

Gegenwart und Zukunft der Verbriefung von Handels- und Leasingforderungsprogrammen

Asset Backed Commercial Paper Conduits (ABCP Conduits) sind zur Finanzierung von Handels- und Leasingforderungen eine seit den späten neunziger Jahren in Deutschland etablierte Form der Unternehmensfinanzierung, die völlig zu Unrecht in den Sog der Finanzmarktkrise gezogen wurde. Bis heute hat kein einziger Investor aus einem solchen Konstrukt je auch nur einen Euro Ausfall zu erleiden gehabt. Wenn es Ausfälle gab, so bezogen sich diese ausschließlich auf Strukturen, die mit dieser Technik andere Wertpapierportfolios (meist ABS-Papiere vermeintlich guter Qualität) finanzierten.

Der Markt für solche „Multi-Seller-Conduits“ (das heißt, verschiedene Unternehmen verkaufen ihre Forderungen in ein solches Konstrukt hinein) hatte sich in den letzten Jahren kontinuierlich nach oben entwickelt. Nach Expertenschätzungen nutzen in Deutschland heute etwa 100 bis 150 Unternehmen dieses Instrument. Das Finanzierungsvolumen liegt dabei bei etwa zehn bis zwölf Milliarden Euro, wobei die Bandbreite pro Transaktion von zirka 15 Millionen Euro bis in hohe dreistellige Millionenbeträge reicht. Für diese Unternehmen stellt die ABCP-Finanzierung eine günstige, verlässliche und flexible Finanzierungsquelle dar. Bilanzielle Vorteile und geringere Publikationserfordernisse als bei anderen Kapitalmarktprodukten kommen hinzu.

Multi-Seller-Conduits in der Finanzmarktkrise

Gerade in den Zeiten der Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise nach 2007, als Banken ihre Kreditvergabe kriterien angezogen hatten beziehungsweise Konzentrationsrisiken abbaute, hat sich die Finanzierung via Conduit sehr erfolgreich entwickelt.

Eine Ende 2010 von sieben führenden deutschen Conduit-Anbietern durchgeführte

Studie belegt, dass ABCP-Transaktionen im Kundengeschäft sehr konservativ und ratingstabil strukturiert werden. Die Ratingniveaus sind deutlich besser als im klassischen Unternehmenskreditgeschäft, die Rating-schwankungen bewegen sich in vergleichbarem Rahmen (siehe Abbildung 2).

Über die Krise hinweg zeigten ABCP-Transaktionen zudem eine außergewöhnliche Stabilität. Zwar sind einzelne Forderungen und auch verkaufende Unternehmen ausgefallen, jedoch haben die ABCP-Transaktionen, in denen deren Handelsforderungen verbrieft worden sind (und damit die Investoren), keinen Schaden genommen.

Durch die kurze Laufzeit der ABCPs von meist ein bis drei Monaten sind Investoren

zudem kaum Marktwert Risiken ausgesetzt. Anders als bei langlaufenden Wertpapieren, bei denen Spread- und Ratingveränderungen hohe Buchwertverluste auslösen können, haben ABCPs aufgrund ihrer Stabilität und kurzen Laufzeit kaum Marktwertschwankungen und damit GuV-Effekte in den Bilanzen der Investoren ausgelöst.

Kosten- und Nutzenschätzungen der Verkäufer

Unternehmen, die sich einmal für die Finanzierung über ABCP entschieden haben, schätzen dieses Instrument und nutzen es in der Regel über viele Jahre hinweg. Typische Aussagen von Unternehmen, die sich für diesen Weg entschieden haben, sind:

- Instrument zur langfristigen Sicherung der Liquidität, zur Finanzierung des Umlaufvermögens und zur Verbreiterung der Refinanzierungsbasis,
- erhöhte Unabhängigkeit von der Geschäftspolitik der Banken bei gleichzeitiger Fortsetzung der bilateralen Bankenbeziehungen,
- keine Beeinflussung der eigenen Wachstumspolitik durch geschäftspolitische Interessen Dritter,
- indirekter Zugang zum Kapitalmarkt, damit interessante Kosten,
- Qualifizierungseffekt im eigenen Unternehmen (zusätzliches Know-how zum Risikomanagement der Debitoren),
- sehr niedriger Aufwand in der täglichen Umsetzung,
- Zusammenarbeit führt zu einer breiten und nachhaltigen Basis zwischen Bank und Unternehmen,

