating agencies attempt to evaluate the safety of principal and interest payments and do not evaluate the risks of fluctuations in market value and, therefore, credit ratings may not fully reflect the true risks of an investment. Also, rating agencies may fail to make timely changes in credit ratings in response to subsequent events, so that an issuer’s current financial condition may be better or worse than a rating indicates. Consequently, credit ratings of the Collateral Debt Securities are only a preliminary indicator of investment quality.”<sup>224</sup>*

**[Delta]:**

*“Credit Ratings of debt securities represent the rating agencies’ opinions regarding their credit quality and are not a guarantee of quality. Rating agencies attempt to evaluate the safety of principal and interest payments and do not evaluate risks of fluctuations in market value, therefore, they may not fully reflect the true risks of an investment. Also, rating*

---

<sup>223</sup> Prospekt [Beta] S. 58.

<sup>224</sup> Prospekt [Gamma] S. 20.

agencies may fail to make timely changes in credit ratings in response to subsequent events, so that an issuer's current financial condition may be better or worse than a rating indicates. Consequently, credit ratings of the Collateral Assets will be used by the Collateral Manager only as preliminary indicators of investment quality (although there can be no assurance that the Collateral Manager will be successful in its evaluation of investment quality)."<sup>225</sup>

**[Epsilon]:**

**“Credit ratings may not accurately reflect credit risk.** Credit ratings of debt securities represent the rating agencies' opinions regarding their credit quality and are not a guarantee of quality. Rating Agencies attempt to evaluate the safety of principal and interest payments. However, the Rating Agencies do not evaluate the risks of fluctuations in market value in an investment and therefore their ratings may not fully reflect the true risks of an investment. Also, rating agencies may fail to make timely changes in credit ratings in response to subsequent events, so that an issuer's current financial condition may be better or worse than a rating indicates. Consequently, credit ratings of the Collateral Assets will be used by the Collateral Manager only as preliminary indicators of investment quality (although there can be no assurance that the Collateral Manager will be successful in its evaluation of investment quality). If the credit ratings are not an accurate measure of the credit quality of the Collateral Assets and other Collateral acquired by the Collateral Manager on behalf of the Issuer, the losses on the Collateral Assets could be greater than anticipated, which could result in reductions or delays in the payments of the Notes in reverse order of seniority.”<sup>226</sup>

**[Zeta]:**

“Credit Ratings of debt securities (including the Offered Securities and any Pledged Collateral Debt Security purchased by the Issuer) represent the rating agencies' opinions regarding their credit quality and are not a guarantee of quality. A credit rating is not a recommendation to buy, hold or sell securities and is subject to revision at any time. Rating agencies attempt to evaluate the safety of principal and interest payments and do not evaluate

---

<sup>225</sup> Prospekt [Delta] S. 48.

<sup>226</sup> Prospekt [Epsilon] S. 41.

*the risks of fluctuations in market value, and therefore credit ratings do not fully reflect all risks of an investment. Also, rating agencies may fail to make timely changes in credit ratings in response to subsequent events, and the credit quality of a debt security may be worse than a rating indicates.*<sup>227</sup>

Außerdem weisen die Emissionsprospekte auf folgende Aspekte hin:

- Historische Daten zur Wertentwicklung bestimmter Vermögenswerte seien kein Indikator zur Beurteilung ihrer zukünftigen Performance (*„historical economic performance of a particular type of Collateral Debt Securities is not necessarily indicative of its future performance.“*)<sup>228</sup>
- Verlässliche Informationen zu den Ausfallraten zahlreicher Sicherheiten lägen nicht vor (*„Reliable sources of statistical information do not exist with respect to the default rates for many of the types of Collateral Debt Securities eligible to be purchased by the Issuer.“*)<sup>229</sup>
- Es gebe keine zentrale Datenquelle und kein standardisiertes Verfahren zur Ermittlung der Ausfallraten von strukturierten Finanzprodukten. Historische Ausfallraten indizierten nicht zwingend die zukünftige Wertentwicklung (*„The Issuer is not aware of a central source for relevant data or standardized method for measuring default rates of Structured Finance Securities (including synthetic securities or credit derivative transactions referencing such obligations).“*)<sup>230</sup>

#### **dd) Marktgerechtigkeit der Erwerbspreise gemäß „Warehouse Agreements“**

Die Zweckgesellschaften, die CDO of ABS-Anleihen emittieren, verfügen vor Ausgabe dieser Anleihen über keinerlei Liquidität. Dennoch werden in der Regel zwischen dem Vermögensverwalter der Zweckgesellschaften („Collateral Manager“) und einem weiteren Transaktions-

---

<sup>227</sup> Prospekt [Zeta] S. 50.

<sup>228</sup> Prospekte [Zeta] S. 28 und Prospekt [Delta] S. 50.

