



Deutsche Neuemissionen

Originator/Assetklasse/Spreads

Der europäische Verbriefungsmarkt hat sich bis Mitte Juni im Vergleich zum Vorjahr nochmals spürbar belebt und beim Neuemissionsvolumen bereits rund 40% auf 147 Mrd. Euro zugelegt. Hiervon konnten 44 Mrd. Euro (H1 2010 38 Mrd. Euro) effektiv bei Investoren platziert werden. Aus Deutschland kamen bislang 8 Transaktionen im Gesamtvolumen von 4,4 Mrd. Euro an den Markt, wobei Auto- und Lease-ABS dominieren. Es ist positiv zu werten, dass neben den „Klassikern“, nämlich Auto-ABS sowie RMBS aus UK und den Niederlanden zunehmend auch Transaktionen aus anderen Segmenten vermarktet werden. So hat die Deutsche Bank aktuell mit der DECO 2011-CSPK die erste CMBS seit Ausbruch der Krise an den Markt gebracht, was angesichts anstehender Fälligkeiten von mehr als 50 Mrd. Euro in den nächsten 3 Jahren sehr wichtig ist. ■

Performance Radar/Ratings

Eine aktuelle Studie von Moody's („European SME Securitisation Rating Performance During the Crisis: In Line with Local Macroeconomic Context“) analysiert die Performance europäischer SME-Verbriefungen im Zeitraum Februar 2007 bis Februar 2011, für die geografischen Märkte Spanien, Deutschland, Niederlande und Großbritannien. Die wesentlichen Ergebnisse stellen sich wie folgt dar: (1) Im Gegensatz zu Mezzanine CLOs war die Performance granularer Bilanz-Transaktionen (SME ABS) robust, reflektiert jedoch natürlich die jeweilige makroökonomische Situation. (2) Entsprechend schneiden Transaktionen aus den Niederlanden und Deutschland deutlich besser ab als diejenigen aus UK und Spanien, wobei sich spanische Aaa-Anleihen aufgrund ausreichend dimensi-

onierter Kreditbesicherung ebenfalls als sehr stabil erwiesen haben. Der Anteil von Aaa-Tranchen, die im betrachteten 4-Jahreszeitraum ihr Rating trotz fundamentaler Eintrübung und Methodenverschärfungen halten konnten, liegt bei 100% (NL), 81% (D), 85% (SP) sowie 58% (UK). (3) Bislang ist keine Tranche einer SME ABS-Transaktion ausgefallen. (4) Die SME-Ausfälle sind in Deutschland während der Krise nicht signifikant angestiegen. (5) Moody's identifiziert folgende wesentliche, die Performance beeinflussende Faktoren: Portfoliokonzentration vs. -diversifizierung, Kreditvergabestandards, Tilgungsstruktur der Darlehen (Amortisierung vs. Endfälligkeit) sowie gewisse strukturelle Elemente, insbesondere statische Portfolios und sequentielle Tilgung der Anleihen. ■

Inhalt

- Quartalsüberblick 02/2011
- Solvency II & Verbriefungen
- Kredit- und Verbriefungsmarkt
Kurznachrichten
- Zusammenfassender Bericht
über die Ergebnisse der
diversen TSI-Veranstaltungen
2011 zu den anstehenden
Regulierungen

Herausgeber

True Sale International GmbH (TSI)
Mainzer Landstraße 51
60329 Frankfurt am Main
info@tsi-gmbh.de
www.true-sale-international.de

Verlag und redaktionelle Bearbeitung

Fritz Knapp Verlag GmbH
Aschaffener Straße 19
60599 Frankfurt am Main
info@kreditwesen.de
www.kreditwesen.de

Urheberrecht

Alle im TSI kompakt erschienenen Beiträge sind urheberrechtlich geschützt. Alle Rechte vorbehalten. Reproduktionen, gleich welcher Art, oder Erfassung in Datenbanken nur mit schriftlicher Genehmigung des Verlags.

Disclaimer

Dieses Dokument wurde von der True Sale International GmbH (TSI) zu Informationszwecken erstellt. Die TSI hat die Informationen, auf die sich das Dokument stützt, aus Quellen übernommen, die sie als zuverlässig einschätzt, hat aber nicht alle diese Informationen selbst nachgeprüft. Die TSI übernimmt daher keine Gewähr für die Aktualität, Vollständigkeit und Richtigkeit der bereitgestellten Informationen. Artikel, die namentlich gekennzeichnet sind, geben die Meinung des Autors wieder.

Dank

Die TSI wurde bei der Erstellung von TSI kompakt beraten von Herrn Frank Cerveny. Frank Cerveny, CIAA/CEFA (DVFA), leitet innerhalb des Fixed Income Research der DZ BANK AG die Gruppe ABS & Structured Credits.