Volker Meissmer, Leiter Verbriefungen, Landesbank Baden-Württemberg, Stuttgart, und Matthias Renner, Co-head Investment Banking Products, Raiffeisen Bank International AG, Wien

Der Markt für Asset Backed Commercial Papers ist im Zuge der Finanzmarktkrise unter die Räder gekommen und hat für zahlreiche Investoren deutlich an Attraktivität verloren. Völlig zu Unrecht, urteilen die Autoren, denn bislang habe noch kein Investor einen Verlust erlitten. Ihrer Ansicht nach stellen diese Papiere für Unternehmen eine nach wie vor günstige, verlässliche und flexible Finanzierungsquelle dar und bieten Sponsorbanken eine sinnvolle Alternative zu anderen Finanzierungsformen. Ungemach droht den ABCP-Produkten allerdings in Form verschärfter Liquiditätserfordernissen durch Basel III. Die ABCP-Produkte sollten deshalb – so das Plädoyer der Autoren – verändert werden, damit sie für Investoren wieder attraktiver sind und auf weniger Vorbehalte stoßen. Die Zeit sei reif für Produktinnovationen. (Red.)

– Off-Balance-Instrument (unter HGB und IFRS) mit in der Regel positivem Effekt auf das Rating.

Vorteile für Sponsoren

Aber auch aus Sicht der Sponsorbank stellt die ABCP-Finanzierung eine sinnvolle Alternative zu anderen Finanzierungsformen dar. Wie bereits erwähnt ist das wirtschaftliche Risiko im Vergleich zu einer klassischen Working-Capital-Finanzierung wesentlich geringer. Dies wirkt sich auch auf die Kapitalunterlegung bei der Sponsorbank aus. Studien einzelner Institute haben gezeigt, dass durch Nutzung des eigenen Multi-Seller-Conduits die Kapitalbelastung gegenüber einer klassischen (unbesicherten) Betriebsmittellinie um etwa zwei Drittel gesenkt werden kann. Dies hat natürlich entsprechende Auswirkungen auf den Return on Equity (RoE).

Aber nicht nur ökonomische und regulatorische Vorteile ergeben sich aus einer solchen Finanzierung, auch die Beziehung zwischen Bank und Kunde wird entscheidend gestärkt, was zusätzliche Cross-Selling-Potenziale eröffnet. Unternehmenskundenbetreuer gewinnen durch die zeitnahen und tiefen Einblicke in das Debitorenmanagement oftmals ein viel intensiveres Verständnis für ihren Kunden und können auf (positive wie auch negative) Entwicklung viel schneller und angemessener reagieren.

Derzeitige Marktverfassung

Auf der Investorensseite sieht das Bild jedoch vollständig anders aus. Auch hier gab es bis zur Finanzkrise keinerlei Schwierigkeiten, die Wertpapiere (Commercial Paper) bei Investoren zu platzieren. Mit dem Ausbruch der Finanzkrise jedoch ist das Investoreninteresse schlagartig zurückgegangen. Mehrere Jahre danach hat sich die Marktverfassung des Produktes nun auf sehr niedrigem Niveau stabilisiert. Das US-amerikanische ABCP-Volumen belief sich im Juli 2007 noch auf 1 189 Milliarden US-Dollar, im Februar 2012 waren es 337 Milliarden US-Dollar. Dahingegen schrumpfte das ausstehende Volumen für Euro-ABCP-Papiere im gleichen Zeitraum von 285 auf 33 Milliarden US-Dollar. Bei diesem Volumensrückgang ist allerdings zu berücksichtigen, dass Forderungsklassen und Strukturelemente, die darauf ausgelegt waren, für Banken außerhalb der eigenen Bankbi-

lanz Arbitragegewinne zu erzielen, fast gänzlich aus den ABCP-Programmen verschwunden sind. Zu diesen Teilssegmenten gehören Structured Investment Vehicle (SIV), Collateral Debt Obligation (CDO) oder Security Arbitrage Vehicle.