<sup>229</sup> Prospekt [Zeta] S. 28; Prospekt [Beta] S. 36; Prospekt [Delta] S. 50.

<sup>230</sup> Prospekt [Zeta] S. 28; Prospekt [Beta] S. 36; Prospekt [Epsilon] S. 42; Prospekt [Delta] S. 50.

beteiligten (i.d.R. eine Investmentbank) bereits im Vorfeld Vereinbarungen getroffen, die den Ankauf der Vermögenswerte durch die Zweckgesellschaft zu einem bestimmten Preis fixieren. Diese Vereinbarungen werden „Warehouse Agreements“ genannt und sichern den Verkäufer der Vermögenswerte - den sog. „Warehouse Provider“ - gegen Preisschwankungen nach unten hin ab. Sinkt also der Preis eines Wertpapiers zwischen dem Zeitpunkt des Abschlusses des Warehouse Agreements und der Anschaffung durch die Zweckgesellschaft bzw. der Emission der CDO of ABS-Anleihen, geht dies im Ergebnis zu Lasten der Erwerber der CDO of ABS-Anleihen, die - verglichen mit dem Marktwert der Underlyings - einen zu hohen Emissionspreis bezahlen.

In den Prospekten [Beta]<sup>231</sup>, [Delta]<sup>232</sup>, [Epsilon]<sup>233</sup> und [Zeta]<sup>234</sup> wird deshalb unter den Risikofaktoren der Emissionsprospekte ausdrücklich darauf hingewiesen, dass die Emissionsgesellschaft die unter den Warehouse Agreements erworbenen Vermögenswerte am „Closing Date“ (dem Tag der Emission der CDO of ABS-Anleihen) zu einem in der Vergangenheit festgelegten Kaufpreis erwirbt. Auch wenn dieser Vergangenheitspreis höher ist als der Marktpreis am Closing Date, ist die Zweckgesellschaft trotzdem verpflichtet, die Vermögensgegenstände zu den historischen Anschaffungskosten des „Warehouse Providers“ zu erwerben. Die Käufer der CDO of ABS-Anleihen tragen somit im Ergebnis das wirtschaftliche Risiko von Marktwertänderungen zwischen dem Zeitpunkt des Erwerbs durch den Warehouse Provider und dem Closing Date.

Das Warehouse Agreement ist in den Emissionsprospekten nicht näher beschrieben oder abgedruckt. Insbesondere enthalten die Prospekte keinerlei Angaben zum Zeitpunkt der ursprünglichen Ankäufe durch den Warehouse Provider sowie zur Höhe der möglichen Differenz zwischen ursprünglichem Kaufpreis und Marktpreis zum Closing Date. Die folgende Tabelle gibt einen Überblick über die Rahmendaten der Warehouse Agreements, die den Prospekten zu entnehmen waren:

---

<sup>231</sup> Prospekt [Beta] S. 65

<sup>232</sup> Prospekt [Delta] S. 53

<sup>233</sup> Prospekt [Epsilon] S.

<sup>234</sup> Prospekt [Zeta] S.

	<b>Warehouse Provider</b>	<b>Datum Warehouse Agreement</b>	<b>Closing Date</b>	<b>Investitionen bis Closing</b>
<b>[Beta]</b>	[beteiligte Investmentbank]	15. November 2005 <sup>235</sup>	30. März 2006	min. 77,5% des erwarteten Portfoliovolumens von USD 1,0 Mrd. <sup>236</sup>
<b>[Delta]</b>	[beteiligte Investmentbank]	nicht angegeben	1. Mai 2007	min. 92,2 % des erwarteten Portfoliovolumens von USD 2,0 Mrd. <sup>237</sup>
<b>[Epsilon]</b>	[Drittpartei]  Das Marktrisiko wird von [beteiligte Investmentbank] übernommen, sofern die Transaktion nicht bis zum 30. Juni 2007 vollzogen ist.	Februar 2006 <sup>238</sup>	7. Juni 2007	min. 69 % des erwarteten Portfoliovolumens von USD 2,0 Mrd. <sup>239</sup>
<b>[Zeta]</b>	[beteiligte Investmentbank]	24. Januar 2007 <sup>240</sup>	26. Juni 2007	ca. 85% des Emissionsvolumens <sup>241</sup>

Besonders auffällig ist in diesem Zusammenhang folgender Hinweis im [Epsilon]-Prospekt: „Although a material decline in the market value of such Collateral Assets has occurred since the date of purchase or binding commitment by the Warehouse Provider, the Issuer will still be obligated to purchase and/or enter into such Collateral Assets at the agreed-upon purchase prices, which will reduce the funds the Issuer would otherwise have available to purchase Collateral Assets during the Ramp-Up Period. The affected Assets are principally comprised of CDO Securities with significant exposure to Subprime RMBS Securities and/or other RMBS Securities, and have declined in market value primarily as a result of adverse conditions currently affecting the residential mortgage loan markets.[...]Furthermore, the market value of such securities may never recover, or may continue to decline, which will

