

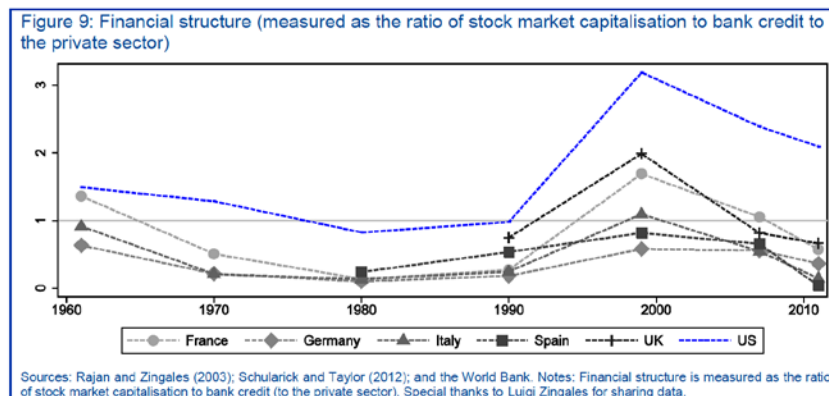
aus ZFGK, Ausgabe vom 1. Oktober 2014

Banken, Kapitalmarkt, Wirtschaftsfinanzierung und Verbriefung

Dr. Hartmut Bechtold

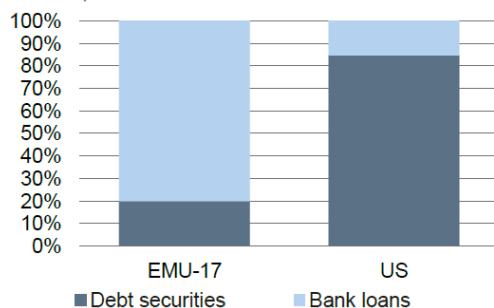
Overbanked ist Europa. Und die Kapitalmarktfinanzierung gilt es zu stärken. Denn dies dient der Finanzmarktstabilität und Wirtschaftsfinanzierung. So oder ähnlich könnte man manche aktuelle Politikberatung zusammenfassen (siehe dazu u.a. den Report des ESRB, Is Europe Overbanked? June 2014).

Ja, ein bedeutsamer Unterschied zwischen Europa und den USA ist die hohe Abhängigkeit der europäischen Wirtschaft vom Bankkredit. Viele Kennzahlen belegen dies. In der europäischen Unternehmensfinanzierung spielt der Aktienmarkt im Vergleich zur USA nur eine ungeordnete Rolle; dies illustriert z.B. die Kennzahl Marktkapitalisierung der börsennotierten Unternehmen im Verhältnis zum Volumen der Bankkredite an Privatunternehmen sehr schön.



Und auch bei der Fremdfinanzierung ziehen europäische Unternehmen Banken dem Kapitalmarkt vor und nutzen nur in geringem Umfang den Anleihemarkt – auch ganz im Gegensatz zur USA.

Non-financial corporations, selected outstanding liabilities, 2013 Q4 or latest



Euroland ist Bankenland. Das aggregierte Bilanzvolumen europäischer Banken im Verhältnis zum GDP ist gut 3 – 4 höher als in den USA. Und auch alle Rekordmeldungen bei den Neuemissionen von Corporate Bonds seit 2012 werden daran auf absehbare Zeit nur wenig ändern.

Nun mag eine bankbasierte Wirtschaftsfinanzierung krisenanfälliger sein als eine kapitalmarktbasierte. Banken mit ihrer niedrigen Eigenkapitaldecke fällt es – ganz im Gegensatz zu Asset Managern – schwer Verluste an ihre Geldgeber weiterzugeben um damit ihre Bilanz auszugleichen. Und auch eine verschärfte Bankenregulierung schlägt sich direkt im Kreditgeschäft der Banken nieder, was in Euroland sich vor allem in Südeuropa deutlich bemerkbar macht. Die Kreditvergabe an die Wirtschaft schrumpfte hier im letzten Jahr zwischen minus 6,4 % (Italien) und minus 27,4 % (Spanien) (Quelle HB, 17.7.2014).