Das Firmenkundengeschäft mit einem globalen Marktanteil von 71 Prozent am gesamten ABCP-Markt und vereinzelt Refinanzierungstransaktionen für Banken bilden die Basis in einem stark konsolidierten Markt. In den Jahren vor der Finanzkrise kauften Geldmarktinvestoren ABCP hauptsächlich aufgrund der etwas höheren Rendite im Vergleich zu anderen, erstklassigen Geldmarktpapieren. Man kann davon ausgehen, dass der Mehrzahl der Investoren der Unterschied zwischen den einzelnen ABCP-Programmen und Forderungsklassen nicht im Detail klar war. Die komplexe Struktur solcher Programme hat mit dazu geführt, dass sich die Investoren wohl hauptsächlich auf das Urteil der Ratingagenturen verlassen haben. Als mit der Finanzkrise die Produkte ABS und ABCP in die Schusslinie der Öffentlichkeit gerieten, entschieden die großen Geldmarktinvestoren nahezu gleichförmig, ABCP als Anlageklasse zu eliminieren. Hierbei wurde nicht mehr zwischen guten und schlechten Programmen unterschieden.

Bis heute sind viele der Investoren, die damals den ABCP-Markt verlassen haben, nicht als aktive Marktteilnehmer zurückgekehrt, obwohl ABCP-Investoren generell während der Krise keine Verluste mit diesem Produkt erlitten haben. Die Gründe sind bestimmt vielfältig und für jeden einzelnen Investor unterschiedlich. Neben der Komplexität und der immer noch

schlechten öffentlichen Wahrnehmung des Produktes sind wesentliche Gründe die Ratingverschlechterung der ABCP-Programme, oft aufgrund von Downgrades der Sponsorbanken, aber auch die verschärften aufsichtsrechtlichen Anforderungen, die an viele ABCP-Investoren heute gestellt werden. Diese Anforderungen können nur von großen Investoren erfüllt werden, während viele andere den Aufwand scheuen und stattdessen in andere Geldmarktinstrumente investieren.

Das Resultat dieser Entwicklung ist, dass ABCP-Transaktionen für Kunden und für Banken weiterhin ein sehr gutes Produkt für das Kundengeschäft darstellen. Ein Großteil der ABCP werden jedoch nicht bei Investoren platziert, sondern direkt oder indirekt von den Sponsorbanken refinanziert.

Kommende Herausforderungen

Multi-Seller-Conduits dienen der Unternehmensfinanzierung, so wie Mittelstandskredite, Corporate Bonds und Schuldscheine. Trotzdem werden sie aufsichtsrechtlich behandelt wie „toxische Papiere“. Im Rahmen der Basel-II-Diskussion gab es allerdings eine wichtige Ausnahme von dieser Betrachtung, nämlich die Einführung des sogenannten Internal Assessment Approach (IAA). Danach können Sponsorbanken, sofern sie dem Internal Ratings-Based Approach (IRBA) folgen, die für die Kapitalgewichtung maßgeblichen Ratingnoten nach internen Verfahren ermitteln. Dieses IAA-Verfahren hat sich inzwischen – nach teilweise zähen Diskussionen in den EU-Entscheidungsgremien – im deutschen Markt etabliert und bewährt. Auch die BaFin hat die Einführung und Anwendung dieser