<sup>235</sup> Prospekt [Beta] S. 124

<sup>236</sup> Prospekt [Beta] S. 20

<sup>237</sup> Prospekt [Delta] S. 53

<sup>238</sup> Prospekt [Epsilon] S. 46

<sup>239</sup> Prospekt [Epsilon] S. 46

<sup>240</sup> Prospekt [Zeta] S. 246

<sup>241</sup> Prospekt [Zeta] S. 14

*result in losses to the Issuer if it is required to liquidate such securities at any time, reducing its ability to make payments on the Notes. As of the Closing Date, the aggregate market value of the Collateral Assets will be significantly lower than the aggregate principal amount of the Notes.”*<sup>242</sup>

In den Kreditberichten der BayernLB zu den jeweiligen Transaktionen wird das Warehouse Agreement sowie damit möglicherweise zusammenhängende Risiken nicht thematisiert. Nach Aussage der BayernLB war die „Warehouseperiode“ (also der Zeitraum zwischen dem erstmaligen Ankauf durch den „Warehouse Provider“ und dem Weiterverkauf an den Issuer unter dem „Warehouse Agreement“) bekannt. Eventuellen Marktpreisschwankungen wurde aber keine Bedeutung beigemessen.<sup>243</sup> Die BayernLB ging davon aus, dass sämtliche Aktiva von der Emissionsgesellschaft zu Marktpreisen („*on arm’s length basis*“) erworben werden mussten.<sup>244</sup> Deshalb wurden auch etwaige Differenzen zwischen den Anschaffungskosten des „Warehouse Providers“ und dem Marktpreis am Closing Date (bzw. im Zeitpunkt des Ankaufs durch den Issuer, falls später) nicht geprüft.<sup>245</sup>

#### **ee) Analyse des Portfolios in den Kreditberichten**

##### **[Beta]**

Der Kreditbericht zu [Beta] weist darauf hin, dass die „Offering Materials“ im Hinblick auf synthetische Transaktionen (bis zu 25% des Portfolios, gegenwärtig: 12%) keine klare Definition des „Credit Event“ für CDS enthalten. Nach erster Durchsicht der Vertragsdokumentation wurden die Credit Events für jedes Wertpapier individuell ausgehandelt. Die vereinbarten „Credit Events“ der unterliegenden CDS waren dem Risk Office unbekannt. Es wurde nach

---

<sup>242</sup> Prospekt [Epsilon] S. 46

<sup>243</sup> Vgl. die Antwort der BayernLB auf die Frage 42 d) der FGS-Frageliste vom 07.07.2010, abrufbar im Datenraum unter 6\_27.

<sup>244</sup> Vgl. die Antwort der BayernLB auf die Frage 42 a) der FGS-Frageliste vom 07.07.2010, abrufbar im Datenraum unter 6\_27.

<sup>245</sup> Vgl. die Antwort der BayernLB auf die Frage 42 b) und c) der FGS-Frageliste vom 07.07.2010, abrufbar im Datenraum unter 6\_27.

Einschätzung des Risk Office eine detaillierte rechtliche Analyse der Vertragsdokumentation benötigt<sup>246</sup>, die aber nicht durchgeführt wurde.<sup>247</sup>

## **[Delta]**

Im Kreditbericht der BayernLB werden die Portfoliorisiken („Portfolio Risk“) insgesamt als akzeptables Risiko („Acceptable Risk“) bewertet. Zum Portfolio wird u.a. folgendes ausgeführt:

- Das Portfolio bestehe zu 78,3% aus den Jahrgängen („Vintages“) 2006 bis 2007, die im Vergleich zu den Jahrgängen 2003 bis 2005 bislang eine enttäuschende Entwicklung der Zahlungsverzögerungs- und Verlustraten aufwiesen,<sup>248</sup>
- Als Schwäche wird angegeben, dass 55% des Portfolios ein direktes Kreditrisiko („direct exposure“) in Bezug auf Subprime- und Midprime-Darlehen aufwiesen, deren Kreditnehmer vor dem Hintergrund des gegenwärtigen US-Immobilienmarktes Schwierigkeiten hätten, ihre Zahlungen aufrechtzuerhalten.<sup>249</sup>
- Ebenfalls als Schwäche angesehen wird, dass 35% des Portfolios aus CDO of ABS bestünden, die mit „mezzaninen“ (Rating BBB+ und niedriger) RMBS besichert seien. Diese RMBS hätten ein wesentlich geringeres Credit Enhancement, als „high grade“ RMBS (Rating A- oder besser).<sup>250</sup>

---

<sup>246</sup> Credit Report [Beta] S. 7

<sup>247</sup> Vgl. die Antwort der BayernLB auf die Frage 43 b) der FGS-Frageliste vom 07.07.2010, im Datenraum abzurufen unter 6\_27.

