

Die Herausforderung der Transformationsfinanzierung für Unternehmen und Banken in Deutschland – Verbriefungen als Instrument zur Verbindung von Bankkredit und Kapitalmarkt

Frankfurt am Main, September 2023



Inhalt

| | | |
|---|---|----|
| 1 | VORWORT | 2 |
| 2 | VERBRIEFUNGEN UND DIE FINANZIERUNG DER TRANSFORMATION | 4 |
| 3 | HERAUSFORDERUNGEN BEI DER ANWENDUNG VON VERBRIEFUNGEN | 7 |
| 4 | ANFORDERUNGEN AN EINE PLATTFORM FÜR SYNTHETISCHE BILANZVERBRIEFUNGEN | 11 |
| 5 | SCHLUSSFOLGERUNGEN UND EMPFEHLUNGEN..... | 20 |

1 Vorwort

Die deutsche Wirtschaft steht vor einer historischen Herausforderung: die Transformation hin zu einer nachhaltigen und digitalen Zukunft. Der damit einhergehende Finanzierungsbedarf ist enorm und es wird erfolgsentscheidend sein, diese erforderlichen Mittel zu mobilisieren. Gerade in der mittelstandsgeprägten Wirtschaftsstruktur Deutschlands mit ihren drei Säulen des Bankenmarkts, können und müssen Verbriefungen dabei an der Schnittstelle zwischen bankbasierter Unternehmensfinanzierung und Kapitalmarkt einen Beitrag zur Finanzierung der Transformation leisten.

Mit den KfW-Verbriefungsplattformen PROMISE und PROVIDE wurde in der Vergangenheit bereits gezeigt, dass über Plattformlösungen sehr erfolgreich privates Kapital mobilisiert werden kann – die Risiken von Portfolios im dreistelligen Milliardenbereich wurden an Investoren ausplatziert und die Kreditvergabekapazität der Banken so erheblich gestärkt. Ein Blick auf die Historie von Verbriefungen in Deutschland zeigt zudem eine ausgezeichnete Performance. Und mit der SPV-Plattform der True Sale International (TSI) besteht eine etablierte Infrastruktur zur Gründung von Zweckgesellschaften.

Die globale Finanzkrise führte jedoch zu einer Zäsur – der Markt wurde derart in Mitleidenschaft gezogen, dass die Europäische Kommission sich um eine „Wiederbelebung“ des volkswirtschaftlich sinnvollen Verbriefungsmarktes bemüht. Auch in der öffentlichen Debatte und bei Banken rückt das Bewusstsein über den Nutzen von Verbriefungen und die zunehmende Notwendigkeit eines funktionierenden Verbriefungsmarktes im Rahmen der Europäischen Kapitalmarktunion wieder stärker in den Fokus.

Doch warum werden die Möglichkeiten der Verbriefung noch nicht stärker von allen Banken genutzt? Mit dieser Frage hat sich eine Arbeitsgruppe von Experten befasst und ist zu dem Ergebnis gekommen, dass bereits durch bessere Informationen über das Produkt sowie durch Vereinfachung und Standardisierung Verbriefungen im deutschen Bankensektor stärker etabliert werden können. Mit einer Plattformlösung lassen sich durch Standardisierung von Struktur, rechtlicher Dokumentation und Daten Skaleneffekte heben, so dass der Zugang zum Verbriefungsmarkt für Banken einfacher, kostengünstiger und somit attraktiver wird.

Verbriefungen in Deutschland stehen für Qualität und einen langfristig orientierten, positiven Beitrag zur Finanzierung der Realwirtschaft. Dieser Bericht der Arbeitsgruppe mit insgesamt mehr als 150 Jahren Verbriefungsexpertise adressiert Hemmnisse und Lösungsansätze und zeigt die Möglichkeiten einer neuen Verbriefungsplattform auf.

Bernd Loewen

Mitglied des Vorstands der KfW,

Vorsitzender des Gesellschafterbeirats der TSI

Jan-Peter Hülbert

Geschäftsführer der TSI

2 Verbriefungen und die Finanzierung der Transformation

Deutsche Unternehmen und Banken stehen vor einem historischen Strukturwandel. Die Transformation der deutschen Volkswirtschaft hin zu Klimaneutralität erfordert immense Investitionen. Die KfW geht von einem **jährlichen Mehrinvestitionsbedarf für den Klimaschutz von rd. 70 Mrd. EUR** aus, bzw. 1,9 Bill. EUR bis 2045. Gleichzeitig gilt es die **deutsche Volkswirtschaft zu digitalisieren**, hier errechnet die KfW **weitere Investitionen von 50 bis 100 Mrd. EUR pro Jahr**.¹ Zur Finanzierung dieser Mittel werden öffentliche Förderungen nicht ausreichen. Es gilt, privates Kapital zu mobilisieren. Speziell für den mittelstandsgeprägten Wirtschaftsstandort Deutschland stellt dies ein Thema von besonderer Relevanz dar. Während Großunternehmen zumeist einen breiten Kapitalmarktzugang haben, ist dieser im Mittelstand eingeschränkt oder gar nicht vorhanden. Rund 70-80 % der Fremdkapitalfinanzierung von Unternehmen in Deutschland erfolgt über Bankkredite. Hinsichtlich seiner Investitionsfinanzierung hängt der Mittelstand daher maßgeblich vom Zugang zu Bankkrediten ab.

Für zusätzliche Kreditvergabe benötigen Banken ein entsprechendes Wachstum ihres Eigenkapitals. Zwar verfügt das Bankensystem aktuell noch über eine robuste Kapitalausstattung, dennoch wird der Umbau der Wirtschaft perspektivisch eine erhebliche Kreditausweitung und damit die Aufnahme zusätzlichen Eigenkapitals der Banken erfordern. Banken können – je nach Rechtsform – zusätzliches Eigenkapital über die Passivseite durch die Thesaurierung von Gewinnen, die Durchführung von Kapitalerhöhungen, die Emission von Nachrangkapital sowie durch das Management der Aktivseite mittels der Verbriefung von Krediten generieren. Um Eigenkapitalengpässe mittel- und langfristig zu vermeiden und das Kreditwachstum ihrer Kunden begleiten zu können, werden Banken einen Mix dieser Instrumente nutzen müssen. Anhand der Größe des Investitions- und Finanzierungsbedarfs der Wirtschaft wird deutlich, dass auch Verbriefungen dazu einen Beitrag werden leisten müssen.

