

Jan-Peter Hülbert

Perspektiven für Verbriefungen und deren Bedeutung in der aktuellen Zeit

Verbriefungen sind in aller Munde. Doch um was geht es dabei eigentlich? Vereinfacht dargestellt werden durch Verbriefungen illiquide, sich in den Bilanzen von Banken und Unternehmen befindliche Forderungen liquide gemacht. Dies wird erreicht durch den zivilrechtlichen Verkauf eines Forderungsportfolios an eine Einzweckgesellschaft, die wiederum Anleihen im Kapitalmarkt platziert.

Rechts kommt es bei der aufsichtsrechtlichen Verbriefung darauf an, dass neben einem regresslosen Forderungsverkauf eine Tranchierung vorliegt, also die Verlustverteilung auf zumindest eine vorrangige und eine nachrangige Tranche. In Deutschland wurde dies erstmals im bekannten BaFin-Rundschreiben 4/1997 verankert, später im Zuge von Basel II fand dies auch Eingang in die weltweite auf-

zunächst aufgrund steigender Immobilienpreise jedoch kaum in den Risikokosten bemerkbar machte und leider auch von den Ratingagenturen in ihrer Gefahr nicht erkannt wurde. Verstärkt wurde dieser Effekt durch die bekannten Wiederverbriefungen. Diese erhöhten das verbrieft Volumen jenseits der real vorhandenen Underlyings, steigerten den Leverage und erschwerten die Analyse und Transparenz für die Investoren erheblich.

„Als der Markt kollabierte, stand die Verbriefungstechnik am Pranger.“

So begannen die staatlichen amerikanischen Förderbanken Ginnie Mae und Freddie Mac in den 1970er Jahre für Banken als Garant verbrieft Hypothekendarlehen aufzutreten und nutzten dabei die Verbriefungstechnik, die es erlaubte, das zugrunde liegende Portfoliorisiko in vor- und nachrangige Wertpapiertranchen zu unterteilen. Nach dem Beginn mit Hypothekendarlehen wurde in den 1980er Jahren das Instrument ausgeweitet zur Refinanzierung von Autokrediten, Kreditkartenforderungen und anderen Forderungsklassen. Gleichzeitig wurde die Verbriefung in Asien und Europa übernommen und hat vor allem in denjenigen Märkten ein schnelles Wachstum erlebt, die nicht wie in Deutschland über ein etabliertes Produkt wie den Pfandbrief verfügten.

Verbriefung und Innovation

In Abgrenzung zur zivilrechtlichen Verbriefung im Sinne eines verbrieften

sichtsrechtliche Anwendung des Begriffs Verbriefung.

Die Tranchierung hat für Banken und Investoren erhebliche Vorteile. Zum einen können Banken damit die Standardrisiken eines Portfolios zurückbehalten und nur die außergewöhnlichen Risiken an den Markt weitergeben, was erheblich zur Risikosteuerung und zum Eigenkapitalmanagement beiträgt, zum anderen erlaubt die Tranchierung, dass sich eine breite Investorenschaft entsprechend ihrer jeweiligen Risikoneigung an solchen Transaktionen beteiligen kann.

Von den 1990er Jahren an bis hin zur globalen Finanzkrise 2008/2009 zeigte der Verbriefungsmarkt eine sehr dynamische Entwicklung. Vor allem US-Banken, angestoßen zunächst mit staatlicher Unterstützung, nutzten das Instrument umfassend. Jedoch führte in den USA die Möglichkeit, Risiken einfach auf Dritte zu übertragen, bald zu Moral Hazard in der Kreditvergabe. Eine Entwicklung, die sich

Das Ganze geschah in einer langen Phase sinkender Zinsen, schwindender Kreditmargen und steigendem Wettbewerb bei Banken, der sich besonders in Deutschland zunehmend bemerkbar machte. Hinzu kam bei den öffentlichen deutschen Banken 2005 der Wegfall der Gewährträgerhaftung. Landesbanken konnten sich bis dahin zu AAA-Konditionen in großen Umfang refinanzieren, suchten anschließend nach rentabler Anlage und fanden diese unter anderem in amerikanischen Verbriefungen.