<sup>248</sup> Credit Report [Delta] S. 11.

<sup>249</sup> Credit Report [Delta] S. 11.

<sup>250</sup> Credit Report [Delta] S. 11.

## [Epsilon]

Im Kreditbericht der BayernLB werden die Portfoliorisiken („Portfolio Risk“) insgesamt als akzeptables Risiko („Acceptable Risk“) bewertet. Zum Portfolio wird u.a. folgendes ausgeführt:

- Das Portfolio bestehe zu 82,8% aus den Vintages 2006 bis 2007, die bislang eine enttäuschende Wertentwicklung aufwiesen.<sup>251</sup>
- Als Schwäche wird angegeben, dass 27% des Portfolios ein direktes Kreditrisiko („direct exposure“) in Bezug auf Subprime-Darlehen aufwiesen, deren Kreditnehmer vor dem Hintergrund des gegenwärtigen US-Immobilienmarktes Schwierigkeiten hätten, ihre Zahlungen aufrechtzuerhalten.<sup>252</sup>
- Als Gefährdung („Threats“) wird angesehen, dass dem Portfolio Ratingherabstufungen drohten, wenn - wie erwartet - die Verluste der Subprime-Vintages 2006 bis 2007 den historischen Langzeitdurchschnitt von 3% um das zwei- oder dreifache überstiegen.<sup>253</sup>

## [Zeta]

Im Kreditbericht der BayernLB werden die Portfoliorisiken („Portfolio Risk“) insgesamt als inakzeptables Risiko („Unacceptable Risk“) bewertet. Zum Portfolio wird u.a. folgendes ausgeführt:

- 14% des Portfolios seien in RMBS der Ratingklasse A investiert und diese RMBS hätten gegenwärtig ein Credit Enhancement von weniger als 14%.

---

<sup>251</sup> Credit Report [Epsilon] S. 6.

<sup>252</sup> Credit Report [Epsilon] S. 11.

<sup>253</sup> Credit Report [Epsilon] S. 11.

- 13,1% des Gesamtportfolios seien in ABS CDOs investiert, die durch RMBS mit einem Rating von BBB+ oder niedriger gedeckt seien.<sup>254</sup>
- Als Schwäche der Transaktion wird angesehen, dass das Portfolio überwiegend RMBS der Jahrgänge 2006 und 2007 enthalte, die enttäuschende Zahlungsausfallraten und kumulierte Verluste im Vergleich zu den Jahrgängen 2003 bis 2005 aufwiesen. Die Analysten und die Ratingagenturen prognostizierten für die Subprime-Jahrgänge 2006 und 2007 erwartete kumulierte Verluste zwischen 10 und 14 %, was das 3,3- bis 4,6-fache des historischen Durchschnitts von 3 % sei.<sup>255</sup>
- die Mehrheit des Portfolios bestehe aus Subprime- oder Midprime-Exposure. Die Kreditnehmer dieses Segments hätten momentan Schwierigkeiten, ihre Zahlungen vor dem Hintergrund der gegenwärtigen Korrektur im US-Immobilienmarkt aufrecht zu erhalten.<sup>256</sup>

#### **d) Mögliche Interessenkonflikte des Collateral Managers**

##### **aa) Aufgaben und Befugnisse des Collateral Managers**

Die von der BayernLB erworbenen CDO of ABS sind - mit Ausnahme des [Gamma] - dynamische CDO of ABS-Transaktionen. Dynamische CDO of ABS sind gekennzeichnet durch die Befugnis des Collateral Managers (Vermögensverwalters), die Vermögenswerte im Portfolio des CDO of ABS in einem definierten Umfang und für eine definierte Zeit umzuschichten.

Folgende wesentliche Begriffe werden in den Emissionsprospekten zur Charakterisierung von Aufgaben und Befugnissen des Collateral Managers verwendet:

---

<sup>254</sup> Credit Report [Zeta] S. 7.

<sup>255</sup> Credit Report [Zeta] S. 12.

<sup>256</sup> Credit Report [Zeta] S. 12.