Spreadentwicklung

Eine – positive – Konsequenz der Krise ist die deutlich differenzierte Preisbildung zwischen Assetklassen und Sub-Segmenten. Dies wird deutlich wenn man das aktuelle Bild bei den Auto-ABS betrachtet. Während VW-Transaktionen mit bei Laufzeiten von 1 bis 2 Jahren mit knapp 60 Basispunkten das Feld anführen, müssen andere Originatoren, wie z.B. Ford mit der aktuellen Globaldrive 2011-A einen Aufschlag zahlen und bei 2 Jahren WAL 75 Basispunkte bieten.

Die französische TitriSocram kam mit einem Kupon von +90 Basispunkten, die Driver Espana mit 125 Basispunkten an den Markt. Jenseits dieser Kern-Assetklasse ist sicherlich erwähnenswert, dass die Risikoprämien der DECO CMBS mit 175 (AAA) bzw. 275 (AA) Basispunkten so ausgefallen sind, dass durchaus mit Nachfolgetransaktionen in diesem ausgetrockneten Marktsegment gerechnet werden kann, sodass auch hier der Markt wieder langsam in Gang kommt. ■

Solvency II & Verbriefungen

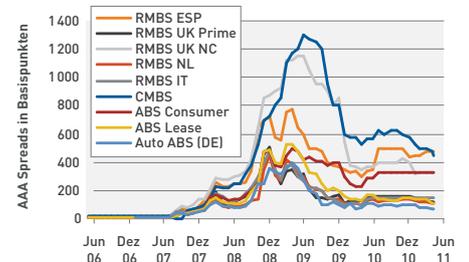
Der (Re-)Finanzierungsbedarf von Wirtschaft und Staaten in den nächsten Jahren ist gewaltig, und hierfür bietet sich grundsätzlich auch Verbriefung als ein Instrument zur Mittelaufnahme an. Voraussetzung hierfür ist jedoch eine ausreichend breite und tiefe Investorenbasis. Unter Systemaspekten wäre es im Sinne einer größeren Stabilität zudem wünschenswert, verstärkt Investoren außerhalb des Bankensektors ansprechen zu können. Allein aufgrund des kontinuierlich hohen und langfristigen Anlagebedarfs wären Versicherungsunternehmen prädestiniert für die Rolle des ABS-Investors. ABS könnten ihnen zudem dabei helfen, ambitionierte Renditeziele zu verfolgen und außerdem zur Portfolio-Diversifizierung beizutragen. Sie könnten es, wenn nicht die künftigen Versicherungs-Regularien, bekannt unter dem Namen „Solvency II“ in ihrer jetzigen Entwurfsfassung ABS-Investments nicht weitestgehend den Status „No Go“ verleihen würden. Nach dem jetzigen Stand existiert im Grunde auf sämtlichen Ebenen ein Zustand, der weit davon entfernt ist, ein level playing field für verschiedene Fixed Income- bzw.

Credit-Produkte darzustellen. ABS-Investments müssen mit deutlich mehr Eigenkapital unterlegt werden als z.B. Unternehmensanleihen und erst recht Covered Bonds. Selbst nicht-verbriefte Darlehensportfolios werden besser gestellt als entsprechende hoch geratete Verbriefungs-Anleihen die auf dem gleichen Portfolio basieren, was aufgrund der tatsächlichen Risikoprofile einfach nicht nachvollziehbar ist. Schließlich gibt es aber auch noch geradezu absurde Verzerrungen innerhalb der Assetklasse ABS selbst. Aufgrund der Arithmetik werden Tranchen schlechterer Transaktionen, die aber zum Ausgleich über mehr Subordination als Kreditbesicherung verfügen besser gestellt als korrespondierende Tranchen besserer Transaktionen mit weniger Subordination.

Von vielen Marktteilnehmern aus dem Versicherungslager ist zu hören, dass aufgrund von Solvency II in Zukunft aller Voraussicht nach keine ABS-Investments mehr getätigt werden. In einem Schreiben von AFME an die europäische Versicherungsaufsicht EIOPA wird darauf hingewiesen, dass Berichten zu-