Quelle: EZB

Doch ist der Umstieg von der Bank- zur Kapitalmarktfinanzierung der Wirtschaft so einfach möglich? Gibt es in Euroland dafür die nötigen **Kapitalanbieter und Kapitalnachfrager?**

Das Verhältnis von Bilanzvolumina von Banken zu Bilanzvolumina Asset Manager (Pensionsfonds, Versicherungen, Investment- und Hedgefonds) ist gerundet gerechnet in den **USA 1 zu 3** und in **Europa gerade umgekehrt 3 zu 1** (OECD Daten).

Bei den institutionellen Investoren dominieren in Euroland Banken und Versicherungen, es fehlen weitgehend die großen Pensions- und Hedgefonds, Private Equity Gesellschaften und Stiftungen, die in den USA den Kapitalmarkt bestimmen. So sind die dominante Player auf den US Kapitalmärkten die Pensionsfonds mit einem Anlagevolumen in Höhe von etwa 75 % des GDP. In Euroland haben nur Niederlande und Finnland entsprechende Werte; die großen Länder Deutschland, Frankreich, Italien, Spanien bewegen sich bei etwa 5 % (OECD Daten).

Und auch das Anlageverhalten der privaten Haushalte unterscheidet sich fundamental von dem der USA. In den letzten fünfzig Jahren hat sich die Geldvermögensbildung in Europa ziemlich stabil auf Banken und Versicherungen konzentriert, Aktien und Fonds haben ihre Anteile nicht nachhaltig steigern können.

Schauen wir auf die Nachfragerseite nach Finanzierungsmitteln: Hier dominieren in Euroland die Klein- und Mittelbetriebe. Und selbst die größeren Betriebe, das was wir in Deutschland den gehobenen Mittelstand nennen, sind oft familiengeführte Unternehmen mit einer langen Familientradition und nur begrenzten Bereitschaft sich dem Kapitalmarkt mit seinen Regeln zu öffnen.

Solche institutionellen und kulturellen Gegebenheiten sind über Jahrzehnte, ja man könnte sagen Jahrhunderte, gewachsen. Dahinter stehen historisch gewachsene Systeme der Altersvorsorge, der Steuersysteme, des Sparverhaltens, der Unternehmenskultur und des Selbstverständnisses von Unternehmerdynastien – alles Faktoren die nur schwer zu

verändern sind. Somit könnte sich der Übergang von der bank- zur kapitalmarktbasierter Finanzierung in der europäischen Wirtschaft wesentlich schwieriger gestalten als heute viele seiner Apologeten denken.

Nein, Euroland wird bei seiner Wirtschaftsfinanzierung – ganz im Gegensatz zur USA - auf lange Zeit von einem funktionierenden Bankensystem und einer funktionierenden Refinanzierung der Banken abhängig sein. Seine Banken müssen daher in der Lage sein, die Unternehmen über alle Lebenszyklen hinweg ausreichend mit kurz- und langfristigen Fremdfinanzierungsmitteln zu versorgen. Sie müssen ihre Kunden als Ex- und Importeure mit den entsprechenden Produkten weltweit begleiten und als Global Player auch ihren Kunden mit langfristigen Investitionsfinanzierungen aber auch Absatzfinanzierungen weltweit zur Verfügung stehen. Idealerweise sollten diese Banken auch in der Lage sein, sich flexibel zu refinanzieren, d.h. Zugang zu den europäischen Einlagen aber auch den Anleihen- und Verbriefungsmärkten haben und zudem ihre Risiken unter Zuhilfenahme entsprechender Instrumente managen können.