- „Ramp-Up-Period“: Bei dynamischen CDO of ABS-Transaktionen sind bei Abschluss („Closing“) der Transaktion die Emissionserlöse noch nicht vollständig investiert bzw. ist das Portfolio noch nicht vollständig aufgebaut. Unter der Ramp-Up-Period wird der Zeitraum bis zum vollständigen Aufbau des Portfolios unter Einsatz der vereinnahmten Emissionserlöse verstanden.
- „Discretionary Sales“: Dieser Begriff bezeichnet den Spielraum und die Befugnisse des Collateral Managers, Teile des Portfolios unabhängig von deren Qualität nach Belieben zu veräußern. Der Collateral Manager kann zudem - ohne Einschränkung - bestimmte wertgeminderte Assets („Defaulted Securities“ oder „Credit Risk Securities“) veräußern.
- „Reinvestment-Period“: Innerhalb eines vordefinierten Zeitkorridors ist es dem Collateral Manager erlaubt, bestimmte Zahlungszuflüsse aus dem Portfolio zu reinvestieren. Bei der Art der Zuflüsse, die reinvestiert werden können, ist vor allem zwischen Tilgungen und Zuflüssen aus zulässigen Veräußerungsgeschäften des Collateral Managers zu unterscheiden.

Im Detail erschließen sich die konkreten Befugnisse und Beschränkungen des Collateral Managers bei seiner Reinvestitionstätigkeit nur aus einer Vielzahl von Klauseln und Definitionen, die nicht gebündelt an einer Stelle dargestellt, sondern jeweils über den gesamten Emissionsprospekt verteilt (und daher nicht einfach zu ermitteln) sind. Die nachstehende Tabelle enthält einen vereinfachten zusammengefassten Überblick der maßgeblichen Aufgaben und Befugnisse des Collateral Managers für die dynamischen CDO of ABS-Transaktionen der BayernLB:

	<b>Collateral Manager</b>	<b>Ramp-Up-Period</b>	<b>Reinvestment-Period</b>	<b>Discretionary Sales</b>
<b>[Alpha]</b>	Collateral Advisor: [Manager_Alpha_1] <sup>257</sup>  Collateral Manager: [Manager_Alpha_2]	Endet spätestens 12 Monate nach dem Closing (13.12.2004).	<u>Tilgungen</u> : Bis 7 Jahre nach dem Ende der Ramp-Up-Period. <sup>258</sup>	max. 20% des Portfolios, jedoch beschränkt auf „Credit Improved“ und „Limited WAL“ Assets. <sup>259</sup>
<b>[Beta]</b>	[Manger_Beta]	Endet spätestens am 31.07.2006; bis zum Closing (30.03.2006) werden ca. 77,5% des Portfolios erworben sein. <sup>260</sup>	<u>Verkaufserlöse</u> : Vom Closing bis Juni 2009 („Substitution Period“) in 3 Zeiträumen begrenzt auf jeweils max. 15% des Portfoliovolumens. <u>Tilgungen festverzinslicher Wertpapiere</u> : Bis Juni 2010 unbegrenzt. Vorheriges Ende u.a. bei „Event of Default“ <sup>261</sup>	Während der „Substitution Period“ unbegrenzt möglich <sup>262</sup>
<b>[Delta]</b>	[Manager_Delta]	Endet spätestens 90 Tage nach dem Closing; bis Closing (01.05.2007) werden bereits ca. 92,2% des Portfolios erworben sein. <sup>263</sup>	Tilgungen und Verkaufserlöse: Bis Juni 2012. Vorheriges Ende bei „Event of Default“ <sup>264</sup>	Während der Reinvestment-Period jährlich max. 15% des Portfoliovolumens zu Beginn des Jahres und max. USD 300 Mio. <sup>265</sup>
<b>[Epsilon]</b>	[Manager_Epsilon]	Endet spätestens 120 Tage nach Closing (07.06.2007); bis Closing sollen 69% der Assets erworben sein. <sup>266</sup>	Tilgungen und Verkaufserlöse: Bis Mai 2012. Vorheriges Ende bei „Event of Default“ <sup>267</sup>	Während der Reinvestment-Period jährlich max. 15% des Portfoliovolumens zu Beginn des Jahres und max. USD 300 Mio. <sup>268</sup>
<b>[Zeta]</b>	[Manager_Zeta]	Zum Closing (26.6.2007) müssen ca. 85 % des Portfolios investiert sein, der Rest bis spätestens 12.10.2007. <sup>269</sup>	<u>Tilgungen und Verkaufserlöse</u> : Bis August 2012. Vorheriges Ende bei „Event of Default“ und Beschluss der „Controlling Class“ <sup>270</sup>	Während der Reinvestment-Period jährlich max. 15% des Portfoliovolumens zum Ende der Ramp-Up-Period <sup>271</sup>

<sup>257</sup> Der Collateral Advisor trifft Investitionsentscheidungen nach Rücksprache („consultation“) mit dem Collateral Manager.

<sup>258</sup> Prospekt [Alpha] S. 103

<sup>259</sup> Prospekt [Alpha] S. 211

<sup>260</sup> Prospekt [Beta] S. 20, 21, 175, 176

<sup>261</sup> Prospekt [Beta] S. 12 f.