Verbriefungen kommt also eine entscheidende Rolle zu. Sie haben eine Brückenfunktion zwischen der bankbasierten Unternehmensfinanzierung und dem Kapitalmarkt. Verbriefungen erlauben es Banken, einen Teil ihrer Kreditrisiken an den

¹ KfW 2022. [Ein Investitionsschub für die Transformation – was ist konkret nötig?](#), KfW Research Positionspapier, 2. November 2022.

Kapitalmarkt zu transferieren, ihr Eigenkapital zu stärken und damit Freiraum für neue Kreditvergabe zu schaffen. Verbriefungen in Form eines echten Forderungsverkaufs („True Sale“) wie auch synthetische Bilanzverbriefungen können jeweils zur Risiko- und damit zur Kapitalentlastung beitragen. **Synthetische Bilanzverbriefungen sind das Mittel der Wahl:** Die regulatorische Entlastung des Eigenkapitals der Banken lässt sich kosteneffizienter als bei „True Sale“ Verbriefungen insbesondere dann darstellen, wenn kein Liquiditätsbedarf vorliegt und wenn das Portfolio aus Firmenkrediten in verschiedenen Jurisdiktionen besteht, beziehungsweise die zugrundeliegenden Kreditverträge einen Forderungsverkauf nicht zulassen. Bei **synthetischen Bilanzverbriefungen** verbleiben die verbrieften Aktiva auf der Bilanz der Bank, lediglich das Kreditrisiko wird über Credit Linked Notes oder ähnliche Instrumente an Investoren aus dem Nichtbankensektor transferiert. Die verbriefende Bank wendet die Regelungen zum sogenannten „signifikanten Risikotransfer“ (SRT) gemäß CRR mit jeweiliger Genehmigung der Bankenaufsicht an und gewinnt durch die Freisetzung von risikogewichteten Aktiva zusätzliche Kapazität für die Vergabe neuer Kredite. Somit wird privates Kapital außerhalb des Bankenmarktes mobilisiert und der Kredit- bzw. Finanzierungsspielraum von Banken für die Finanzierung von Investitionen in die nachhaltige Transformation der Wirtschaft erhöht.

Eine **Erweiterung und Stärkung des Verbriefungsmarktes in Europa** steht daher weit oben auf der Agenda der Europäischen Kapitalmarktunion und angesichts noch immer bestehender Vorbehalte dem Instrument gegenüber ist ein Blick zurück erforderlich. Empirische Daten zu europäischen Verbriefungen belegen, dass deren Ausfallraten vor, während und nach der globalen Finanzkrise 2008 niedrig waren.²³ Aufgrund der hohen Ausfallraten US-amerikanischer Verbriefungen und der Auswirkungen auf das globale Finanzsystem hat das Baseler Komitee die Eigenkapitalanforderungen für Verbriefungen bei Banken erhöht. In der EU wurde diese Änderungen mit der Einführung der neuen Verbriefungsverordnung EU 2017/2402 umgesetzt. Gleichzeitig wurde das Vertrauen durch umfangreiche Transparenz- und Offenlegungsvorschriften sowie das STS-Regelwerk gestärkt. Aber es hat Zeit gebraucht, nach der ersten Ankündigung des Baseler Komitees zur Neuregulierung im Dezember 2012 dauerte der politische

² S&P 2022. [2022 Global Annual Structured Finance Default and Rating Transition Study](#), S&P Global Ratings.

³ EBA 2020. [Report on STS Framework for Synthetic Securitisation under Article 45 of Regulation \(EU\) 2017/2402](#), EBA/OP/2020/07, 6. Mai 2020.

Entscheidungsprozess in der EU bis zur Verabschiedung der Verbriefungsverordnung im Jahr 2018. Diese Unsicherheit und die Aussicht auf eine prohibitive Regulierung haben wesentlich dazu beigetragen, dass der europäische Markt für „True Sale“ Verbriefungen im Zeitraum 2012 bis 2021 um rund 40 % von 1,2 Bill. Euro auf etwa 0,7 Bill. Euro stark geschrumpft ist.⁴ Neben einer langen Phase regulatorischer Unsicherheit mit entsprechenden Ausweichbewegungen in andere Finanzmarktprodukte und in unregulierte Märkte hat die neue Verbriefungsregulierung die Kosten für Verbriefungen signifikant erhöht. Eine bedeutende Analyse der europäischen Bankenaufsichtsbehörde EBA im Mai 2020 hat drei wesentliche Punkte aufgezeigt: Erstens umfassen synthetische Bilanzverbriefungen in Europa zu rund 80 % Firmenkredite und wirken somit konkret auf die Finanzierung der Realwirtschaft. Zweitens sind die Forderungsausfälle bei synthetischen Bilanzverbriefungen sogar etwas niedriger als bei True Sale Verbriefungen, womit Vorurteile aus der Zeit der Finanzmarktkrise widerlegt wurden. Und drittens findet ein echter Risikotransfer aus dem Bankensystem statt. 99 % der Investoren sind Nichtbanken, rund 1 % entfallen auf öffentliche Förderbanken. Die anschließende Ausweitung des STS-Regelwerks auf synthetische Bilanzverbriefungen durch die EU im Jahr 2021 war konsequent und hat zu einem deutlichen Marktwachstum geführt.⁵

Wie aus der EBA-Studie deutlich wird, generieren synthetische Verbriefungen von Mittelstandskrediten einen erheblichen Nutzen für Banken, werden aber in Deutschland noch zu wenig genutzt. Die ausgeprägte mittelständische Wirtschaftsstruktur spiegelt sich auch in der granularen deutschen Bankenlandschaft wider. Mit über 1.200 Banken insgesamt gibt es in Deutschland viele kleinere Hausbanken mit einem Fokus auf die jeweilige Heimatregion⁶, ein Großteil davon kommen aus dem Sparkassen- und Genossenschaftsbankensektor. Die fünf größten Banken vereinen in Deutschland nur 35 % der Aktiva auf sich, der niedrigste Wert in der EU.⁷ **Insbesondere bei den kleineren Banken gibt es ein großes Potential zur Eigenkapitalstärkung durch die Verbriefung von Mittelstandskrediten, da alternative Instrumente nur eingeschränkt zur Verfügung stehen.** Aber gerade kleinere Institute greifen auf das Instrument Verbriefungen bislang selten zurück. Die Sorgen vor hoher Komplexität, Kosten und einer

⁴ ESRB. 2022. [Monitoring systemic risks in the EU securitisation market](#). July.

