

High Quality ABS – die Bedeutung hochwertiger Verbriefungen für Banken und Realwirtschaft

Der Begriff Verbriefung wurde im Verlauf der Finanzmarktkrise zu Recht diskreditiert. Gezielt wurden Ramschpapiere in Verbriefungen versteckt und aus den USA weltweit an Anleger verkauft. Die Lehre aus dieser Geschichte: nur höchste Qualitätsstandards können das Instrument Verbriefungen erneut nutzbar machen.

Diskussion um Langfristfinanzierung

„Hochqualitätsverbriefungen“ werden unter dieser oder ähnlicher Bezeichnung seit einigen Monaten sowohl auf europäischer als auch auf globaler Ebene mit zunehmender Intensität diskutiert. Diese Diskussion ist vor allem im Kontext von Überlegungen zur langfristigen Finanzierung der Wirtschaft zu sehen, wie sie auf Ebene der Europäischen Union, aber auch der G20 oder der OECD angestellt werden.

Langfristige Investitionen, die die Arbeitsproduktivität steigern, erhöhen auch das Potenzialwachstum. Insbesondere stellt sich dabei die Frage nach einer sinnvollen Diversifizierung der Unternehmensfinanzierung. Eine Expertengruppe des europäischen Rates schätzt, dass die Fremdfinanzierung in Europa zu 80 Prozent bankbasiert ist, im Unterschied zu 20 Prozent in den USA.¹⁾ Dementsprechend beträgt die aggregierte Bilanzsumme des Bankensektors in den USA nur knapp die Höhe des US-BIP, während sie im Fall europäischer Banken das drei- bis vierfache des EU-BIP beträgt. Die höhere Abhängigkeit der Realwirtschaft von Banken bedeutet, dass sich die verschärfte Bankenregulierung der letzten Jahre auch auf die Realwirtschaft auswirkt. Deshalb wird in Europa zunehmend der Ruf nach einer Stärkung der Kapitalmarktfinanzierung als Alternative zur Bankfinanzierung laut.

Verbriefungen sind naturgemäß nur eines von vielen Instrumenten, deren Nutzenpo-

tenzial geprüft wird, weisen jedoch die Besonderheit auf, dass sie als Bindeglied zwischen Kredit- und Kapitalmarkt fungieren. Es werden traditionelle Kreditforderungen im weiteren Sinne verwendet, um ein Kapitalmarktprodukt (beziehungsweise im Falle von Asset Backed Commercial Papers, ABCP, ein Geldmarktprodukt) zu konstruieren, ohne jedoch, wie zum Beispiel bei einer Unternehmensanleihe, unmittelbar die Kapitalmarktfähigkeit des emittierenden Unternehmens vorauszusetzen.

Dies ist ein sehr wichtiger Aspekt, den es gerade im Zusammenhang mit kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) zu be-

rücksichtigen gilt, weil diesen der direkte Kapitalmarktzugang häufig aufgrund gewünschter Mindestvolumina, fixer Transaktionskosten und organisatorischer Anforderungen versperrt bleibt. Denn die Diskussion über eine breitere Finanzierungsbasis für Unternehmen bliebe akademisch, wenn man nur Großunternehmen betrachtete. Tatsächlich sind in der EU rund 99 Prozent der Betriebe KMU, die für etwa zwei Drittel der Erwerbstätigkeit und 60 Prozent der Wertschöpfung in der EU sorgen.

KMU bleiben für Finanzierung auf Banken angewiesen

Unabhängig vom unterschiedlichen Grad der Kapitalmarktentwicklung in der EU und ihren Mitgliedstaaten ist deshalb klar, dass die Masse der KMU zu klein für klassische Anleihen ist. Für sie wäre es wirtschaftlich nicht sinnvoll, die nötigen Mindestvolumina, Transaktionskosten und organisatorischen Anforderungen von Kapitalmarkt-emissionen zu erfüllen. KMU werden zu einem großen Teil für ihre Finanzierung auf Bankbeziehungen angewiesen bleiben.