<sup>262</sup> Prospekt [Beta] S. 236 f.

<sup>263</sup> Prospekt [Delta] S. 5, 168

<sup>264</sup> Prospekt [Delta] S. 84, 154 ff., 297

<sup>265</sup> Prospekt [Delta] S. 177 ff., 154, 156

<sup>266</sup> Prospekt [Epsilon] S. 5, 6, 110

<sup>267</sup> Prospekt [Epsilon], S. 69, 82; 141 ff.; 146; H-10 f.

<sup>268</sup> Prospekt [Epsilon], S. 141 ff., 144

<sup>269</sup> Prospekt [Zeta] S. 14, 26, 121

<sup>270</sup> Prospekt [Zeta] S. 122, 237

<sup>271</sup> Prospekt [Zeta] S. 149

Die Übersicht zeigt, dass der Collateral Manager erhebliche Möglichkeiten hat, das Portfolio nach dem Closing Date umzuschichten. So können beim z.B. beim [Beta] in drei Phasen jeweils bis zu 15% des Portfoliovolumens (insgesamt also bis zu 45%) durch Verkäufe und Reinvestitionen umgeschichtet werden. Zusätzlich ist für ca. drei Jahre nach Closing die Reinvestition von Tilgungen möglich, die bei RMBS wegen der Möglichkeit vorzeitiger Tilgungen („Prepayments“) einen erheblichen Umfang annehmen können.

Im Ergebnis kann der Collateral Manager somit in erheblichem Umfang das Chance-Risiko-Profil des Portfolios beeinflussen, sofern die gewählten Anlagen mit den Anlagekriterien übereinstimmen.

#### **bb) Finanzielle Anreize des Collateral Managers**

Für den Collateral Manager bestehen unterschiedliche finanzielle Anreize. Neben einer feststehenden Management Fee kann er sich ausweislich der Prospekte selbst an der Equity-Tranche beteiligen oder erhält aus dem Zinswasserfall eine vom Portfoliovolumen abhängige Vergütung.

Die Inhaber der Equity-Tranche erhalten nach Befriedigung der Ansprüche aller anderen Tranchen die Restbeträge aus dem Zins- und dem Tilgungswasserfall. Diese Restbeträge werden „Excess Spread“ genannt und entstehen als Differenz zwischen den Zinseinnahmen aus dem Portfolio und den Zinsausgaben an die Inhaber der vorrangigen Tranchen. Weil die Zinsen der vorrangigen Tranchen („Senior Notes“) in der Regel in Abhängigkeit von einem Referenzzinssatz wie dem LIBOR festgeschrieben sind, kommt eine Erhöhung der Zinseinnahmen aus dem Portfolio allein und unmittelbar den Inhabern der „Equity Tranche“ zugute. Ab welchem Zeitpunkt und unter welchen Bedingungen „Excess Spread“ an die Equity-Tranche fließen kann, ist in den einzelnen Transaktionen zum Teil unterschiedlich geregelt.

Im Fall [Zeta] z.B. hatte ein vom Collateral Manager verwalteter Fonds am Emissionsstichtag (26.06.2007<sup>272</sup>) ein Kapital in Höhe von 160 USD<sup>273</sup> aufgewendet und alle Anteile an der

---

<sup>272</sup> Prospekt [Zeta] S. 1.

<sup>273</sup> Vgl. oben 4. b) ff.)

Equity Tranche erworben. Der im Anschluss auf die Equity Tranche entfallende Excess Spread betrug zum ersten darauffolgenden Abrechnungstichtag am 13.12.2007 USD 6.119.276,26 Mio. Demgegenüber betrug die im gleichen Zeitraum verdiente Management Fee (also die eigentliche „Gebühr“ für die Leistungen des Collateral Managers) USD 1.135.987,27 Mio.<sup>274</sup>

Der Collateral Manager hatte bei einigen Transaktionen zudem die Möglichkeit, den „Excess Spread“ willkürlich zu erhöhen, weil von den Investoren eingezahltes, aber vom Collateral Manager zum Ende der Ramp-Up-Period noch nicht investiertes Kapital bis zu einem gewissen Betrag fiktiv wie „Zinsen“ behandelt werden konnte (sog. „Interest Excess“).<sup>275</sup>

Folgende Anreize für den Collateral Manager gingen aus den von uns gesichteten Emissionsprospekten unmittelbar hervor:

---

<sup>274</sup> Trustee Report [Zeta] vom 13.11.2007, abrufbar im Datenraum unter 6\_3.

<sup>275</sup> Prospekt [Zeta] S. 227.