Die Rolle in der globalen Finanzkrise

Die zunehmend schlechtere Qualität auf den US-Kreditmärkten floss in wenig transparente Verbriefungen, die von den Ratingagenturen nichtsdestoweniger gut beurteilt wurden und gerne von europäischen Banken auf ihrer Suche nach rentablem Anlagegeschäft gekauft wurden. Als der Markt kollabierte, stand dann die Verbriefungstechnik als solche am Pranger und in der Aufarbeitung der Finanzkrise wurde kaum mehr wahrgenommen, dass es sich bei der Verbriefung um ein sinnvolles und für die Finanzstabilität durchaus förderliches Instrument han-

delt. Stattdessen setzte man die frisch gemachten Erfahrungen mit den US-Transaktionen mit dem Produkt an sich gleich, was aber keineswegs der Qualität europäischer Verbriefungen gerecht wurde.

Ebenso wurde in der Diskussion die hohe realwirtschaftliche Bedeutung von Verbriefungen in Europa ausgeblendet. Unternehmenskredite, Absatzfinanzierungen mobiler Wirtschaftsgüter (inklusive Pkw) mit gewerblichen oder privaten Kredit- oder Leasingnehmern, unterjährige Forderungen aus Lieferung und Leistung von Unternehmen – all dies wird in Europa unter anderem über Verbriefungen refinanziert. Es handelt sich dabei um klassisches Finanzierungsgeschäft. Und gerade in dem bankbasierten europäischen Finanzierungsmodell bedarf es zu dessen Refinanzierung der Verbriefung. Die historische Analyse zeigt, es war und ist qualitativ hochwertiges Geschäft. Dies unterstreichen die langfristigen Datenreihen zu Ausfallraten in diesen Forderungsklassen über die vergangenen zwanzig Jahre hinweg.

Lessons Learned und Kapitalmarktunion „die Erste“

Aus den Erfahrungen der Finanzkrise 2008 wurden von Gesetzgeber, Aufsehern und EZB eine Reihe von Maßnahmen abgeleitet, die vor allem das Verbriefungsgeschäft betrafen. Originate-to-Distribute-Geschäftsmodelle wurden in der Verbriefung unterbunden, ein verpflichtender Risikoseibstbehalt von fünf Prozent wurde eingeführt, Sorgfaltspflichten für Banken und Investoren vorgeschrieben und die Wiederverbriefung faktisch verboten. Die Transparenz wurde maßgeblich erhöht durch die Anforderung zum Reporting von Einzelvertragsdaten über das European Data Warehouse als Voraussetzung für die Notenbankfähigkeit bei EZB und Bank of England. All diese Maßnahmen sind richtig und hätten bei früherer Anwendung wohl die Exzesse und negativen Auswirkungen auf deutsche und europäische Banken weitestgehend verhindert und gleichzeitig das in Europa vorherrschende Realwirtschafts-ABS nicht beeinträchtigt.

Unter diesen Rahmenbedingungen haben Verbriefungen in Europa bis 2018 ein konstantes Wachstum erfahren, die Qualität europäischer Verbriefungen blieb hochwertig und bei zwischenzeitigen Verwerfungen der Finanzmärkte wie der Eurozonenkrise haben sie ihre Funktionsfähigkeit bewiesen.

Jedoch führten zwei Entwicklungen dazu, dass Verbriefungen bis heute nicht ihr mögliches Potenzial ausschöpfen können. Zum einen hatte das Basler Committee als verspätete Reaktionen auf die Finanzkrise im Dezember 2012 einen ersten Vorschlag veröffentlicht, der durch eine starke Anhebung aufsichtsrechtlicher Risikogewichte für Verbriefungspositionen restriktiv auf Verbriefungen wirkte. Die Kalibrierung der Risikogewichte hatte mehr oder weniger die Ausfallraten amerikanischer Verbriefungen in der Finanzkrise vor Augen und trug somit den Ausfallraten bei realwirtschaftlichen, europäischen ABS keine Rechnung. Zum anderen legte die EU-Kommission 2015 einen Aktionsplan für eine Kapitalmarktunion vor. Dieser enthielt mehrere zu begrüßende Vorschläge, wie man das Potenzial von Verbriefungen nutzen könnte, um die in Europa überwiegend bankbasierte Finanzierungswelt stärker mit den Kapitalmärkten zu vernetzen. Der Plan war gut, allerdings blieben im politischen Umsetzungsprozess einige Punkte auf der Strecke oder wurden bürokratisch überfrachtet.

Spürbare Verbesserung des Vertrauens

So umfasst die neue, seit 1. Januar 2019 anzuwendende Verbriefungsverordnung „Verordnung (EU) 2017/2402“ inklusive der technischen Anwendungsbestimmungen (RTS/ITS) sowie Anwendungsrichtlinien von EBA und ESMA weit über 1000 Seiten und ist zudem noch von hoher Komplexität. Und auch die mit dem Basler Vorschlag von 2012 geschaffene Unsicherheit bezüglich der Eigenkapitalunterlegung blieb lange erhalten. Ein Großteil der RTS/ITS ist erst im September 2020 in Kraft getreten und mit der Zulassung eines europäischen Verbriefungsregisters ist erst Mitte 2022 zu rechnen.