Zur Schaffung entsprechender idealer Rahmenbedingungen steht Euroland noch eine längere Wegstrecke bevor. Verblüfft beobachten wir zurzeit, wie die Inflationsraten fallen. Und bereits macht das Wort von der Japanifizierung Eurolands die Runde. Und dies, obgleich die EZB den Banken großzügig Liquidität zur Verfügung stellt. Doch wohin diese ohne weitere Bedingungen bereit gestellte Liquidität fließt bestimmt zurzeit nicht die EZB sondern bestimmen die Banken selbst. Und diese folgen in ihren Entscheidungen der Finanzmarktregulierung. Nullunterlegung mit Eigenkapital für Staatsfinanzierungen, steigende Eigenkapitalanforderungen für nachhaltige, langfristige Wirtschaftsfinanzierungen kombiniert mit hohen Belastungen und fortbestehender regulatorischer Unsicherheit bei der Ausplatzierung von Risiken im Rahmen von Verbriefungen, Beachtung von Fristentransformations- und Liquiditätsregeln; jede Detailregulierung für Banken und Versicherungen folgte bislang ihrer eigenen Logik. In ihrer Wirkung jedoch führen sie dazu, dass der nach dem Kreditboom der letzten Dekade notwendige Deleveragingprozess sich in Euroland relativ „unreguliert“, d.h. zu Lasten der Wirtschaftsfinanzierung vollzieht. Eine Gefahr auf die die TSI übrigens bereits 2009 in einer gemeinsamen Tagung mit KfW und BDI hinwies.

Insofern sind die neuen Akzente der EZB richtig gesetzt. Banken bekommen für ihre Refinanzierungsgeschäfte Konditionen auferlegt, der Kauf von ABS Papieren wird vorbereitet, die europäischen Regulierer werden aufgefordert die Verbriefungsregulierung zu überdenken. Spät, hoffentlich nicht zu spät, werden notwendige Fragen gestellt, denn der Kapitalmarkt alleine wird die sich auftuende Finanzierungslücke für die Wirtschaft Eurolands nicht schließen können. Von daher gilt es in Europa all jene Instrumente zu stärken, die Banken es hingegen leichter ermöglichen, den Kapitalmarkt für ihre Firmenkundenfinanzierungen in Anspruch zu nehmen.

In erster Linie kann dies natürlich über Verbriefungen – true sale und synthetischer Natur – geschehen. Diese Ansicht vertreten – leider aber ohne die Bedeutung von synthetischen Verbriefungen für die Wirtschaftsfinanzierung entsprechend zu würdigen - auch EZB und Bank of England in ihrem Positionspapier „ A case for a better functioning

securitisation market“ vom Juni 2014 sowie der aktuelle IMF Country Report EURO AREA POLICIES vom Juli 2014 (beide Papier sind über den Blog TSI kompakt abrufbar)

Doch noch fehlt für Verbriefungen ein regulatorisches level playing field mit anderen Assetklassen, so dass die Anreize für Banken als Originator und Banken und Versicherungen als Investoren relativ gering sind, von dem Instrument umfänglich Gebrauch zu machen.

Dabei zeigen gerade die deutschen Erfahrungen, was die Verbriefungstechnik zur Unterstützung der Wirtschaftsfinanzierung leisten kann:

- Banken stellen Handels-, Industrie- und Leasingunternehmen Plattformen zur Verbriefung ihrer Handels- und Leasingforderungen zur Verfügung. Aktuell werden diese mit über 10 Mrd. Euro p.a. genutzt.
- Die deutschen Autohersteller verbriefen in einem hohen zweistelligen Milliardenbetrag ihre Absatzfinanzierungen weltweit.
- Deutsche Banken verbriefen vor der Krise Teile ihre Unternehmensfinanzierungen true sale und synthetisch. Letzteres im Wesentlichen über die KfW Verbriefungsplattform PROMISE.
- Und darüber hinaus gab es vor 2007 auch einige Transaktionen in denen Schuldscheindarlehen und Standardmezzanine-Kapital für Unternehmen verbrieft wurden.