Deshalb bieten hochwertige Verbriefungen ein entscheidendes Potenzial für die Finanzierung der Realwirtschaft: Sie eröffnen den Banken Optionen zur günstigen Refinanzierung, zur Verbesserung der Bilanzstruktur (zum Beispiel in Bezug auf die künftige Leverage Ratio) und zur Entlastung des regulatorischen Eigenkapitals. Zugleich könnten Banken Risiken auf der Aktivseite besser diversifizieren und ihre Kernkompetenz bei der Kreditanalyse und -vergabe effektiver nutzen. Den KMU ermöglichten sie den Zugang zu einer breiteren Investorenbasis. Über ABCP-Produkte erhielten KMU Zugang zur direkten Liquiditätsbeschaffung als Alternative zum Kredit, sodass auch hieraus positive Effekte auf die Realwirtschaft resultierten.

Dr. Michael Meister, MdB, Parlamentarischer Staatssekretär, Bundesministerium der Finanzen, Berlin

Erst allmählich wird die Stimmung am und um den Verbriefungsmarkt wieder besser. Von der EU-Kommission über die EZB und die Bank of England bis hin in die deutsche Politik registriert der Autor eine wachsende Einsicht, dass hochwertige Verbriefungen ein entscheidendes Potenzial für die langfristige Finanzierung der Realwirtschaft bieten können. Kleine und mittlere Unternehmen über die Verbriefung als Bindeglied zwischen Kredit- und Kapitalmarkt mit in diese Finanzierung einbinden zu können, wertet er als besonderen Charme dieses Instrumentes. Seine Denkanstöße für eine realistische Wiederbelebung des Verbriefungsmarktes münden in Überlegungen zur Entwicklung geeigneter Ansätze für Hochqualitätsverbriefungen. Aus deutscher Sicht formuliert er zudem das Ziel, mittelfristig eine allgemeine, grundsätzlich intersektoral verbindliche – also sowohl für Banken und Versicherungsunternehmen wie auch für Asset Manager geltende – europäische Verbriefungsregulierung zu schaffen. (Red.)

Die Europäische Kommission hat vor diesem Hintergrund in einer Mitteilung vom März dieses Jahres skizziert, wie sie mit der Thematik Hochqualitätsverbriefungen umzugehen gedenkt:

„Die Kommission wird an der Differenzierung ‚qualitativ hochwertiger‘ Verbriefungsprodukte arbeiten, damit die Kohärenz zwischen den Finanzsektoren gewährleistet werden kann. Auch wird sie eine mögliche aufsichtsrechtliche Vorzugsbehandlung prüfen, die mit den Grundsätzen der Bankenaufsicht kompatibel ist. Die Kommission wird in Erwägung ziehen, diesen Ansatz in die maßgeblichen Rechtsvorschriften der EU für sämtliche Finanzbranchen einzuführen. (...)“

Hierdurch wird der grobe Fahrplan für den möglichen Weg zu Hochqualitätsverbriefungen auf europäischer Ebene umrissen, mit dem sich auch der vorliegende Beitrag befasst.

Von der Euphorie zur Depression und wieder zurück?

Die Stimmung am und um den Verbriefungsmarkt unterlag in den letzten Jahren erheblichen Schwankungen. Euphorie herrschte zweifellos in den Jahren 2005 bis 2007, als die Emissionsvolumina jährlich neue Rekorde aufstellten, die „Produktinnovationen“ immer erfindungsreicher wurden und Investoren vielfach unbedacht auf den bereits mit hoher Geschwindigkeit fahrenden Zug aufsprangen. Die Lehren aus dieser Zeit müssen zwingend in alle Überlegungen zu Verbriefungen einfließen.

Mit dem Ausbruch der Krise im Jahr 2007, allen materiellen Folgeschäden sowie den nachfolgenden regulatorischen Aufräumarbeiten schlug das Pendel in die andere Richtung um. Zum Teil löste bereits das Stichwort Verbriefung ablehnende Reaktionen aus und die Diskussion um Verbriefungen verlief zunehmend undifferenziert. Genauere Analysen belegen freilich, dass Exzesse vor allem in einigen relativ klar abgrenzbaren Marktsegmenten auftraten.