Jan-Peter Hülbert



Geschäftsführer, True Sale International GmbH, Frankfurt am Main

Die Corona-Krise wird ihre Spuren in den Bankbilanzen hinterlassen. Die in den vergangenen Jahren über alle Bankengruppen hinweg so komfortablen Kreditausfallraten werden in den kommenden Monaten und Jahren spürbar steigen. Mit all den bekannten Folgen für Gewinne und Eigenkapital. Da die Möglichkeiten der Eigenkapitalstärkung aber in der aktuellen Phase ebenfalls beschränkt sind, kommt Verbriefungen aufgrund des damit verbundenen Risikotransfers und der Kapitalentlastung bei Banken eine besondere Rolle zu, hebt der Autor hervor. Allerdings weisen die gegenwärtigen Regelwerke und die Vorschläge im Rahmen der Kapitalmarktunion gerade mit Blick auf die in Deutschland seit Jahren gebräuchlichen synthetischen Verbriefungen noch einige rechtliche Unsicherheiten und regulatorische Hemmschuhe auf. Von daher plädiert der Autor in der anstehenden Umsetzung für schnelle und effiziente Regeln für Bilanzverbriefungen ebenso wie für eine allgemeine Verbesserung des Level Playing Field für Verbriefungen insgesamt. (Red.)

Und schließlich wurden auch die Risikogewichte für Verbriefungspositionen im Zuge der neuen EU-Regulierung gegenüber der alten Basel-II-Welt erhöht; selbst für die hochqualitativen STS-Verbriefungen sind sie heute höher als vorher.

Bei genauer Betrachtung der Auswirkungen der neuen Verbriefungsverordnung muss man feststellen, dass beispielsweise deutsche Auto ABS, niederländische RMBS oder französische Handelsforde-

rungsverbriefungen sich zunächst nicht wesentlich verändert haben. Rechtlicher Verkauf der Forderungen, Qualität der Forderungsportfolios, Wasserfall und Sicherungsstrukturen oder Tranchierungen funktionieren wie zuvor.

Was ist nun das Ergebnis der neuen EU-Verbriefungsregulierung, neben gestiegenen Risikogewichten und höherem Aufwand? Heute wird allgemein die Einschätzung geteilt, dass die Schaffung des neuen Qualitätssegments STS seit 2019 zu einer deutlichen Verbesserung des Vertrauens in die Verbriefungsmärkte beigetragen hat. STS steht dabei für „Simple“, „Transparent“ und „Standardised“ und ist in einem umfangreichen Kriterienkatalog in den Artikeln 18ff. der neuen Verbriefungsverordnung vorgegeben.

Nochmals erhöhte Transparenzvorschriften, standardisierte Kriterien, verschärfte Haftungsregeln und stärkere Einbindung von Aufsichtsbehörden tragen dazu bei. Neben der inhaltlichen Umsetzung der Kriterien hat das neue Element der Verifizierung dieser Kriterien durch einen unabhängigen, von der zuständigen Aufsichtsbehörde zugelassenen Drittparteiverifizierer zur Akzeptanz bei Originatoren und Investoren beigetragen und das Vertrauen in Verbriefungen weiter gestärkt.

Kapitalmarktunion „die Zweite“ in Zeiten von Basel IV und Corona

Verbriefung fördert die Finanzierung der Realwirtschaft durch Banken, direkt und indirekt. Die für 2020 geplante und auf 2021 verschobene Finalisierung von Basel III (oft als Basel IV bezeichnet) führt zu höheren Eigenkapitalanforderungen bei Banken und die Corona-Pandemie lässt vermutlich darüber hinaus die Ausfallraten ansteigen. Spätestens wenn alle Stützungsmaßnahmen wie beispielsweise Aussetzung der Insolvenzantragspflicht, Zahlungsmoratorien für Schuldner und Kurzarbeitergeld zu Ende gehen, wird sich dies bemerkbar machen.

