

Verbriefte Anleihen sichern Absatz und Handel

Widersprüchliche Regulierung der Europäischen Kommission beeinträchtigt wichtige Refinanzierungsquelle der Automobilindustrie

Von Frank Fiedler, Finanzvorstand der Volkswagen Financial Services AG

Asset Backed Securities (ABS) sind seit Mitte der achtziger Jahre ein bewährtes und sicheres Instrument zur Refinanzierung der Wirtschaft in Deutschland, Europa und den USA. Die Vorteile für Emittenten und Investoren liegen auf der Hand: Unternehmen können auf diese Weise Forderungen verkaufen und ihre Bilanz für neue Geschäfte entlasten. Die Anleger wiederum erwerben Wertpapiere, deren Bonität nicht nur vom Rating des Unternehmens abhängt, sondern vor allem von der Güte der verbrieften Forderungen und der mit ihnen verbundenen Sicherheiten, seien es Immobilien, Bürgschaften, Maschinen oder – wie in unserem Falle – Automobile.

Die Volkswagen Financial Services AG ist seit dem Jahr 1996 auf dem ABS-Markt aktiv. Seither wurden durch sie 29 öffentliche Emissionen mit einem Gesamtvolumen von über 21 Milliarden Euro platziert. Die Verbriefungen umfassten Autofinanzierungen aus Deutschland, Großbritannien, Japan, den Niederlanden, Brasilien und Spanien. Insbesondere die beiden letztgenannten Länder sind ein Beleg für die Innovationskraft der Volkswagen Finanzdienstleister. In Spanien konnten wir die erste Auto-ABS seit der Krise 2007 platzieren. In Brasilien war unsere Auto-ABS die erste Transaktion eines ausländischen herstellerverbundenen Finanzdienstleisters und eine der größten ABS-Transaktionen im brasilianischen Markt überhaupt. Ein weiterer Roll-out unseres ABS-Programms in andere Länder ist vorgesehen.

Verbriefungen sind für Volkswagen Financial Services ein wesentlicher Bestandteil der Refinanzierung. Sie sind neben den Kundeneinlagen bei der Volkswagen Bank GmbH und den klassischen Unternehmensanleihen die dritte strategische Säule der Kapitalbeschaffung. Wir haben uns dabei einen Drittmix zum Ziel gesetzt, auch wenn dies bedeutet, dass nicht immer die günstigste Refinanzierungsquelle genutzt wird. Denn um unsere Nachhaltigkeit im Finanzgeschäft zu gewährleisten, bewerten wir die Liquidität höher als die Rentabilität der Refinanzierung. Unsere Liquidität hat diesen besonderen Stellenwert, weil alle drei Refinanzierungsquellen nicht unbegrenzt und zu jeder Zeit gleichermaßen verfügbar sind. Das Einlagenvolumen bei der Volkswagen Bank ist durch Wettbewerb und die relativ konstanten Sparquoten der Kunden beschränkt. Durch die Turbulenzen in der Euro-Zone können am Kapitalmarkt Engpässe bei der Mittelbeschaffung auftreten. Aus diesen Gründen sind Verbriefungen für einen ausgewogenen und nachhaltigen Refinanzierungsmix unentbehrlich und stärken unsere Fähigkeit, den wachsenden Absatz des Volkswagen Konzerns zu finanzieren.