Entwicklung von Spreads, Ratings und Emissionsvolumen europäischer ABS

Grafik 1: Spreadentwicklung 2007 bis Juni 2011

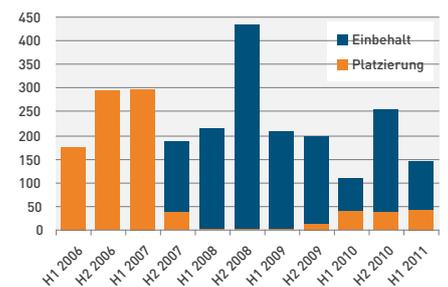


Quelle: DZ BANK AG

Grafik 2: Rating-Transition deutscher SME ABS im Zeitraum Februar 2007 bis Februar 2011 in %

| von/auf | Aaa | Aa | A | Baa | Ba | B | Caa | Ca/C |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| Aaa | 89,58 | 10,42 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Aa | 6,25 | 75,00 | 18,75 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| A | 0,00 | 7,41 | 77,78 | 14,81 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Baa | 0,00 | 0,00 | 8,33 | 70,83 | 20,83 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Ba | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 11,11 | 74,07 | 11,11 | 3,70 | 0,00 |
| B | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 66,67 | 33,33 | 0,00 |
| Caa | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Ca/C | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |

Grafik 3: ABS-Emissionsvolumen (in Milliarden Euro)



Quelle: DZ BANK AG

Stand: 15. Juni 2011

folge einige Versicherungsunternehmen bereits begonnen haben, ihre vorhandenen ABS-Teams aufzulösen. Da man eine entsprechende personelle und technische Infrastruktur zum Teil über Jahre hinweg aufbauen muss, sind solche Schritte quasi irreversibel und es ist daher auch im Hinblick auf den drohenden Brain Drain fünf Minuten vor zwölf. Primär sollte jedoch daran gearbeitet werden, die finale Umsetzung von Sol-

vency II so zu gestalten, dass in Bezug auf ABS-Investments kein prohibitiver Lenkungseffekt ausgeht.

Grundsätzlich bestehen unter Solvency II, ähnlich wie unter den Basel-Regularien zwei Möglichkeiten. Zum einen können Versicherer interne, selbst entwickelte und kalibrierte Modelle verwenden. Zum anderen können sie auf die vorgegebenen Standardverfahren zurückgreifen. Vieles spricht dafür, dass die meisten Versicherer aufgrund der damit verbundenen Kosten und der Komplexität, die es zu handhaben gilt, auf die Entwicklung und Anwendung interner Modelle verzichten werden. Vor diesem Hintergrund soll an dieser Stelle die Berechnung der Eigenkapitalunterlegung („Solvency Capital Required“, SCR) für ABS kurz skizziert werden.

Nach dem jetzigen Stand, wird sie in der ersten Stufe im Abschnitt in QIS 5 bzw. den technischen Spezifikationen hierzu im Kapitel „SCR.5 market risk module“ (SCR: = „Solvency Capital Required“) geregelt, genauer gesagt im Sub-Modul SCR.5.9 „Spread Risk“. In der zweiten Stufe fließen diese Berechnungen in ein Gesamtmodell zur Konsolidierung aller Risikoarten unter Berücksichtigung von Korrelations- bzw. Diversifikationseffekten ein. Wir beschränken unsere nachfolgenden Überlegungen auf die erste Stufe, um eine isolierte Aussage über die Behandlung von Kreditrisiken unter Solvency II treffen zu können und nehmen dafür eine gewisse Unschärfe in Kauf.

Spread-Risiko wird definiert als das Ergebnis der Sensitivität des Wertes von (verbrieften) Aktiva, Verbindlichkeiten und Finanzinstrumenten in Reaktion auf Veränderungen der Volatilität von Credit Spreads. In der Logik von Solvency II bzw. nach dem letzten Stand (per 5. Juli 2010) der Umsetzung wie in den technischen Spezifikationen von QIS 5

beschrieben, leitet sich die Eigenkapitalunterlegung von Verbriefungen aus zwei „Spread-Schock“-Szenarien ab, von denen eines bei den verbrieften Kreditforderungen und eines direkt bei den Anleihen der Verbriefungen ansetzt. Letztlich wird das konservativere Ergebnis beider Szenarien, also die höhere Eigenkapitalunterlegung ausgewählt.

Geht man von der vorliegenden Formel aus und berechnet die entsprechen-

den Eigenkapitalunterlegungen für die verbrieften Kreditforderungen und Anleihen ergeben sich vielfach Eigenkapitalunterlegungen für AAA-Tranchen von „klassischen“ Assetklassen im Bereich von etwa 12 bis 18%, was ein ABS-Investment für Versicherungen unattraktiv machen würde.