Abbildung 1: Assetmix europäischer ABCP-Conduits 6/2010 versus 6/2012

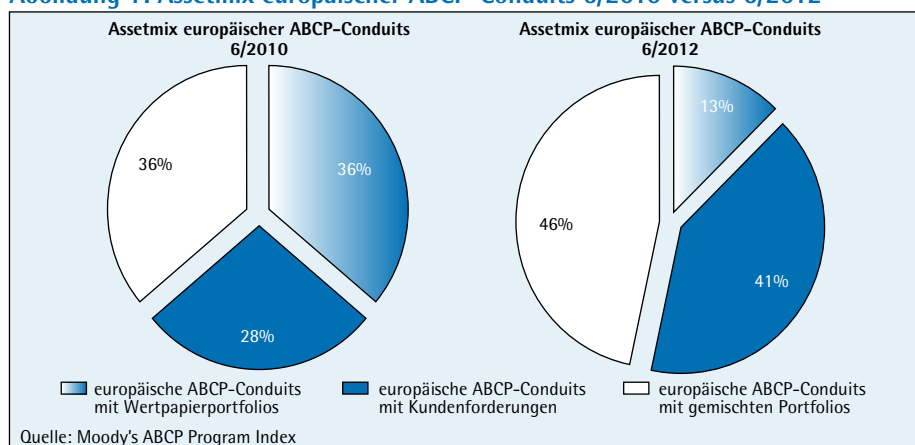
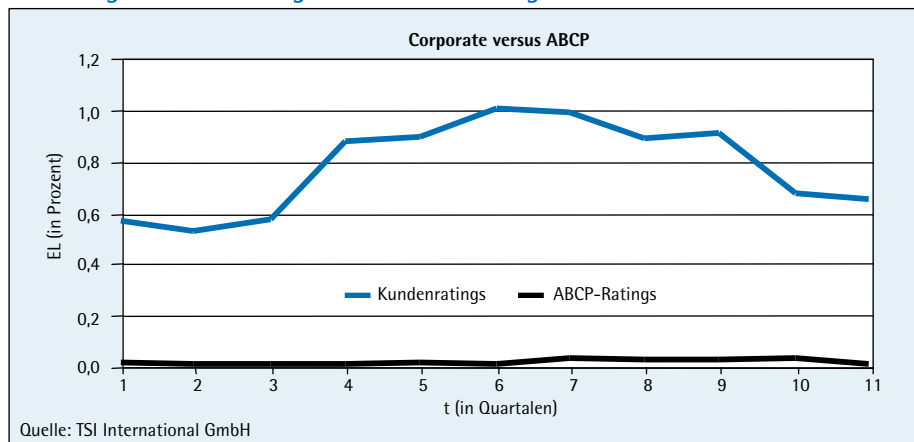


Abbildung 2: Kundenratings versus ABCP-Ratings



Ausnahmeregelung sehr unterstützt, was die Industrie begrüßt.

Doch nun scheinen mit Basel III wieder neue Hürden aufzukommen. Der Zankapfel heißt Liquidity Coverage Ratio (LCR). Nach dem derzeitigen Stand der Diskussion werden Liquiditätslinien an Multi-Seller-Conduits mit sehr hohen Liquiditätserfordernissen belegt, die die Kosten derartiger Linien in die Höhe treiben werden. Es besteht die Befürchtung, dass damit alle für die Unternehmen verbundenen Vorteile dieser Finanzierungsart durch eine regulatorisch induzierte Kostensteigerung zu nichte gemacht werden – eine Entwicklung, die das Produkt nicht verdient hätte.

Aber auch der Investorensseite droht regulatorisches Ungemach: Weil derartige Investments als ABS einzustufen sind (auch wenn sie durch ihre Absicherungsmaßnahmen faktisch ein Bankenrisiko darstellen), werden solche Papiere durch Solvency II bei vielen Versicherungen als Anlagemöglichkeit unattraktiv. Aber Investoren braucht das Produkt, um seinem Kapitalmarktanspruch gerecht zu werden.

Die deutschen Conduit-Anbieter sind – mit tatkräftiger Unterstützung der TSI – hier in einem engen Austausch mit Aufsehern, Regulatoren und Politik, um Verständnis und entsprechende Sonderregelungen für Multi-Seller-Conduits zu erreichen. Ob dies gelingt, bleibt allerdings abzuwarten.

Mögliche ABCP-Investoren

Wie bereits geschildert, hatten vor der Finanzmarktkrise die meisten ABCP-Programme ihre Wertpapiere in den USA ab-

gesetzt, und die Suche nach Investoren war praktisch kein Thema. Mit dem anhaltenden Ausbleiben der Investorennachfrage stellt sich die Frage, ob das alte Investoreninteresse wieder hergestellt werden kann. Angesichts der Entwicklungen im regulatorischen Umfeld und der um sich greifenden Bankenkrise in Europa ist dies ein schwieriges Unterfangen.