Robuste Begrenzungen nötig

Es wäre allerdings zu einfach, alleine aufgrund dieses Blicks in den Rückspiegel eine Unterscheidung zwischen guten und schlechten Verbriefungen festzuschreiben.

Es gilt, aus der Erfahrung zu lernen und nicht nur die bereits empirisch festgestellten Fehlentwicklungen auszuschließen, sondern auch alle künftig denkbaren. Es sind robuste Begrenzungen erforderlich, um eine Wiederholung insbesondere von „Originate to Distribute“ mit anderen Vorzeichen und an anderer Stelle zu vermeiden und um bewährte Qualität – auch unter Berücksichtigung künftiger Marktdynamik – zu sichern. Der Blick zurück reicht nicht aus, aber er zeigt, dass Verbriefung per se nicht schlecht ist, und dass auch regulatorisch eine differenzierte Behandlung erfolgen sollte.

Ein Prozess des Umdenkens setzte im Laufe des Jahres 2013 ein. Nachdem die regulatorischen Aufräumarbeiten rund um die Verbriefung lange Zeit, insbesondere geprägt durch die Ereignisse rund um US Subprime und Wiederverbriefungen, von einem „worst case“-Szenario ausgingen, setzte sich sukzessive die Erkenntnis durch, dass eine Differenzierung notwendig ist. Das Wissen um den potenziellen Nutzen von Verbriefungen hat sich auch in den genannten Aktivitäten der EU-Kommission zur Langfristfinanzierung materialisiert.

Denkanstöße für eine realistische Erwartungshaltung

Vor diesem Hintergrund gilt es nun, eine realistische Erwartungshaltung zu entwickeln. Verbriefungen sind kein Allheilmittel und kein Selbstzweck, sondern lediglich ein Instrument, das Banken bei der ureigenen Aufgabe unterstützen kann, der Realwirtschaft durch Bereitstellung von Finanzierungsmitteln zu dienen – nicht mehr und nicht weniger. Nur hieraus bezieht Verbriefung ihre Daseinsberechtigung, und nur abgeleitet aus dieser grundsätzlichen „raison d’être“ ergeben sich weitere – potenzielle – Vorzüge, zum Beispiel aus dem Blickwinkel eines Investors, Sicherheitennehmers oder Regulators. Entsprechend sollte die Erwartungshaltung aller Beteiligten an Hochqualitätsverbriefungen realistisch sein, wozu hier lediglich einige Denkanstöße gegeben werden können:

Selektion ist zwingend erforderlich: Eine Definition beziehungsweise Abgrenzung von Hochqualitätsverbriefungen erfordert trennscharfe, selektive Abgrenzungskriterien. Eine pauschale Qualifizierung des gesamten europäischen Marktes (oder des Großteils davon) wird es nicht geben.

Allgemeine Deregulierung ist keine Option: Für Hochqualitätsverbriefungen sollten zielgerichtete und angemessene regulatorische Erleichterungen geprüft werden. Jedem pauschalen Wunsch nach Deregulierung ist jedoch eine klare Absage zu erteilen. Oberstes Ziel von Finanzmarktregulierung ist die Stabilität des Finanzsystems. Die Finanzierung der Realwirtschaft ist zwar wichtig, für die Regulierung aber eine Nebenbedingung.

Kontinuierliche und gründliche Überwachung

Kontrollen sind unverzichtbar: Vertrauen ist gut – Kontrolle ist besser. Die meisten Kriterienlisten übersehen, dass die Einhaltung der Kriterien kontinuierlich und gründlich überwacht werden muss. Insofern ist eine Selbstkontrolle des Marktes, zum Beispiel ausschließlich basierend auf Transparenz oder freiwilligen Zertifizierungen in der bisherigen Form nicht ausreichend. Regelverstöße müssen Sanktionen und Kosten nach sich ziehen.