⁵ EBA 2020. [Report on STS Framework for Synthetic Securitisation under Article 45 of Regulation \(EU\) 2017/2402](#), EBA/OP/2020/07, 6. Mai 2020.

⁶ ECB 2022. [LSI supervision report 2022](#).

⁷ ECB Statistical Data Warehouse 2023. [Reports - Financial corporations - Structural Financial Indicators - Latest](#).

Reihe operativer und aufsichtsrechtlicher Anforderungen scheint speziell bei kleineren Banken für prohibitive Berührungspunkte zu sorgen. Als übergeordnete Beobachtung ist festzustellen, dass in Deutschland diejenigen Banken Verbriefungen erfolgreich nutzen, die eine entsprechende Größe haben, die über sehr granulare Portfolien verfügen oder die seit längerer Zeit Verbriefungen durchführen und über die Jahre mit der Regulierung „mitgewachsen“ sind.

Dieser Bericht beschäftigt sich mit der **Möglichkeit einer marktgetriebenen Verbriefungsplattform, die gerade kleineren und mittelgroßen Banken den Zugang zum Verbriefungsmarkt** ermöglichen soll und damit einen Beitrag zur Transformationsfinanzierung leistet. Vor dem Hintergrund bestehender Hemmnisse bei der Nutzung von Verbriefungen (Kap. 3) diskutiert der Bericht bestehende Ansätze von Verbriefungsplattformen und legt Schritte zur Etablierung einer neuen Verbriefungsplattform dar (Kap. 4). Kapitel 5 schließt mit einer Grobeinschätzung zum Nutzen und zur Machbarkeit einer solchen Initiative.

3 Herausforderungen bei der Anwendung von Verbriefungen

Verbriefungen sind kein komplexes Finanzprodukt per se, das gilt insbesondere für synthetische Bilanzverbriefungen. Die umfangreiche Regulierung hat zwar einerseits die Transparenz und das Vertrauen in Verbriefungen gestärkt, andererseits aber die Komplexität bei der Vorbereitung und Durchführung von Verbriefungen erhöht. Die verbundenen Kosten haben zumeist Fixkostencharakter und begünstigen somit große Transaktionsvolumina. Entsprechend kann die mit einer Verbriefungsplattform verbundene Standardisierung zu Skaleneffekten führen und das Instrument Verbriefung auch für kleinere und mittelgroße Banken attraktiver machen. Im Rahmen der Arbeitsgruppe wurden folgende Punkte als wesentliche Herausforderungen identifiziert und Lösungsansätze entwickelt.

3.1 IT / Reporting

Für das Aufsetzen einer Verbriefungstransaktion sind umfangreiche Anforderungen an die IT-Infrastruktur zu bewältigen, um die zur Due Diligence erforderlichen historischen Verlustdaten sowie Portfolioinformationen bereitstellen zu können. Gleiches gilt für das

laufende Monitoring und die Administration einer Verbriefungstransaktion (monatliche Investorenreports, Erfüllung der regulatorischen Transparenzanforderungen, Kennzeichnung verbriefteter Kredite in bankeigenen Systemen und Identifikation ausgefallener Kredite, Rückkopplung der Informationen in die Meldesysteme, Abbildung von Verbriefungspositionen nach §18 KWG, EZB-Notifizierung etc.). Hier bedarf es einer aufwendigen IT-Infrastruktur. Diese sollte für kleine und mittelgroße Banken institutsübergreifend aufgesetzt werden und erfordert meistens die (kostenintensive) Einbindung externer Dienstleister. Die dadurch verursachten Kosten und Aufwände stellen gerade für kleinere regional orientierte Banken einen potenziellen Showstopper dar. Gleichzeitig ist hier das Potential für Skaleneffekte und Standardisierung jedoch sehr hoch, da das erstmalige Aufsetzen einer IT-Infrastruktur vor allem einmalige Fixkosten verursacht, auf denen Folgetransaktionen aufbauen können und welche bei entsprechender Größe unter den Teilnehmern einer Plattform geteilt werden könnten. Eine marktgetriebene zentrale IT-Plattformlösung innerhalb einer Institutsgruppe könnte entsprechende Skaleneffekte mit sich bringen.

3.2 Bankinterne Prozesse

Erstemittelten müssen im Rahmen eines aufwendigen Neuproduktprozesses (NPP) die Einführung einer Verbriefungstransaktion bewerten und bankintern genehmigen. Innerhalb der Bank sind neben den Produktbereichen (Origination, Underwriting, Servicing) diverse Zentralbereiche (Accounting, Legal, Compliance, Risk Management/Controlling, Finanzen, IT) einzubinden. Diese interne Koordination erfordert ein Projektmanagement, das üblicherweise von der verbriefenden Bank verantwortet wird. Bei einer Plattformlösung bietet sich die externe Vergabe an eine geeignete Partei an, die diese Funktion für eine Mehrzahl an verbriefenden Banken einer Institutsgruppe übernimmt. Auch müssen bei der Konzeption einer Verbriefungstransaktion die Beziehungen zu einigen externen Transaktionspartnern koordiniert werden (kontoführende Bank, Treuhänder, Zahlstelle, platzierende Bank, Verifizierungsagent, Rechtsanwälte, Steuerberater und Wirtschaftsprüfer etc.). Im Regelfall übernimmt ein Arranger die Koordinationsfunktion. Mithilfe einer Plattformlösung könnten auch hier Skalen- und Standardisierungseffekte erzielt werden. Verbundintern könnte ein Muster-NPP erstellt werden, welches jede der Plattform neu zugehende Bank intern anwendet. Vor allem die Zentralinstitute der Verbände könnten ihre Erfahrungen aus vergangenen

Verbriefungsemissionen und den bestehenden Basket/Circle Strukturen (siehe Kapitel 4) in enger Abstimmung mit den jeweiligen Prüfungsverbänden einbringen.