Zentrales Learning dabei war sicherlich, es geht nicht ohne eine sorgfältige Auswahl der Underlyings und die beste Garantie dafür ist ein breites alignment of interest zwischen Originator bzw. Sponsor mit dem Underlying. Dort wo Banken als Originator oder Sponsoren mit den Underlyings ihrer Verbriefungstransaktionen eng verbunden sind zeigen diese eine hervorragende Performance. Alignment of interest muss dabei nicht notwendigerweise als Risikobeteiligung verstanden werden. Wichtig ist, dass die Bank mit den Kunden, deren Risiken sie verbriefen, in einer stabilen und nachhaltigen Geschäftsbeziehung steht und folglich die verbrieften Kredite und Underlyings im normalen Geschäftsbetrieb des Originators nach den gleichen Regeln, mit den gleichen Standards, Incentives und Audits generiert und bearbeitet werden, wie alle anderen Forderungen auch. Darüber hinaus ist Granularität und eine hohe Transparenz hilfreich. Eine geringe Granularität birgt Risiken. Mindestens 100 Unternehmen sollte ein Pool umfassen, kein Kredit sollte mehr als 1,5 % am Gesamtvolumen ausmachen. Und den Investoren sollten umfangreiche Informationen über die Transaktion und ihr Underlying regelmäßig bereitgestellt werden. In allen Transaktionen, die diese Anforderungen erfüllten, und dies waren in Deutschland weit über 95 % des Marktes, gab es während der Finanzkrise keinerlei Auffälligkeiten.

### **Was müsste getan werden um den Markt für Verbriefungen mit realwirtschaftlichen Risiken weiter zu beleben?**

In den ersten Jahren nach Ausbruch der Subprimekrise war es vor allem das schlechte Image von Verbriefungen bei Investoren und in der Öffentlichkeit, das den Marktzusammenbruch trieb. Je stärker jedoch europäische Verbriefungen mit ihrer Performance überzeugten trat dies in den Hintergrund. In den letzten Jahren hingegen hat die Regulierungsdiskussion den Verbriefungsmarkt dominiert. Dabei geht es nicht nur um bereits umgesetzte regulatorische Bestimmungen, mehr noch treibt die fortbestehende regulatorische Unsicherheit über die noch in Planung befindlichen Änderungen den Markt. Im Einzelnen sind dies die Behandlung von Verbriefungen in der

Solvency II, die Konzeptpapiere des Baseler Committees zur Weiterentwicklung des Verbriefungsrahmenwerks, die CRA III Entwürfe zu den Offenlegungsstandards bei Verbriefungen aber auch die aktuellen Entwürfe zur weiteren Regulierung von Geldmarktfonds. In allen vorliegenden Regulierungswerken besteht für Verbriefungen kein level playing field mit vergleichbaren Assetklassen, wie z. B. dem Covered Bond. Hinzu kommt eine hohe Inkompatibilität diverser Regulierungen. Dies fängt bei den Begriffsdefinitionen an, die von Regulierungswerk zu Regulierungswerk voneinander abweichen und geht weiter über Transparenzanforderungen, etc.

Die Sicherstellung eines regulatorischen level playing fields mit vergleichbaren Finanzierungsformen ist für Originatoren und Investoren eine notwendige Bedingung um sich dem Verbriefungsmarkt wieder stärker zu öffnen.

Ein weiterer wichtiger Schritt zur Steigerung der Akzeptanz von Verbriefungen mit realwirtschaftlichen Underlyings wäre sicherlich eine gewisse Standardisierung von Originations-, Transaktions- und Transparenzanforderungen, um sicherzustellen, dass Moral Hazard ausgeschlossen ist, die Transaktionsstrukturen einfach nachzuvollziehen und die Transaktionsentwicklung transparent ist. Die zwischenzeitlich sowohl von TSI (DEUTSCHER VERBRIEFUNGSSTANDARD) als auch PCS entwickelten Standards können hierzu ebenso hilfreich sein, wie die Erkenntnisse im Rahmen der von EBA sowie EZB/BoE im ersten Halbjahr 2014 initiierten Diskussion um HQ bzw. qualifying ABS.

Die EZB hat mehrfach die Bedeutung von Verbriefungen betont, damit ihre geldpolitischen Impulse auch die Realwirtschaft erreichen. Die aktuellen Beschlüsse zum Ankauf von ABS werden – wenn sie von entsprechender regulatorischer Klarheit und level playing fields begleitet sind – zweifelsohne den Startschuss geben für eine nachhaltige Wiederbelebung eines stabilen Verbriefungsmarktes.