Regulierung ist kein Allheilmittel: Regulierung kann Anreize setzen, jedoch keinen Markt „machen“ oder planen. Der regulatorische Rahmen des Verbriefungsmarktes ist eine wichtige, vielleicht entscheidende Stellschraube, aber beileibe nicht die einzige:

– Das Angebot an Verbriefungen wird determiniert durch den Bestand an verbrieungsfähigen Krediten/Forderungen und die Bereitschaft der Forderungsinhaber, diese zu verbrieuen. Heterogenität des Kreditbestandes, vor allem im KMU-Bereich, können ebenso wie relativ zu niedrige Zinsmargen eine Verbriefung entgegenstehen. Auch die Struktur des Bankensektors stellt einen wichtigen Faktor dar. Für kleinere Institute, zum Beispiel aus den Verbänden des Sparkassen- und Genossenschaftssektors, dürfte der mit der Verbriefung verbundene administrative Aufwand abschreckend wirken. Bei Bedarf wären hier vermutlich die jeweiligen Zentralinstitute gefragt, Lösungen zu entwickeln.

– Die Nachfrage nach Verbriefungen war in der Vorkrisenzeit zu einem nennenswerten Teil selbstreferenziell, das heißt getragen durch Wiederverbriefungen und außerbilanzielle Investmentvehikel. Gleichzeitig sind viele Investoren am Markt aktiv gewesen, die getrost als „Trittbrettfahrer“

bezeichnet werden können und die bei minimalem Ressourcenaufwand versuchten, ihren Portfolioertrag zu optimieren. Diesen Formen nicht wünschenswerter Nachfrageschieben bereits die heute geltenden regulatorischen Vorgaben einen Riegel vor. Es bleibt abzuwarten, inwieweit jenseits dieser Auswüchse ein echtes Interesse von Seiten neuer Investoren besteht.

Abschließend ist darauf hinzuweisen, dass der US-amerikanische Verbriefungsmarkt trotz seiner langen Historie nur sehr eingeschränkt einen Orientierungspunkt für Europa darstellen kann. Zu unterschiedlich ist die Marktstruktur, die in den USA wesentlich durch den hohen Grad staatlicher Absicherung im Rahmen explizit oder implizit garantierter „Agency-Verbriefungen“ geprägt ist. Insgesamt liegt in den USA der Anteil staatlich garantierter Verbriefungen am ausstehenden Marktvolumen aktuell bei rund 80 Prozent – ein für Europa unvorstellbarer Wert. Derartige strukturelle, flächendeckende und permanente staatliche Interventionen sind abzulehnen und entsprechenden Begehrlichkeiten ist eine klare Absage zu erteilen.

Herausfordernde Aufgabenstellung

Aktuell wird in einer Vielzahl von Arbeitsgruppen, sowohl auf globaler als auch auf europäischer Ebene, über „Hochqualitätsverbriefungen“ nachgedacht. Die Abstimmungsprozesse sind naturgemäß komplex. Neben dieser eher institutionellen und geografischen Komponente kommt er-

schwerend auch noch die zeitliche Komponente hinzu, da zum Teil in laufende, termingebundene Projekte eingegriffen werden muss, bevor neue, sich mit wichtigen Grundlagen befassende Projekte zum Abschluss gebracht werden können.

Hinzuweisen ist zum Beispiel auf die laufenden Arbeiten der EBA in Reaktion auf einen „Call for Advice“ der EU-Kommission oder auf die intersektorale Arbeitsgruppe von IOSCO und BCBS zur Erforschung von Hindernissen für den Verbriefungsmarkt und für geeignete Ansätze zu Hochqualitätsverbriefungen. Gleichzeitig laufen bereits andere Regulierungsprojekte an, wie diejenigen zu Geldmarktfonds und zur strukturellen Reform des Bankensektors, denen ebenfalls eine differenzierte Betrachtung von Verbriefungen zugrunde liegt.