Tragende Rolle für den Automobilvertrieb

Wir verfolgen mit unserer Refinanzierung keine spekulativen Ziele, sondern verwenden die Mittel ausschließlich zur Finanzierung des Absatzes. So helfen wir dem Konzern zu wachsen und Arbeitsplätze zu sichern. Aktuell werden in

Deutschland rund 75 Prozent aller verkauften Neufahrzeuge finanziert oder geleast. Mit einem Marktanteil von mehr als 67 Prozent sind die Autobanken und die konzerneigenen Leasinggesellschaften, die sogenannten Captives, wichtigster Absatzförderer der Automobilhersteller. Die Volkswagen Financial Services AG finanziert oder verleast jedes zweite vom Volkswagen Konzern in Deutschland verkaufte Fahrzeug. Gemeinsam bilden die Captives das Rückgrat der automobilen Wertschöpfungskette, denn sie erleichtern bzw. ermöglichen erst den Fahrzeugverkauf. Die Kunden kaufen schneller wieder Neuwagen, da bei finanzierten Fahrzeugen der Austausch aufgrund der Vertragslaufzeiten erheblich früher erfolgt als bei Barzahlung. Dabei zeigen diese Kunden eine höhere Markenloyalität und entscheiden sich bei finanzierten oder geleasten Fahrzeugen in aller Regel für höherwertige Modelle und bessere Ausstattungen. Mit zusätzlichen Dienstleistungsangeboten, wie zum Beispiel Versicherungen und Garantieverlängerungen, fördern die Captives zudem den Besuch ihrer Kunden in der Markenwerkstatt. Das sorgt beim Automobilhandel für eine höhere Auslastung der Werkstätten und steigert das Originalteilegeschäft der Hersteller.

Für die Volkswagen Financial Services ist darüber hinaus die Kreditversorgung des Automobilhandels wichtig, etwa durch die Finanzierung der Lagerwagenbestände. Wir haben uns selbst in der Krise als zuverlässiger Partner des Handels erwiesen und ihm unvermindert Kredite bereitgestellt.

Das Finanzdienstleistungsgeschäft ist heute die zentrale Stütze des Automobilvertriebs; ohne die Captives käme der Absatz ins Stocken und wesentliche Teile des Automobilhandels wären in ihrer Existenz bedroht.

Regulierung durch Brüssel

In Europa (ergänzt durch den Nahen Osten und Afrika) wurden nach Angaben der Ratingagentur Moody's im Jahr 2011 verbrieft Anleihen im Wert von 367 Milliarden Euro platziert. Das klingt viel, aber im Jahr 2008 lag der Wert der emittierten ABS noch bei 739,1 Milliarden Euro und damit mehr als doppelt so hoch. Den Rückgang verursacht haben Anleihen, die auf minderwertige (Subprime) Hypotheken in den USA begeben wurden. Als die Immobilienblase in den USA platzte, entpuppten sich etliche Papiere als wertlos und führten zu massiven Verlusten bei den Investoren. Das aus dieser Erfahrung resultierende Misstrauen ist bis heute noch nicht vollständig überwunden.

Die Europäische Kommission will nun zur Umsetzung der Basel III Vorschläge den Verbriefungsmarkt stärker regulieren. Im dafür vorgesehen Entwurf der Capital Requirement Regulation (CRR I) sollen ABS demnach grundsätzlich nicht mehr als hochliquide Aktiva für die Liquidity Coverage Ratio (LCR) zugelassen werden. Er unterscheidet nicht zwischen ABS unterschiedlicher Qualität. Insbesondere Banken und Versicherungen könnten dann weniger in Auto-ABS investieren. Perspektivisch würde damit eine wichtige Refinanzierungsquelle der herstellerverbundenen Finanzdienstleister versiegen. Das wiederum wäre ein Widerspruch zu den bestehenden Anforderungen aus den MaRisk. Dort wird eine ausreichende Diversifizierung der Vermögensstruktur eben dieser Banken und Versicherungen

gefordert, wie sie ABS gerade durch ihre Unabhängigkeit vom Emittenten in idealer Weise darstellen.