3.3 Aufsichtsprozess/-rahmen

Erstemittenten berichten, dass vor allem der aufsichtsrechtliche Prozess zur Beurteilung eines signifikanten Risikotransfers (Significant Risk Transfer, SRT) im Zuge einer Verbriefungstransaktion aufwendig, komplex und langwierig sei. Die regulatorischen Rahmenbedingungen werden als einschränkend empfunden, so dass regional orientierte Banken eher vermeiden wollen, unter die Verbriefungsverordnung zu fallen. Auch hier könnte eine Standardisierung über eine Plattform helfen. So zeigt sich aus der Praxis, dass beispielsweise aufgrund der Einheitlichkeit von EIF-Transaktionen⁸ ein SRT-Prozess für EIF-Verbriefungen üblicherweise effizienter ist als für Individualtransaktionen. Im Rahmen einer Plattform könnten begleitende CRR-Gutachten erstellt und erste Inhalte der Aufsichtsfragebögen vorausgefüllt werden. Eine frühzeitige Konsultation der Bankenaufsicht bei der Erstellung einer Plattformstruktur wäre förderlich. Umgekehrt fördert die Standardisierung im Rahmen einer Verbriefungsplattform (insbesondere bei Struktur, Verträgen und Daten) die Möglichkeit eines effizienteren aufsichtsrechtlichen Genehmigungsprozesses. Grundsätzlich würde auch eine Verschlinkung des regulatorischen SRT-Genehmigungsprozesses diesem Hemmnis entgegenkommen.

3.4 Transaktionsgröße

Eine Mindestgröße des zu verbriefenden Portfolios ist aus Sicht von Emittenten und Investoren zentral. Die Mindestgröße führt zu einer Granularität des Portfolios, welche aus Sicht der Risikobewertung wesentlich ist. Gleichzeitig bedarf es einer Mindestgröße des Investments, um den personellen Aufwand einer Investition (Due Diligence, Vertragsverhandlungen etc.) aus Sicht der Investoren zu rechtfertigen. Für größere regionalorientierte Banken (Bilanzsumme von ca. EUR 10-30 Mrd.) könnte sich eine eigenständige Verbriefungstransaktion (Single-Originator) je nach Portfoliostruktur lohnen, für kleinere und mittelgroße Banken würden die hohen Fixkosten verteilt auf die absolute Menge an Kapitalentlastung sich wahrscheinlich nicht lohnen. Entsprechend

⁸ EIF verwendet standardisierte Rahmenverträge, welche zwar transaktionsindividuell angepasst werden, aber grundsätzlich dem gleichen Muster folgen.

zeigt sich auch hier ein zusätzliches Skalierungspotential, sollte eine Plattform auch ein Risikopooling – also die Bündelung von Krediten unterschiedlicher kleinerer Institute – ermöglichen (Multi-Originator).

3.5 Mindset

In der Finanzkrise haben Verbriefungen in der Öffentlichkeit stark an Akzeptanz verloren. Die Teilnahme an einer Verbriefungsplattform muss daher nicht nur intern, sondern auch in der Öffentlichkeit als nützlich und im gesamtwirtschaftlichen Interesse liegend gerechtfertigt werden können. Die Beteiligung von Ankerinvestoren bzw. die Unterstützung öffentlicher Institute wie beispielsweise des EIF können auf finanzieller Ebene im Rahmen von Förderprogrammen sowie auch qualitativ im Sinne einer Trusted Party unterstützen. Auch intern ist der Aufbau eines Verbriefungsinstruments nicht ohne Herausforderungen, da Verbriefungen vor allem mittel- und langfristig für die Begleitung des Investitions- und Finanzierungsbedarfs der mittelständischen Unternehmenskunden ihre positive Wirkung entfalten und eine strategische Perspektive erforderlich ist. Für den vorsorglichen Aufbau von Verbriefungsexpertise im Rahmen einer Business Continuity Planung gibt es nicht bei allen Stakeholdern das nötige Verständnis. Die Herausstellung der Vorteile von Verbriefungstransaktionen im öffentlichen Dialog wird nützlich sein, um dem teilweise noch existierenden Stigma von Verbriefungen entgegenzuwirken und deren strategische Bedeutung für den Finanzierungszugang der Realwirtschaft hervorzuheben.

Die vorhergehenden Erwägungen verdeutlichen die Vielzahl an Herausforderungen, welche vor allem regional orientierte Banken bisher davon abhalten Verbriefungen zu nutzen. Gleichzeitig wird deutlich, dass eine Verbriefungsplattform erhebliches Potential durch Standardisierung zur Skalierung bzw. Unterstützung bietet. Es bestehen Präzedenzen von erfolgreichen Verbriefungsplattformen im Markt, auf die gut aufgebaut werden kann. Es ist wichtig zwischen der Standardisierung von individuellen Verbriefungstransaktionen, bei der einzelne Banken auf Basis einer standardisierten Vorgehensweise synthetische Bilanzverbriefungen durchführen (Single-Originator), und dem Pooling von Krediten durch mehrere Banken (Multi-Originator) zu differenzieren. In beiden Fällen muss man davon ausgehen, dass eine Plattform innerhalb einer Institutsgruppe leichter umsetzbar ist als eine Plattform, die Institute aus allen drei Säulen des deutschen Bankensektors gleichzeitig einbinden würde.

4 Anforderungen an eine Plattform für synthetische Bilanzverbriefungen

Verbriefungsplattformen sind kein Novum. Es gab sie für den deutschen Verbriefungsmarkt bereits in der Vergangenheit mit guter Erfahrung und Performance. Gegenwärtig bestehen sowohl europäische als auch nationale Lösungsansätze. Keiner der im Folgenden dargestellten Ansätze deckt alle zuvor skizzierten Bedarfe und Herausforderungen ab, sie bieten aber gute Ansatzpunkte für die Entwicklung einer Plattform. Vor diesem Hintergrund fasst der nachfolgende Abschnitt zusammen, welchen Anforderungen eine Plattform für synthetische Bilanzverbriefungen genügen soll.