Doch auch vor dem Hintergrund einer komplexen Koordinierungsaufgabe muss die mit Hochqualitätsverbriefungen verbundene Zielsetzung sehr ambitioniert sein. Der zwangsläufige Kompromiss besteht darin, dass in mehreren Schritten vorgegangen werden muss: Kurzfristig erscheinen pragmatische Lösungsansätze unvermeidbar, die jedoch mittelfristig in einen übergreifenden, konsistenten Rahmen überführt werden sollten.

Das Ziel besteht aus deutscher Sicht darin, mittelfristig eine allgemeine, grundsätzlich intersektoral verbindliche – also sowohl für Banken und Versicherungsunterneh-

men wie auch für Asset Manager geltende – europäische Verbriefungsregulierung zu schaffen, die als Grundlage für alle sonstigen sektoralen/intersektoralen Regulierungsvorhaben dient. Insbesondere würde auf diesem Wege ein einheitliches Verständnis für Hochqualitätsverbriefungen geschaffen (Abbildung 1).

Faktisch führt die Umsetzung eines Konzepts für Hochqualitätsverbriefungen zwar zu einer Segmentierung des Marktes. Es geht jedoch nicht darum, bestimmte Verbriefungsaktivitäten zu verbieten. Sie sollten lediglich, soweit sie den Anforderungen an Hochqualität nicht entsprechen, regulatorisch strenger (zum Beispiel durch eine höhere Eigenkapitalunterlegung) und damit ihrer Qualität entsprechend behandelt werden.

Prinzipienbasiert die Spreu vom Weizen trennen

Zum heutigen Zeitpunkt geht es glücklicherweise nicht mehr – ausschließlich – darum, grundsätzliche Ideen zum Verständnis von Hochqualitätsverbriefungen zu entwickeln, sondern aus einer Fülle vorhandenen Materials das Beste herauszufiltern, intelligent zu ergänzen und zu einem schlüssigen Ganzen zu verbinden. Erste marktseitige Vorarbeiten wurden durch die Etablierung der Qualitätsstandards von TSI und PCS geleistet. Ein erster regulatorischer Ansatz wurde durch die EIOPA im Rahmen der Ausgestaltung von Solvency II entwickelt. Einen wichtigen Beitrag aus