Andererseits hebt sich das Produkt durch seine Unterlegung mit realen Wirtschaftswerten ja gerade von den (senior unsecured) Bankverbindlichkeiten ab. Hinzu kommt, dass die meisten Programme heutzutage eine vollständige Risikoabsicherung durch die Sponsorbanken erfahren – man spricht von sogenannten „fully supported“-Programmen. Damit profitiert der Anleger von einer doppelten Sicherheit – ähnlich wie dies auch bei einem Pfandbrief der Fall ist.

Die Herausforderung liegt allerdings darin, deutlich zu machen, dass diese doppelte Sicherheit auch tatsächlich trägt, denn die Erfahrungen, die manche Investoren mit vermeintlich sicheren ABS-Papieren gemacht haben, sind noch lange nicht vergessen. Selbst die Tatsache, dass noch kein einziger Investor aus einem solchen Konstrukt je auch nur einen Euro Ausfall erlitten hat, überzeugt bislang nur wenige. Daher sind viele Sponsorbanken derzeit damit beschäftigt, ihr Produkt noch sicherer, vertrauenswürdiger und transparenter zu machen. Auch die Möglichkeit, dass der Investor in ein nach seinen Bedürfnissen und Anforderungen zurechtgeschnittenes Portfolio von Unternehmensforderungen investiert und damit quasi bestimmt, wem er sein Geld anvertraut, wird bereits angeboten.

Daneben werden neue Verkäuferschichten angesprochen, beispielsweise große Unternehmen, die kurzfristigen Geldanlagebedarf haben. Trotzdem bleibt die Sorge vieler Sponsorbanken, dass das zur Platzierung bereitstehende Volumen an ABCP bei Weitem nicht durch neue Käuferschichten aufgenommen werden kann. Daher ist die Suche nach Produktalternativen eine Aufgabe, die sich ein Expertenkreis rund um die TSI gesetzt hat.

Die Steuerung von Banken ändert sich aufgrund der neuen verschärften regulatorischen Regelungen. Die Banken müssen zukünftig höhere Eigenkapitalanforderungen einhalten. Generell ist dies durch die Aufnahme von neuem Eigenkapital zu erreichen, was für die meisten Banken aufgrund der Marktlage sehr schwierig sein wird. Es bleibt also nur der Weg, eigenkapitalintensive Produkte wie den klassischen Bankkredit abzubauen und auch neu zu bepreisen.

Über den Tellerrand gedacht

Eine sinnvolle Alternative zur Reduktion von Kreditportfolios bei Banken könnte die stärkere Besicherung der Kredite sein. Durch diese Besicherung werden die Kredite risikoärmer, dadurch sollte die regulatorische Eigenkapitalbelastung in Relation zum Kreditvolumen sinken. Eine weitere Möglichkeit stellt die Platzierung von Kreditprodukten, zum Beispiel über Corporate Bonds, Schuldscheine oder ABS-Anleihen an Nichtbanken, dar, die keine höheren Eigenkapitalvorschriften zu berücksichtigen haben.

Die Verbriefungstechnik bietet beide Möglichkeiten. Durch den Verkauf der Vermögensgegenstände an eine Einweckgesellschaft können diese im Konkursfall des Originators oft problemlos eingetrieben werden. Im Unterschied zu anderen gedeckten Finanzierungen wurde diese Struktur mehrmals bei Konkursen getestet; sie hat sich gut bewährt. Zusätzlich sind Verbriefungsstrukturen in der Regel extern gerated und können am Kapitalmarkt platziert werden.

Beobachtet man derzeit die Kapitalmärkte, so fällt auf, dass das Vertrauen in eher politisch gestützte Produkte schwindet. Dies gilt insbesondere für Staatsanleihen. Bei diesen Produkten setzen die Akteure doch stark darauf, dass die Politik dafür Sorge trägt, Ausfälle für Investoren zu vermeiden.

Demgegenüber ist die Verbriefungstechnik als Unternehmensfinanzierung eine getestete Struktur, die diese politische Unterstützung nie gehabt hat.