4.1 EIF – Bilaterale synthetische Bilanzverbriefungen zur Kapitalentlastung

Der Europäische Investitionsfonds (EIF) als EU-Förderinstitut für KMU-fokussierte Risikokapitalfinanzierung setzt unterschiedliche Formen der Verbriefung ein, um die (nachhaltige) Kreditvergabe an KMU gezielt zu unterstützen. Im Laufe der Zeit hat der EIF eine weitreichende Expertise im Bereich der Verbriefungsinvestitionen aufgebaut und gilt speziell im KMU-Verbriefungsmarkt als etablierter Ankerinvestor. Im Rahmen einer bilateralen synthetischen Bilanzverbriefung werden üblicherweise die Kreditrisiken eines granularen KMU-Portfolios (Single-Originator) verbrieft und die Mezzanine-Tranche durch einen bilateralen Garantievertrag über den EIF abgesichert. Die originierende Bank erreicht damit eine Kapitalentlastung, welche sie zur erwünschten, erneuten Kreditvergabe einsetzen kann.

4.2 KfW PROMISE Transaktion

Vor der Finanzkrise etablierte die KfW mit PROMISE eine Plattform für synthetische Bilanzverbriefungen zur standardisierten Finanzierung von Mittelstandskrediten. Durch eine vertragliche Vereinbarung (Garantievereinbarung oder Credit Default Swap) übernahm die KfW das Kreditausfallrisiko eines zuvor über Auswahlkriterien definierten Referenzportfolios, das sich aus einer großen Anzahl von Einzelkrediten eines Kreditinstitutes zusammensetzte (Single-Originator). Das Risiko wurde dann über Credit Linked Notes (CLN) an den Kapitalmarkt weitergeleitet. Als Anleger traten meist deutsche

und internationale Banken, Investment Fonds sowie Förderinstitute auf. Die KfW PROMISE Struktur wurde aufgrund veränderter, regulatorischer Rahmenbedingungen in den Jahren nach der Finanzkrise nicht weiter von den Banken genutzt. In der Rückschau zeigt sich, dass die zahlreichen Portfolien der synthetischen Bilanzverbriefungen im Rahmen von KfW PROMISE sehr niedrige Ausfallraten aufweisen und die erwarteten Ausfallraten sogar unterschritten wurden.

4.3 Sparkassen Kreditbasket und VR Circle der Genossenschaftsbanken

Bei den beiden Programmen Sparkassen Kreditbasket (Basket) und Volksbanken Circle (Circle) werden jeweils Einzelkredite synthetisch gebündelt und dann über CLN von den Originatoren zurückerworben (Multi-Originator). Die dadurch entstehende Gemeinschafts-/Überkreuzhaftung führt zur Entlastung der Kreditlinien durch Reduktion institutseigener Konzentrationsrisiken. Es kommt aber nicht zu einer Kapitalentlastung. Regulatorisch sind Basket und Circle nicht als Verbriefungen gemäß EU-Verbriefungsverordnung einzustufen. Basket und Circle werden vielmehr als Steuerungsinstrument der jeweiligen Banken zum eigenen Risikomanagement genutzt. In beiden Strukturen existiert eine standardisierte und von teilnehmenden Banken anerkannte Prämienkalkulation, welche das jeweilige Einzelkreditrisiko abbildet und bewertet. Auch ist die gegebene Standardisierung innerhalb einer Institutsgruppe von großem Vorteil, die unter anderem einheitliche Ratingmodelle, Kreditbearbeitungsstandards (Servicing) und IT-Systeme umfasst und eine sehr gute Ausgangsposition für eine kapitalentlastende Verbriefung darstellt.

4.4 Einordnung der Alternativen

Bislang besteht im deutschen Raum allerdings noch keine Alternative, welche die oben identifizierten Herausforderungen vollständig abdeckt, ökonomisch sinnvoll ist und den Verbriefungshemmnissen für regional orientierte Banken begegnet. Die folgende Tabelle vergleicht die jeweiligen Charakteristika der genannten Verbriefungsalternativen im Kontext der Zielsetzung einer Plattform:

| Zielsetzung einer Plattform | EIF – bilateral Verbriefung | KfW – PROMISE | S-Kreditbasket und VR Circle |
|---|-----------------------------|---------------|------------------------------|
| (i) Standardisierbar | | | |
| Standard Rechtsdokumente (Garantieverträge, CDS, CLNs, SPV Struktur) | ✓ | ✓ | ✓ |
| Standardisierter SRT Prozess | ✓ | ✗ | ✗ |
| Standardisiertes Underwriting der originierenden Institute | ✗ | ✗ | ✓ |
| Standardisiertes IT/Reporting der originierenden Institute | ✗ | ✗ | ✓ |
| (ii) Zugang für kleinere Institute/Portfolios (Risikopooling) | ✗ | ✗ | ✓ |
| (iii) Kapitalentlastung für teiln. Institute | ✓ | ✓ | ✗ |
| (iv) Einbindung privater Investoren (Ausplatzierung an den Kapitalmarkt) | ✓ | ✓ | ✗ |

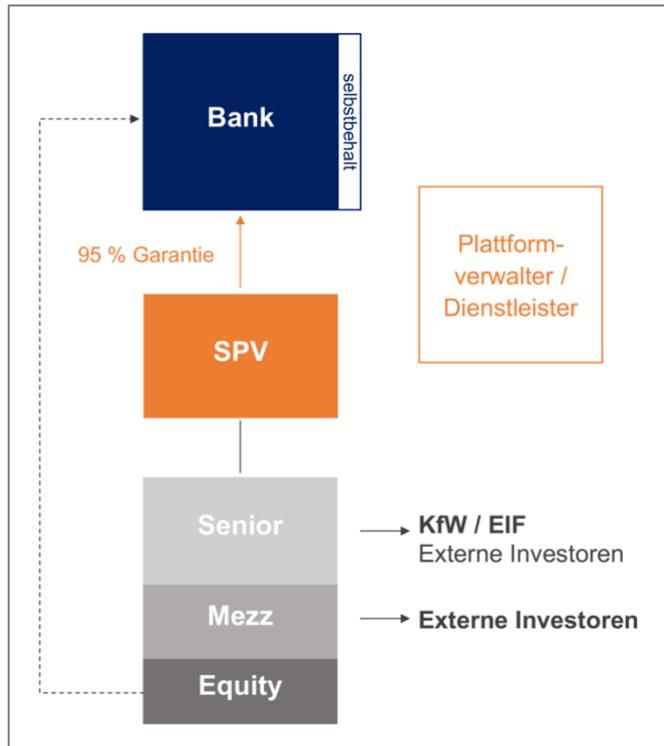
Eine neue Verbriefungsplattform sollte daher die jeweiligen Vorteile der genannten Alternativen verbinden und dabei gleichzeitig so weit wie möglich auf bestehenden Strukturen aufbauen. Folgende Synergien wären denkbar:

| Alternative | Vorteile/Charakteristika | Übertragen auf eine neue Verbriefungsplattform |
|----------------------|--|--|
| EIF | Anerkannte Verbriefungsexpertise + Mandat der Förderung des Verbriefungsmarktes | → EIF könnte als möglicher Anchor Investor dienen |
| | EIF als Multilateral Development Bank (MDB) wird mit 0 % Risiko gewichtet | → Könnte als Risikointermediär das Ausfallrisiko übernehmen und tranchieren oder als Garantiegeber für die Senior Tranche dienen |
| | Full Deduction Methodik (100 % Abdeckung) wird so bereits in synthetischer Form genutzt | → Full Deduction Methodik könnte für Multi-Originator-Pooling genutzt werden, um Eigenkapital zu entlasten |
| | Nachhaltigkeitsaspekte werden über den Use-Of-Proceeds Ansatz aufgenommen | → Sowohl „Use-of-Proceeds“ Ansatz als auch Anforderungen an die Portfoliokomposition wären denkbar |
| KfW (PROMISE) | Standardisierte SPVs nach deutschem Recht mit einheitlichem Ansatz an (i) Reporting, (ii) Rechtsdokumenten, (iii) Struktur | → Struktur könnte als Blaupause für Multi-Compartment dienen → Einbindung einer Trusted Party schafft Akzeptanz |
| | KfW aufgrund der Staatsgarantie des Bundes mit 0 % Risiko gewichtet | → EIF als europäisches Förderinstitut könnte als Risikointermediär das Ausfallrisiko übernehmen und tranchieren |

| | | |
|--|--|--|
| <p>VR Circle & S-Kreditbasket</p> | <p>Standardisierte(s) (i) Reporting, (ii) Risikobepreisung, (iii) IT Plattform zum Übertrag der Risiken, (iv) Struktur</p> | <ul style="list-style-type: none"> ➔ Standardisierte IT-Plattformen und etablierte Prozesse (Origination, Underwriting, Servicing) könnten auf Verbriefungsplattform übertragen werden ➔ Grundsätzliche Akzeptanz der Überkreuzhaftung innerhalb einer Institutsgruppe besteht bereits und könnte als Basis für Plattform dienen |
|--|--|--|

4.5 Konkretisierung der Struktur einer neuen Verbriefungsplattform

Der nachfolgende Strukturvorschlag ermöglicht es Kreditinstituten, insbesondere KMU-Darlehen über eine Verbriefungsplattform synthetisch zu verbrieften, regulatorisches Eigenkapital freizusetzen und Spielräume für neues Kreditgeschäft zu schaffen. Eine neue Verbriefungsplattform muss aus der Sicht der eingebundenen Banken (Innensicht) zum Ziel haben, die in Kapitel 3 identifizierten Herausforderungen einheitlich zu lösen. **Mit**



Blick auf Investoren und andere beteiligte Parteien (Außensicht) erscheint die Standardisierung von Struktur, Verträgen und Daten essenziell. Im Folgenden fokussiert die

Analyse auf die Struktur einer synthetischen Bilanzverbriefung. Für eine mögliche Umsetzung muss die Standardisierung von Verträgen und Daten natürlich gleichermaßen erfolgen. Mit Blick auf die deutsche Kreditwirtschaft bietet sich eine Verbriefungsplattform innerhalb einer Institutsgruppe an, die über jeweiligen Spitzeninstitute organisiert wird.

Die Verbriefungsplattform könnte sowohl die Verbriefung durch ein

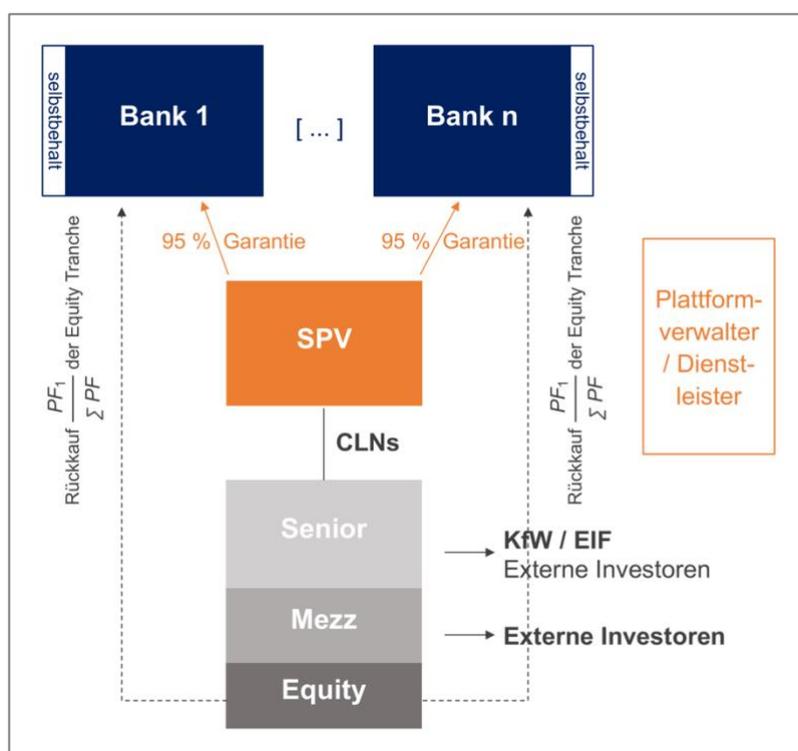
einzelnes Kreditinstitut (Option 1) als auch die Bündelung der Darlehensportfolien mehrerer Kreditinstitute ähnlich der Basket/Circle Strukturen (Option 2) ermöglichen.

4.5.1 Option 1: Synthetische Bilanzverbriefung (Single-Originator)

Bei Option 1 ist der Originator der synthetischen Bilanzverbriefung eine einzelne Bank, die auch Kreditgeberin der verbrieften Kredite ist. Diese verbleiben (rechtlich und handelsbilanziell) bei der Bank. Damit wird dem Bedürfnis im Markt Rechnung getragen, die Bank-Kundenbeziehung nicht zu tangieren.