Abbildung 1: Eine europäische Verbriefungsregulierung als Grundlage

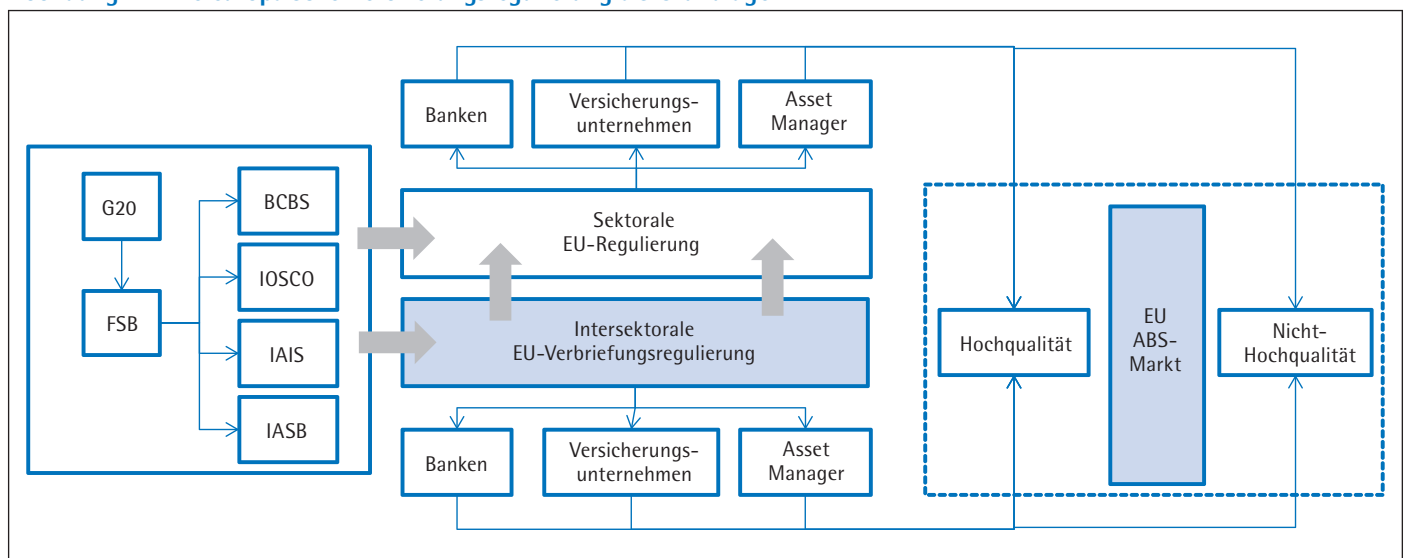
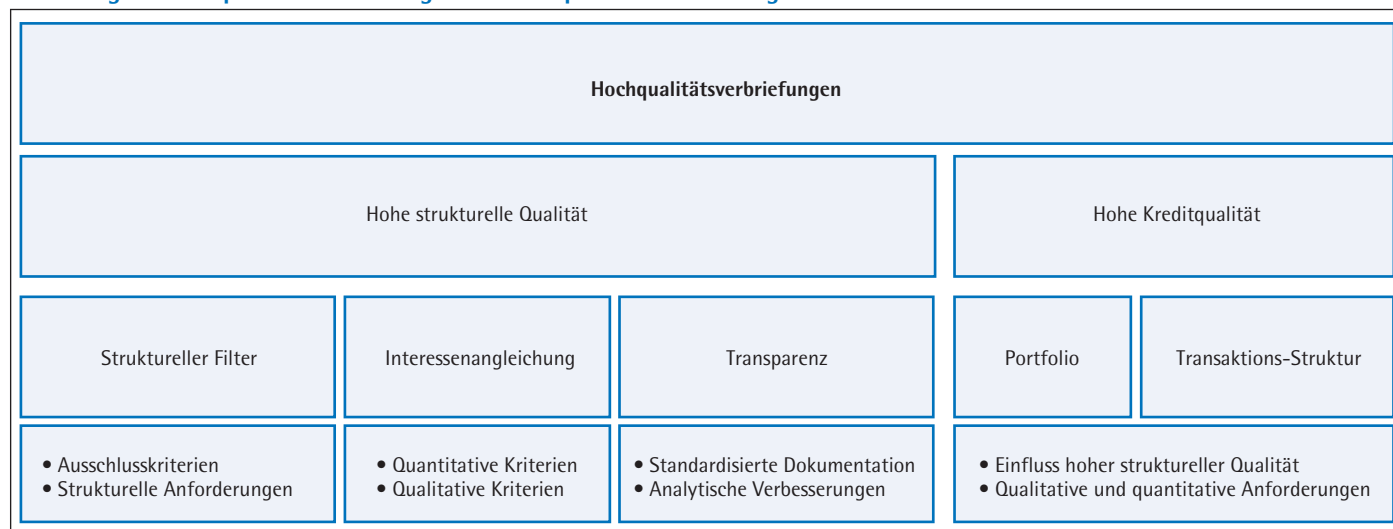


Abbildung 2: Konzept für Anforderungen an Hochqualitätsverbriefungen



der Perspektive der Zentralbanken haben EZB und die Bank of England mit ihrem gemeinsamen Diskussionspapier²⁾ geliefert.