Ein Inkrafttreten der CRR I-Verordnung gemäß Kommissionsentwurf würde bedeuten, dass die Asset-Klasse Auto-ABS zu Unrecht in Sippenhaft genommen wird. Denn Auto-ABS sind nicht zuletzt aufgrund ihrer transparenten Struktur bestens für eine Verbriefung geeignet. Sie generieren einen gut prognostizierbaren und regelmäßigen Zahlungsstrom und besitzen überschaubare Laufzeiten. Zudem verfügt das verbrieft Forderungsportfolio über eine hohe Granularität, da es sich aus vielen kleinen Leasing- beziehungsweise Finanzierungsverträgen verschiedener Segmente zusammensetzt, was zu einer breiten Risikoverteilung führt. Die Captives haben über Jahrzehnte, dank ausgeklügelter und bewährter Bonitätsbeurteilungsverfahren, gelernt, das Ausfallrisiko der Kunden zu beurteilen. Die Werthaltigkeit der den Forderungen eines Auto-ABS zugehörigen Fahrzeuge ist zudem jederzeit seriös kalkulierbar, weil es öffentlich zugängliche, stets aktuelle und unabhängige Quellen für klar definierte Restwerte gibt.

Für die Anerkennung von ABS als Sicherheit und gleichermaßen zur Anrechnung zu hochliquiden Aktiva spricht insbesondere, dass Auto-ABS top geratet und krisenresistent sind. Alle europäischen Transaktionen zwischen den Jahren 2007 und 2011 hatten eine Ausfallquote von nur 1,2 Prozent. Volkswagen Financial Services hatte seit Aufnahme der Refinanzierungsaktivitäten über ABS in 1996 noch nie einen Ausfall. Schwer nachvollziehbar wird die CRR-Initiative der Europäischen Kommission, wenn man bedenkt, dass ABS weiterhin als Sicherheit bei der EZB für die Kreditvergabe anerkannt sind und bei der Refinanzierung hinterlegt werden können. Der Regulierungsentwurf legt uns als Finanzinstitut damit eine Liquiditätshaltung in Staatsanleihen nahe, die schlechter geratet sind als wir, während unsere AAA gerateten Papiere nicht mehr als hochliquide anerkannt werden.

ABS sollten differenziert betrachtet werden

Die zentrale Frage in dem Zusammenhang lautet: Wie können ABS regulatorisch sinnvoll bewertet werden? Indem die Aufsichtsbehörden die unterschiedlichen Geschäftsmodelle zur Kenntnis nehmen und diese entsprechend berücksichtigen. Im Rahmen eines Ausschussberichts des Europäischen Parlaments zu CRR I wird inzwischen vorgeschlagen, hochliquide Aktiva unter Berücksichtigung von ABS auf europäischer Aufsichtsebene zu definieren. Das halten wir für einen Schritt in die richtige Richtung, der nicht zuletzt den Selbstregulierungsmaßnahmen des ABS-Markts zu verdanken ist. Schon seit Jahren gibt es in Deutschland die Initiative der True Sale International GmbH. Hier haben sich unter anderem Banken und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften zusammengeschlossen und einen hohen Standard für Verbriefungen entwickelt. Das Markenzeichen steht für ABS höchster Güte sowohl in Bezug auf die Qualität der zugrunde liegenden Vermögenswerte als auch hinsichtlich der Transparenz und der Konstruktion der Produkte. Volkswagen Financial Services emittiert ihre ABS in Deutschland ausschließlich unter dem Gütesiegel der TSI - sozusagen Asset Backed Securities made in Germany.

Auch auf europäischer Ebene gibt es eine entsprechende Initiative: Die Association for Financial Markets in Europe (Afme) hat im Juni ein Gütesiegel „Prime Collateralised Securities (PCS)“ vorgestellt, das ABS europaweit vereinheitlichen und vergleichbar machen soll. Beide Initiativen zeigen, wie wichtig ABS für die Realwirtschaft sind und wie hohe Standards gesichert werden können. Ziel aller regulierenden Maßnahmen muss es sein, den Captives die krisenresistente Refinanzierung unter anderem durch ABS auch in Zukunft zu erhalten und damit den Vertriebsmotor der europäischen Automobilindustrie zu stärken.