Von daher werden Banken mehr Eigenkapital benötigen. Aber die Möglichkei-

ten der Eigenkapitalstärkung sind in der Kreditwirtschaft begrenzt: Kapitalerhöhungen durch externe Eigenmittelzufuhr oder durch Gewinnthesaurierung sind nur eingeschränkt möglich und eine Reduzierung der Kreditvergabetätigkeit wäre volkswirtschaftlich nicht wünschenswert. So kommt Verbriefungen aufgrund des damit verbundenen Risikotransfers und der Kapitalentlastung bei Banken eine besondere Rolle zu.

Und hier kommen vor allem synthetische Verbriefungen ins Spiel. Solche Verbriefungen werden hier und im Folgenden treffender bezeichnet als Bilanzverbriefungen: Kreditinstitute wählen Kreditfor-

derungen aus ihrer Bilanz aus, die sie im Rahmen ihres klassischen Kreditgeschäfts an Kunden vergeben haben. Sie verbriefen diese Forderungen unter Anwendung der oben erläuterten Kriterien „regresslos“ und „Tranchierung“, ohne dass ein zivilrechtlicher Verkauf der Forderungen stattfindet.

So können mit geringerem Aufwand und weniger Komplexität bei dieser in Deutschland seit über zwanzig Jahren etablierten Verbriefungsform Kreditrisiken an Investoren weitergegeben werden. In Deutschland spielte die KfW bei Etablierung der Bilanzverbriefung mit ihren Promise- und Provide-Plattformen in der Zeit von 2003 bis 2007 die entscheidende Rolle. Ebenso bauen die Förderinstitute der EU, also EIB und EIF, in ihrer Wirtschaftsförderung seit Langem vor allem auf die Bilanzverbriefung. Gute Erfahrungen liegen damit auch im öffentlichen Bereich vor.

Benachteiligung ohne Grund

In der Verbriefungsverordnung wird dieses Marktsegment jedoch ohne nachvollziehbaren Grund benachteiligt, immer-

hin erkennt man aber zunehmend seine Bedeutung. So hat die europäische Bankenaufsicht EBA im Mai 2020 ihren Abschlussbericht zur analogen Anwendung der STS-Kriterien für Bilanzverbriefungen vorgelegt. Dieser Bericht enthält neben qualitativen Analysen und Vorschlägen eine viel beachtete Marktstudie. Diese zeigt die Entwicklung, Funktionsweise und Performance des europäischen Marktes für Bilanzverbriefungen auf. Aus der Studie ergeben sich drei wesentliche Erkenntnisse: Erstens werden in dem etwa 100 bis 120 Milliarden Euro umfassenden Marktsegment zu über 80 Prozent Forderungen gegenüber Unternehmen verbrieft, weshalb man hier von

einer bedeutenden indirekten Finanzierungsfunktion der Realwirtschaft spricht.

Zweitens weisen Bilanzverbriefungen im Vergleich zu True-Sale-Verbriefungen sogar etwas geringere Ausfallraten auf, womit ein aus der Finanzkrise stammendes Vorurteil gegenüber dieser Verbriefungsform widerlegt ist. Und drittens stammen die Investoren in diesem Marktsegment ausschließlich aus dem Nichtbankensektor, sodass eine in der Finanzkrise zu Recht kritisierte Umverteilung von Risiken im Bankensektor nicht mehr stattfindet.

Kurz nach dem EBA-Bericht vom Mai 2020 hat im Juni 2020 das von der EU-Kommission eingesetzte High Level Forum (HLF) zur Kapitalmarktunion seinen Abschlussbericht veröffentlicht. Dieser enthält weitere detaillierte Vorschläge zur Verwirklichung der EU Kapitalmarktunion, von denen sich sieben Punkte auf die Stärkung des Verbriefungsmarkts beziehen:

1. Ein klares Regelwerk und eine einheitliche Umsetzung des SRT (Signifikanter Risikotransfer) unterstützt die Kapitalsteuerung bei Banken gerade in Zeiten der Rezession.

„Bilanzverbriefungen weisen im Vergleich zu True-Sale-Verbriefungen geringere Ausfallraten auf.“

2. Die Rekalibrierung der Kapitalanforderungen und Reduzierung der Untergrenze (Floor) für Senior-Tranchen gemäß CRR als konsequente Reaktion auf die äußerst geringen Ausfallraten europäischer Verbriefungen ist von hoher Bedeutung.

3. Eine entsprechende Rekalibrierung der Kapitalvorschriften für Versicherungen nach Solvency II im Sinne der Gleichbehandlung von Bank- und Versicherungsinvestoren ist vonnöten.

4. Die Reduktion der Finanzierungskosten für SMEs durch die Schaffung eines European Single Access Point (ESAP) sollte baldmöglichst gestartet werden.