	<b>Equity Tranche: Kapitaleinsatz und Anteil Collateral Manager</b>	<b>Equity-Tranche: Anteil am Excess Spread</b>	<b>Management Fee Collateral Manager</b>
<b>[Alpha]</b>	Nein <sup>276</sup>	Excess Spread wird zunächst bis zu einem bestimmten Betrag zur Tilgung verwendet. Der Rest wird auf die B- und C-Tranche aufgeteilt.	<u>Collateral Advisor:</u> 0,06% p.a. Schlusszahlung: fix: USD 2,5 Mio. variabel: 25% <sup>277</sup>  <u>Collateral Manager:</u> 0,04% p.a.
<b>[Beta]</b>	“Notional Amount” der „Preference Shares“: 10 Mio. USD <sup>278</sup>  Kapitaleinsatz (“Par Value”): 100 USD <sup>279</sup>  Anteil Collateral Manager: lt. Prospekt voraussichtlich 25% <sup>280</sup>	Die Equity-Tranche erhält den vollen Excess Spread, wenn der “Overcollateralization-Test” bestanden ist. <sup>281</sup>  Interest Excess: USD 1,0 Mio. <sup>282</sup>	Senior: 0,03% p.a. <sup>283</sup> Subordinate: 0,02% p.a. Incentive: u.U. 20% vom Excess Spread <sup>284</sup>  <u>Bei Closing:</u> USD 2,7 Mio. <sup>285</sup>
<b>[Delta]</b>	Nominalkapital“Income Notes“: 13.000.000 USD <sup>286</sup>  Hinweis Prospekt: Können vom Collateral Manager erworben werden. <sup>287</sup>	Die Equity-Tranche erhält den vollen Excess Spread, wenn der “Coverage-Test” bestanden ist. <sup>288</sup>  Interest Excess: USD 0,5 Mio. <sup>289</sup>	Senior: 0,065% p.a. <sup>290</sup> Subordinate: 0,02% p.a.
<b>[Epsilon]</b>	Nominalkapital „Subordinated Notes“: 16.500.000 USD <sup>291</sup>  Verantwortliche Mitarbeiter des Collateral Managers werden die „Subordinated Notes“ erwerben <sup>292</sup>	Die Equity-Tranche erhält den vollen Excess Spread, wenn der “Coverage-Test” bestanden ist. <sup>293</sup>  Interest Excess: USD 2,0 Mio. <sup>294</sup>	Senior: 0,04% p.a.; Mezzanine: 0,04% p.a.; Subordinate: 0,03% p.a. <sup>295</sup> Incentive u.U. 20% vom Excess Spread <sup>296</sup>

<sup>276</sup> Aufteilung von Restbeträgen auf die Tranchen B, C und den Collateral Advisor.

<sup>277</sup> 25% des nach Tilgung aller Tranchen verbleibenden Restbetrags (Prospekt [Alpha] S. 19, 136).

<sup>278</sup> Prospekt [Beta] 160 f., 173.

<sup>279</sup> Einzahlung von USD 0,01 für jede der 10.000 „Preference Shares“, insgesamt also USD 100 (Prospekt [Beta] S. 1).

<sup>280</sup> Prospekt [Beta] S. 6, 63 f.

<sup>281</sup> Prospekt [Beta] S. 103, 106

<sup>282</sup> Prospekt [Beta] S. 115,

<sup>283</sup> Bemessungsgrundlage: durchschnittliches Portfoliovolumen (Prospekt [Beta] S. 263).

<sup>284</sup> Bedingung: „Preference Shares“ haben bereits ihre „Targeted Rate of Return“ von 14% p.a. erreicht (Prospekt [Beta] S. 123, 263).

<sup>285</sup> „Upfront Management Fee“ von USD 2,5 Mio; „Warehousing Period Management Fee“: USD 200.000

<sup>286</sup> Prospekt [Delta] S. 1

<sup>287</sup> Prospekt [Delta] S. 54 f.

<sup>288</sup> Prospekt [Delta] S. 97, 100

<sup>289</sup> Prospekt [Delta] S. 263

<sup>290</sup> Bemessungsgrundlage: gewichtetes Portfoliovolumen (Prospekt [Delta] S. 264, 278, 298, 299).

<sup>291</sup> Prospekt [Epsilon] S. 1, H-41

<sup>292</sup> Prospekt [Epsilon] 52, 168

<sup>293</sup> Prospekt [Epsilon] S. 85

<sup>294</sup> Prospekt [Epsilon] S. H-10.

<sup>295</sup> Bemessungsgrundlage: gewichtetes Portfoliovolumen (Prospekt [Epsilon] S. 176 f., H-22).