Um den Rahmen dieses Beitrages nicht zu sprengen und laufenden Arbeiten nicht vorzugreifen, sollen an dieser Stelle nur einige elementare Grundzüge eines möglichen Konzeptes für Hochqualitätsverbriefungen dargestellt werden:

Grundsätzlich kann eine inhaltliche Definition von Hochqualitätsverbriefungen einem Assetklassen-Ansatz (bottom up) oder einem Prinzipien-basierten Ansatz (top-down) folgen. Letzterem ist eindeutig der Vorzug zu geben. Er vermeidet Abgrenzungsdiskussionen, die sich im Detail verlieren, ebenso wie Diskussionen zur relativen Relevanz einzelner Assetklassen für die Realwirtschaft. Die Fülle der bei einem Assetklassen-Ansatz erforderlichen Detailregelungen und damit einhergehenden Regelungskomplexität birgt ein hohes operationelles Risiko sowohl für Marktteilnehmer als auch für Aufsichtsbehörden. Ex ante sollte keine Verbriefungstechnik ausgeschlossen werden, ebenso wenig einzelne Forderungsklassen, soweit die allgemeinen Kriterien erfüllt werden.

Anforderungskriterien an Hochqualitätsverbriefungen

Die Anforderungskriterien an Hochqualitätsverbriefungen sollten so ambitioniert und selektiv wie möglich sein, darüber hinaus ausreichend robust. Letzteres impli-

ziert adäquate Anreiz-, Überprüfungs- und Sanktionsmechanismen, die in ein Konzept für Hochqualitätsverbriefungen zu integrieren sind.

Nicht zuletzt sollten dem Investor unabhängige und fundierte Investitionsentscheidungen bei vertretbarem Aufwand für Informationsbeschaffung und Analyse ermöglicht werden. Qualität von Informationen sollte hier wichtiger sein als deren Quantität. Abbildung 2 stellt ein mögliches, stark verdichtetes Konzept für Anforderungen an Hochqualitätsverbriefungen dar. Eine hohe strukturelle Qualität würde erreicht durch:

- 1) einen strukturellen Filter, der bestimmte Transaktionsformen (zum Beispiel Wiederverbriefungen, Originate to Distribute) ausschließt und darüber hinaus Anforderungen an die Standardisierung bestimmter Strukturelemente wie Cashflow-, Wasserfall- oder Kreditbesicherungs-Mechanismen stellt;
- 2) Interessenangleichung zwischen Originator und Investor mittels bekannter quantitativer Instrumente wie Risikoeinbehalt, aber möglicherweise auch durch neue Instrumente wie eine Obergrenze für das Verbriefungsvolumen je Originator, ergänzt durch qualitative Komponenten wie das Erfordernis homogener Prozesse für verbrieft und nicht verbrieft Forderungen. In diesem Zusammenhang ist auch über geeignete aufsichtliche Kontroll- und Sanktionsmechanismen nachzudenken;

3) Transparenz sollte wie bereits erwähnt eher durch Qualität als Quantität von Informationen geschaffen werden. Hohe Kreditqualität kann nicht, wie zum Teil gefordert, bedeuten, dass nur Forderungen erster Güte – im Sinne von „risikolos“ – verbrieft werden. Genauer wäre es, von einer sehr guten Einschätzbarkeit des Kreditrisikos zu sprechen, sowohl auf Portfolio- als auch auf Tranchenebene. Hierzu trägt neben Transparenz der genannte strukturelle Filter bei, aber auch Anforderungen zum Beispiel an die Homogenität des Portfolios oder eine Prüfung des zu verbrieften Portfolios durch einen unabhängigen Dritten.

Differenzierte regulatorische Behandlung

Der Nutzen von Verbriefungen für die Realwirtschaft rechtfertigt eine differenzierte Betrachtung anhand von Qualitätskriterien und eine entsprechende regulatorische Behandlung. Der Weg dorthin ist allerdings nicht so einfach wie es auf den ersten Blick scheinen mag. Eine realistische Erwartungshaltung ist geboten. Es sollte jedoch die Möglichkeit geschaffen werden, dass sich bewährte (Hoch-)Qualität auch künftig durchsetzen wird.

Fußnoten

¹⁾ Report of the EFC-High Level Expert Group on SME and Infrastructure Financing, http://europa.eu/efc/working_groups/hleg_report_2013.pdf
²⁾ Bank of England/European Central Bank „The case for a better functioning securitisation market in the European Union“, 29. Mai 2014.