5. Die Gleichstellung von True-Sale- und Bilanzverbriefungen und die Einführung reduzierter Kapitalgewichte für STS hilft, den europäischen Bankensektor zu stärken und den Risikotransfer von Banken zu den Kapitalmärkten zu verbessern.

6. Ein „Upgrading“ von Senior-STS- und Nicht-STS-Positionen in der Liquidity Coverage Ratio (LCR) als HQLA verbessert deren Liquidität. Dies wäre ein weiterer Beitrag Richtung Level Playing Field mit anderen Assetklassen.

7. Eine Differenzierung der Offenlegungsanforderungen für öffentliche und private Verbriefungen in der EU-Verbriefungsverordnung würde helfen, um gerade die Finanzierung von KMU-Unternehmen über private Verbriefungstransaktionen und ABCP-Programme (Asset-backed commercial paper) zu stärken.

Zügige und pragmatische Umsetzung

Auf Basis des EBA-Abschlussberichts und bei teilweiser Berücksichtigung der Empfehlungen des HLF hat die EU-Kommission im Juli 2020 Gesetzesvorschläge unter dem Titel „Recovery Package“ verabschiedet, oft auch als „Quick Fixes“ bezeichnet. Beide Bezeichnungen sind irreführend, da die EU-Kommission damit nur ihrer bereits in der Verbriefungsverordnung vorgesehenen Verpflichtung eines fokussierten und zeitnahen Reviews nachkommt. Sie handelt nur konsequent,

wenn sie die klaren Empfehlungen des EBA-Abschlussberichts aufnimmt, die vorgelegten Gesetzesvorschläge der EU-Kommission sind zu begrüßen. Die entsprechende Anwendung der STS-Kriterien und STS-Risikogewichte auch für Bilanzverbriefungen wird gerade in dem aktuellen Umfeld dazu beitragen, dass Geschäftsbanken ihre Kapitalquoten besser erfüllen und ihrer Finanzierungsfunktion für die Realwirtschaft gerecht werden können. Dies ist auch und gerade für den deutschen Mittelstand von großer Bedeutung.

Für den aktuell in Brüssel laufenden Gesetzgebungsprozess und die anstehenden Trilogverhandlungen von Kommission, Rat und Parlament ist daher zu hoffen, dass eine zügige und pragmatische Umsetzung der Kommissionsvorschläge stattfindet.

Dies, zusammengenommen mit der noch ausstehenden Finalisierung des Regelwerks zum signifikanten Risikotransfers (SRT), was auf Basis des bis Jahresende 2020 von der EBA avisierten Abschlussberichts noch geschehen muss, wird für die Kreditwirtschaft ein klares und belastbares Regelwerk für Verbriefungen schaffen. Damit werden neue Impulse gesetzt, für eine effiziente Vernetzung der bankbasierten Finanzierung mit den europäischen Kapitalmärkten.

Verbesserung des Level Playing Field

Im Ergebnis zeigt die Entwicklung, dass Gesetzgeber und Finanzaufsicht den Mehrwert eines stabilen Verbriefungsmarkts und seinen positiven Beitrag zur Finanzmarktstabilität erkennen. Es bleibt zu wünschen, dass dies auch in dem Sicherheitenrahmenwerk der EZB stärker berücksichtigt wird, sowohl bei Term- als auch bei ABCP-Transaktionen. Die Covid-19-Krise mit ihren Implikationen auf Real- und Finanzwirtschaft verlangt nach schnellen, effizienten Regeln für Bilanzverbriefungen ebenso wie nach einer allgemeinen Verbesserung des Level Playing Field für Verbriefungen insgesamt. Im Interesse der Banken, im Interesse der Realwirtschaft, aber auch im Interesse der EU-Kapitalmarktunion.

SIE WOLLEN IHR WISSEN STETS GRIFFBEREIT?



Schaffen Sie sich
Ihr persönliches Archiv
mit unseren

GANZLEINEN- EINBANDDECKEN

Auf unserer Internetseite unter

[www.kreditwesen.de/
einbanddecken](http://www.kreditwesen.de/einbanddecken)

finden Sie ein Bestellformular
oder kontaktieren Sie uns per
Telefon oder E-Mail.



Fritz Knapp Verlag GmbH
Postfach 70 03 62
60553 Frankfurt am Main
Telefon + 49 (0) 69 97 08 33 - 25
Telefax + 49 (0) 69 70 78 40 00
E-Mail vertrieb@kreditwesen.de
Internet www.kreditwesen.de