<b>[Zeta]</b>	"Liquidation Preference": 16 Mio. USD <sup>297</sup>  Kapitaleinsatz ("Par Value"): 160 USD <sup>298</sup>  Ein vom Collateral Manager verwalteter Fond erwirbt die Preference Shares. <sup>299</sup>	Die Equity-Tranche erhält den vollen Excess Spread, wenn der "Coverage-Test" bestanden ist. <sup>300</sup>  Interest Excess: USD 3,0 Mio. <sup>301</sup>	Senior: 0,10% <sup>302</sup> Incentive u.U. 20% vom Excess Spread <sup>303</sup>
---------------	--	--	---

### cc) Haftung des Collateral Mangers

Im Hinblick auf die Haftung des Collateral Mangers gelten die folgenden Grundsätze:

- [Zeta]: Der Collateral Manager haftet gegenüber allen Transaktionsbeteiligten bei Schäden oder Wertverlusten des Portfolios nur für Vorsatz und grobe Fahrlässigkeit („*bad faith, wilful misconduct or gross negligence*“).<sup>304</sup>
- [Epsilon]: Der Collateral Manager haftet nicht für Verluste, es sei denn, er handelt betrügerisch, vorsätzlich oder grob fahrlässig („*by reason of acts or omissions constituting fraud, bad faith, wilful misconduct or gross negligence*“).<sup>305</sup>
- [Beta] und [Delta]: Auch hier haftet der Collateral Manager nur für betrügerisches Handeln, Vorsatz und grobe Fahrlässigkeit.<sup>306</sup>

<sup>296</sup> Bedingung: Die „Subordinated Notes“ haben bereits eine jährliche Amortisation („IRR“) von 14 Prozent erhalten (Prospekt [Epsilon] S. 177, 85, H-26).

<sup>297</sup> Die Inhaber der „Preference Shares“ erhalten bei Liquidation eine vorrangige „Liquidation Preference“ von USD 1.000 pro Anteil, insgesamt also USD 16 Mio. (Prospekt [Zeta] S. 110, 228).

<sup>298</sup> Einzahlung von USD 0,01 für jede der 16.000 „Preference Shares“, insgesamt also USD 160 (Prospekt [Zeta] S. 1).

<sup>299</sup> Prospekt [Zeta] S. 4, 60, 165

<sup>300</sup> Prospekt [Zeta] S. 85

<sup>301</sup> Prospekt [Zeta] S. 227.

<sup>302</sup> Prospekt [Zeta] S. 160

<sup>303</sup> Bedingung: Die „Subordinated Notes“ haben bereits ihre „Targeted Rate of Return“ von 24% p.a. - gemessen an der „Liquidation Preference“ - erreicht (Prospekt [Zeta] S. 160, 228).

<sup>304</sup> Prospekt [Zeta] S. 163.

<sup>305</sup> Prospekt [Epsilon], S. 179.

<sup>306</sup> Prospekt [Beta] S. 260; Prospekt [Delta] S. 178.

#### **dd) Interessenkonflikte des Collateral Managers als Risikofaktor in den Emissionsprospekten**

Dem Collateral Manager war es nach der vertraglichen Konstruktion der Zweckgesellschaften gestattet, nicht nur als Verwalter der Pools zu agieren, sondern zugleich auch sich selbst an der Equity-Tranche zu beteiligen und insoweit seine Gewinnmöglichkeiten zu steigern (vgl. finanzielle Anreize des Collateral Managers). Interessenkonflikte waren daher nicht auszuschließen, worauf die Emissionsprospekte auch hinweisen. Im Einzelnen:

##### **[Beta]**

Im Emissionsprospekt des [Beta] wird zu möglichen Interessenkonflikten des Collateral Managers ausgeführt:

*„Although the Collateral Manager or its affiliates or its clients may at times be a holder of Offered Securities, its interests and incentives will not necessarily be aligned with those of the other holders of the Offered Securities (or the holders of any particular Class of the Notes, the Class P Notes or the Preference Shares). The ownership of Preference Shares by it and its affiliates may give the Collateral Manager an incentive to take actions that vary from the interests of the holders of the Notes.“*<sup>307</sup> Bei den Preference Shares handelte es sich um die Equity Tranche des [Beta]-CDO, ihr wurde „Excess Spread“ als Ertrag zugewiesen.<sup>308</sup>

##### **[Delta]**

Der Emissionsprospekt des [Delta] führte aus, dass die Inhaberschaft verschiedener Tranchen (u.a. der Equity Tranche) durch den Collateral Manager oder mit diesem verbundene Unternehmen möglich ist. Dadurch seien von der Interessenlage der Investoren abweichende Anlageentscheidungen möglich (*„The ownership of a portion of the Income Notes, the RA Notes or the Combination Notes by the Collateral Manager or its Affiliates may give the Collateral Manager an incentive to take actions that vary from the interests of the holders of*

---

<sup>307</sup> Prospekt [Beta] S. 63.

<sup>308</sup> Prospekt [Beta] S. 10.