Garantiegeber ist eine eigens für diese Transaktion gegründete Verbriefungszweckgesellschaft („SPV“). Dem SPV werden ausschließlich Kreditausfallrisiken aus dem selektierten Portfolio der einzelnen Bank zugeordnet. Für Transaktionen mit einer anderen Bank wird ein neues SPV gegründet. Die Gründung von SPVs mit Sitz in Deutschland in Form einer GmbH oder UG bieten den Vorteil, dass die synthetischen Bilanzverbriefungen im deutschen Sprach- und Rechtsraum erfolgen können, mit dem Nachteil von leicht erhöhten Kosten im Vergleich zu beispielsweise Luxemburg. Die Gründung einer einzigen SPV mit Sitz in Luxemburg und der Bildung von Compartments gemäß luxemburger Verbriefungsgesetz bietet Kostenvorteile. Eine entsprechende Regelung für Compartments bei Verbriefungszweckgesellschaften in Deutschland besteht nicht. Aufgrund der Tranchierung qualifiziert sich die Transaktion als

Verbriefung im Sinne der EU-Verbriefungsverordnung und führt in Verbindung mit dem SRT zur gewünschten Kapitalentlastung. Der obligatorische Selbstbehalt bei einer Verbriefungstransaktion wird durch die Bank gestellt, üblicherweise durch Einbehalt von 5 % des Wertes einer jeden Darlehensforderung auf pari-passu Basis (Art. 6 (3) (a) Verbriefungs-VO). Die übrigen 95 % (wiederum auf pari-passu Basis) werden von einer Garantie abgedeckt, die sich auf das gesamte



Forderungsportfolio erstreckt. Über die Herausgabe von CLNs durch das SPV wird die Garantie vollständig durch liquide Mittel abgedeckt, was eine vollständige Anrechnung durch die teilnehmende Bank gemäß Artikel 245 CRR ermöglicht. Die CLNs werden in drei Tranchen mit unterschiedlichem Rang ausgegeben (Senior, Mezzanine und Equity). Die Equity CLN ist üblicherweise deutlich kleiner als 5 % und wird von der verbriefenden Bank erworben (vollständiger Eigenkapitalabzug durch die Bank). Die Mezzanine CLNs

werden bei externen Investoren ausplatziert, um den SRT und damit die Kapitalentlastung zu erreichen. Die Senior CLNs könnten wahlweise von der verbriefenden Bank erworben oder (ganz oder teilweise) bei externen Investoren ausplatziert werden; denkbar ist z. B. ein Erwerb oder eine Rückversicherung durch Förderinstitute. Eine Standardisierung (einheitliche Muster-Dokumentation für alle Transaktionsdokumente, einheitliche Reporting-Standards, Datenschnittstelle zur Bank, Vorabklärung regulatorischer Fragestellungen (Gutachten), Hilfestellung durch Spitzeninstitute/Verbände) wäre mit der vorgeschlagenen Struktur möglich und würde substantiell zur Reduzierung der Kosten bankinterner Prozesse beitragen.

4.5.2 Option 2: Synthetische Pooling Transaktion (Multi-Originator)

Bei Option 2 wird dieselbe Verbriefungsplattform wie bei Option 1 verwendet. Allerdings werden die Darlehensportfolien mehrerer Banken ähnlich der Basket/Circle Strukturen gebündelt (gepooltes „Deutschland-Portfolio“), Mezzanine und Senior Tranchen allerdings ausplatziert. Die Equity Tranche wird von den beteiligten Banken proportional zu ihrem eingereichten Portfoliovolumen als CLN erworben. Da diese CLNs sich auf das Gesamtportfolio beziehen, kommt es in Höhe der Equity Tranche (deutlich kleiner als 5 %) zu einer Querhaftung zwischen den Banken. Aufgrund der Querhaftung und Standardisierungsanforderungen erscheint ein Pooling in erster Linie innerhalb der jeweiligen Institutsgruppen ein naheliegender Schritt.

4.5.3 Bewertung

Die oben dargestellte Option 1 zielt darauf ab, dass größere Primärbanken einer Institutsgruppe gleichartige synthetische Bilanzverbriefungen durchführen können und Skaleneffekte dadurch erzielt werden, dass identische Herausforderungen nicht durch jedes Institut einzeln gelöst werden müssen. Die Stellung jeder einzelnen Bank als Originator einer synthetischen Bilanzverbriefung nach einheitlichem Standard ist vergleichbar zur KfW PROMISE Plattform. Auch der oben dargestellte Strukturentwurf zur Option 2 nutzt die Vorteile bereits existierender Alternativen (Basket/Circle, EIF) um Synergieeffekte zu nutzen, den in Kapitel 4 identifizierten Hemmnissen zu begegnen und gleichzeitig so einfach und verständlich wie möglich ausgestaltet zu sein. Hier stehen eine größere Anzahl kleinerer und mittelgroßer Banken einer Institutsgruppe im Fokus.

Vorteile der vorgestellten Plattformstruktur:

- Die Pooling Struktur (Option 2) ermöglicht die Schaffung von Synergieeffekten und die Einbindung insbesondere regional orientierter Banken, welche ohne eine solche Struktur die hohen Fixkosten einer Verbriefungstransaktion nicht schultern könnten oder keine ausreichende Portfoliogröße erreichen würden.
- Für Investoren bietet sich die Möglichkeit in ein diversifiziertes, hoch granulares „Deutschland-Portfolio“ von Unternehmenskrediten zu investieren und dadurch Zugang zum Kreditgeschäft regional orientierten Banken zu erhalten. Aufgrund homogener Kreditvergabestandards insbesondere innerhalb der Verbände bliebe der Due-Diligence Aufwand für Investoren überschaubar.
- Ein Großteil der (IT/Reporting-)Infrastruktur der bestehenden Circle/Basket Strukturen könnte in leicht angepasster Form auch auf eine Plattform übertragen werden.
- Die (marktübliche) Emission von CLNs ermöglicht die Beteiligung mehrerer externer Investoren und hat gleichzeitig zum Vorteil, dass Sparkassen und Volksbanken über die Basket/Circle Strukturen bereits mit dem Produkt vertraut sind.
- Die Verwendung einer Garantie auf das Gesamtportfolio der einzelnen Banken hat zum Vorteil, dass diese in den aktuell bestehenden Systemen der Kreditwirtschaft einfacher abzubilden sein sollte.
- Durch die vollständige Ausplatzierung der Mezzanine- und Senior-Tranchen an Dritte können die regulatorischen Anforderungen des SRT womöglich durch den sogenannten „Full Deduction Approach“ reduziert werden. Alle von den beteiligten Banken erworbenen Junior-Tranchen werden vollständig mit Kapital unterlegt.
- Zielkennziffern für eine Portfoliozusammenstellung könnten in die Garantiebedingungen mitaufgenommen werden. Die teilnehmenden Banken würden gewünschte Portfoliopprofile beitragen, so dass gleichzeitig im Sinne der STS-Verordnung homogene und standardisierte Portfolios entstehen und gewünschten Daten zu Nachhaltigkeitsfaktoren Rechnung getragen werden kann.
- Führende europäische und nationale Förderinstitute könnten durch Investments in die Senior- und/oder Mezzanine-Tranchen Anschubhilfe leisten. Mittels einer