Notwendige Veränderungen

Es bleibt also festzuhalten, dass die Verbriefung einen wichtigen Beitrag zur Unternehmensfinanzierung leisten kann. Dennoch ist es nur in einzelnen Verbriefungssegmenten nach der Krise gelungen, Investoren erfolgreich anzusprechen. Die Verbriefungsindustrie muss sich hier die Frage stellen, ob man nicht die Produkte so verändern kann, dass sie für Investoren attraktiver werden und auf weniger Vorbehalte stoßen. Ein Investor, der vor der Finanzkrise in ein Portfolio von Verbriefungen für deutsche Firmenkunden investiert hätte, könnte sich heute zu den Gewinnern zählen. Welche Veränderungen könnten jedoch helfen, mehr Investoren für Verbriefungen im Bereich Unternehmensfinanzierung anzusprechen?

Transparenz und weniger Komplexität: ABCP-Programme sind auch heute noch geprägt von hoher Komplexität und nur eingeschränkter Transparenz für den Investor. Dieser hat nur bedingt die Möglichkeit, sämtliche Details dieser Strukturen zu verstehen. Die Strukturen müssen deshalb einfacher werden.

Forderungsklassen: Forderungsklassen sind oft gemischt in ABCP-Programmen. Der In-

vestor erwirbt eine Mischung von besicherten Mittelstandsfinanzierungen, Autokreditverbriefungen, Immobilienverbriefungen und so weiter. Investoren sollten deshalb die Möglichkeit erhalten, in nur eine Forderungsklasse zu investieren.

Emittent: Die neuen Regulierungen für Investoren machen es insbesondere für kleinere Investoren fast unmöglich, in Verbriefungsprodukte zu investieren. Insofern stellt sich hier die Frage, ob die Strukturen nicht zunächst von einer Bank refinanziert werden und dann die Risiken über eine Art besicherte Schuldverschreibung an den Markt gebracht werden. Dies hätte für den Investor den Vorteil, die bessere Variante der beiden Risiken zu nehmen. Die Bank würde weiterhin zuerst für Risiken haften und der Investor wäre maximal geschützt. Die Emission über eine Bank könnte somit eine für Investoren reizvolle Alternative darstellen.

Laufzeitkongruenz: ABCP-Strukturen waren aufgrund von Laufzeitinkongruenzen außerhalb der Bankbilanz in Verruf geraten. Mittlerweile ist die Steuerung dieser Vehikel längst in die internen Banksysteme integriert. Dennoch ist eine Laufzeitkongruenz zwischen Aktiva und Passiva weiterhin geboten. Laufzeitinkongruenzen sind weitestgehend zu vermeiden.

Es ist Zeit für eine Produktinnovation, um Verbriefungstechniken im Bereich der Unternehmensfinanzierungen so einzusetzen,

dass mehr Investoren erreicht werden. Dies gilt insbesondere für die Forderungsklasse „Forderungen aus Lieferung und Leistung“, die sich für den deutschen Mittelstand in besonderer Weise eignet. Die Zeit dafür scheint reif zu sein. Die deutsche Verbriefungsindustrie arbeitet zusammen mit der TSI an einem Projekt, um die Verbriefung für Firmenkunden auch für Investoren wieder attraktiver zu machen. Die größte Herausforderung ist es dabei, die aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen in Einklang zu bringen mit den Interessen der realwirtschaftlichen Nutzer und Investoren.

Besicherte Finanzierungen wichtiger

Besicherte Finanzierungen werden in den nächsten Jahren immer wichtiger werden. Die Verbriefungstechnik bietet eine getestete Struktur, die Vorteile für die Realwirtschaft und Banken hat. Um breitere Investorenschichten für dieses Produkt zu begeistern, werden Produktinnovationen benötigt, die die Erfahrungen der Finanzkrise berücksichtigen. Es ist Zeit für eine Weiterentwicklung des Produktes ABCP. Dies erfordert eine gemeinsame Anstrengung der Banken, die jedoch auch von den Regulatoren unterstützt werden muss. Was nutzt ein verbessertes Produkt, wenn es für die Banken mit einer hohen regulatorischen Kapitalbelegung verbunden ist? Insofern ist ein Zusammenwirken aller Beteiligten notwendig, um hier die nächsten Schritte zu gehen.