solchen Anschubfinanzierung als Ankerinvestor können Einstiegshürden überwunden und Folgetransaktionen ohne öffentliche Beteiligung angestoßen werden.

Zur Berechnung der Wirtschaftlichkeit einer synthetischen Bilanzverbriefung sind sowohl die Kennziffern des verbrieften Portfolios als auch die finale Tranchierung ausschlaggebend. Grundsätzlich wird berechnet, welche Kosten für die Freisetzung einer zusätzlichen Einheit freigesetzten regulatorischen Eigenkapitals entstehen („Cost of Capital released“). Bei der oben genannten Struktur würden folglich die Couponzahlungen auf die Mezzanine- und Senior-Tranche dem durch die Struktur freigesetzten Eigenkapital gegenübergestellt. Die relative Eigenkapitalfreisetzung bestimmt sich aus der Größe der einbehaltenen Equity Tranche, welche vollständig mit Kapital unterlegt wird. Damit die Verbriefungsstruktur wirtschaftlich ist, sollte sowohl eine substantielle Eigenkapitalfreisetzung erreicht werden (bspw. mind. 50 %) zu Kosten, die alternative Formen der Beschaffung von Eigenkapital über die Passivseite zumindest nicht überschreiten.

Wie oben dargestellt führen Komplexität und Fixkosten dazu, dass im Rahmen einer Verbriefungsplattform Skaleneffekte durch Standardisierung möglich und für eine erfolgreiche Umsetzung unabdingbar sind. Die drei wesentlichen Bereiche der Standardisierung sind (i) Struktur, (ii) Verträge und (iii) Daten. Die oben dargestellten Strukturvarianten lassen sich theoretisch für alle Institute gleichermaßen standardisieren. Verträge folgen der Struktur und sind gleichermaßen standardisierbar. Die Themenbereiche Origination, Underwriting, Servicing und Daten führen allerdings dazu, dass eine Standardisierung in erster Linie innerhalb einer Institutsgruppe deutlichen Mehrwert schaffen kann.

5 Schlussfolgerungen und Empfehlungen

Die nachhaltige und digitale Transformation stellt sowohl die deutsche Realwirtschaft als auch das Finanzsystem vor große Herausforderungen. Die Dynamik und Flexibilität der mittelstandsgeprägten Wirtschaftsstruktur Deutschlands und die korrespondierende 3-Säulenstruktur des Bankensystem eröffnen einerseits große Chancen. Andererseits

ergeben sich spezielle Herausforderungen, um die für die Transformation notwendigen privaten Finanzmittel zu mobilisieren und es bedarf einer für den deutschen Markt individuellen Lösung. Die im Bericht vorgestellte Plattformlösung kann durch Standardisierung in den Bereichen Struktur, rechtliche Dokumentation und Daten zu Skaleneffekten führen. Daraus ergeben sich Kostenvorteile, welche vor allem kleineren Banken den Zugang zum Verbriefungsmarkt erleichtern und damit – im Sinne der Europäischen Kapitalmarktunion – einen Zugang zum Kapitalmarkt ermöglichen würden. Damit wird die für die Transformation so wichtige Vernetzung der bankbasierten Unternehmensfinanzierung mit den internationalen Kapitalmärkten gestärkt.

Gleichzeitig zeigt die Analyse, dass eine einheitliche, neue Verbriefungsplattform für Institute aller Größenordnungen und aus allen drei Sektoren des deutschen Bankgewerbes keine sinnvolle Lösung darstellt. Zu unterschiedlich sind die Voraussetzungen und Bedürfnisse, manche Institute nutzen das Instrument Verbriefung bereits erfolgreich, andere stehen am Anfang des Prozesses. Nützlich erscheint eine Plattformlösung vor allem innerhalb eigenständiger Institutsgruppen und Verbände, da auch dort die größten Synergien möglich sind. Das Investoreninteresse an einer solchen Lösung scheint groß, da eine Plattform den Investoren Zugang zu kleineren Banken und einem diversifizierten „Deutschland Portfolio“ bieten könnte. Eine politische Flankierung der Deutschen Verbriefungsplattform hilft, einen für den mittelstandsgeprägten Wirtschaftsstandort bedeutsamen Kanal zur Finanzierung der nachhaltigen und digitalen Transformation zu stärken. KfW, EIF/EIB, TSI und andere Institutionen können dabei eine Katalysatorfunktion ausüben. Wesentlich erscheint aber, dass die Initiative und Federführung marktgetrieben, also aus den jeweiligen Instituten bzw. Institutsgruppen heraus erfolgt. Für eine erfolgreiche Umsetzung wird ein starkes gemeinsames Verständnis über die Zielsetzungen innerhalb einer Institutsgruppe entscheidend sein. Abschließend sei angemerkt, dass hier der Fokus auf synthetischen Bilanzverbriefungen liegt, da dieses Instrument bei der Verbriefung von Firmenkreditportfolien für die Kapitalentlastung bei Banken den größten Nutzen verspricht. Die Relevanz von öffentlichen True Sale Verbriefungen sowie von privaten Transaktionen einschließlich der Verbriefung kurzlaufender Forderungen über ABCP für die Finanzierung der Transformation ist ebenfalls hoch.

Autoren:

Jan-Peter Hülbert, TSI

Dr. Christian Fahrholz, TSI

Unterstützt durch das

„Stiftungsprojekt Kapitalmarktunion“

www.stiftungsprojekt-kapitalmarktunion.de