Mehr Informationen zur Berechnungsmethode und den Formeln sind über die [TSI webpage unter Fachnews-Finanzmarktstabilisierung](#) verfügbar. ■

Kredit- und Verbriefungsmarkt Kurznachrichten

Am 8. Juni hat der Datenanbieter Markit die Auflegung einer neuen Indexfamilie für europäische Verbriefungen bekannt gegeben. Im Rahmen des „**Markit iBoxx European ABS Index**“ werden die folgenden 8 Sub-Indizes angeboten: ABS, RMBS, AAA NL RMBS, AAA SP RMBS, AAA UK Prime RMBS, AAA UK NC RMBS, UK CMBS, CMBS. Die Datenhistorie geht zurück bis zum 1. Januar 2007. Die Indizes werden auf Basis von Daten berechnet, welche von mehr als 20 Händlern bereit gestellt werden. Vor der Krise scheiterte ein Versuch, einen europäischen iBoxx ABS-Index aufzulegen, wobei damals keine Differenzierung nach Assetklassen erfolgte. Es wäre ein wichtiger Beitrag für ein Mehr an Preistransparenz am Markt, wenn das Vorhaben dieses Mal gelingen würde. ■

Im Rahmen der **Loan Level Data-Initiative der EZB** gilt es, nicht nur die jeweiligen Datenanforderungen für die einzelnen Assetklassen zu spezifizieren. Dies ist bislang für RMBS sowie für CMBS und SME CLOs erfolgt. Nach offiziellen Aussagen sollen bald auch entsprechende Daten-Templates für granulare Assetklassen wie Auto-ABS,

Consumer-ABS sowie Kreditkarten-ABS folgen. Darüber hinaus muss jedoch auch eine entsprechende Infrastruktur geschaffen werden, innerhalb derer die entsprechenden Daten zentral abgespeichert und abgefragt werden können. Dies soll mittels eines „**European Data Warehouse (ED)**“ erfolgen, zu dessen Errichtung gegenwärtig ein Bieterverfahren unter Ägide der von der EZB beauftragten „The Market Group“ läuft. Am 31. Mai hat diese die 4 Institutionen sowie 2 Konsortien bekannt gegeben, welche sich gegenwärtig noch um die Mandatierung bemühen: Bank of New York Mellon, Experian, Sapien, Thomson Reuters, Bloomberg-Konsortium (Trepp, Markit, Intex, CoreLogic Solutions, Lewtan Technologies) und schließlich ein Moody's-Konsortium (PECDC, OSIS). Das ED soll bis Mitte nächsten Jahres seinen Betrieb aufnehmen. ■

Der **Financial Stability Board (FSB)** hat am 12. April ein Arbeitspapier zum Thema **Schattenbanken** („Shadow Banking – Scoping the Issues“) veröffentlicht. Shadow Banking wird definiert als ein System der Kredit-Intermediation, welches Einheiten und Aktivitäten au-

ßerhalb des regulären Bank-Systems umfasst, und auf einer von zwei Ebenen Gefahrenpotenzial birgt: (1) Systemisches Risiko, insbesondere aufgrund von Fristen- bzw. Liquiditätstransformation, Leverage oder fehlerhaften („flawed“) Kreditrisikotransfer; (2) Regulatorische Arbitrage im Sinne einer Umgehung oder Aushöhlung gegebener Bankenregulierung. Hierdurch entsteht ein Spannungsverhältnis zwischen der begrüßenswerten Generierung alternativer Finanzierung und Liquidität einerseits und eben besagtem Gefahrenpotenzial andererseits.

Elemente des Schattenbank-Systems sind laut FSB operative Einheiten selbst (hier werden potenziell Verbriefungen bzw. SPVs und entsprechende Fondslösungen getroffen) und daneben „Unterstützer“, die entweder Risiken nehmen (z. B. Banken etc., die Kredit- oder Liquiditäts-Support bereit stellen) oder auch nicht (hier werden explizit die Ratingagenturen genannt). Angestrebt wird eine Regulierung der Schattenbanken, und der FSB will bis zum Herbsttreffen der G20 entsprechende Vorschläge erarbeiten. ■

Es streiten sich die Gelehrten. In der EU werden aktuell u. a. Überlegungen angestellt, Alternativen zu den Agentur-Ratings für Zwecke der regulatorischen Eigenkapitalunterlegung zu finden, und als ein Ansatz auch eine Ausweitung des aufsichtlichen Formelansatzes (SFA) in Betracht gezogen.

Die britische FSA hingegen hat im Mai eine „Guidance consultation“ zum Thema „Supervisory Formula Method and Significant Risk Transfer“ veröffentlicht, die den SFA eher kritisch sieht und seine Anwendbarkeit einschränken möchte. Es wird moniert, dass die Analyse einer Stichprobe ergeben hätte, dass die Anwendung des SFA im Vergleich zum auf Agentur-Ratings basierenden RBA zu ökonomisch nicht haltbar niedrigeren Eigenkapitalanforderungen führt.

Letztlich wird die Ansicht vertreten, dass vom Originator für einbehaltene Tranchen grundsätzlich auch ein Rating beauftragt werden soll, statt die Eigenkapitalunterlegung mit Hilfe des SFA zu errechnen. Dies sei – von Ausnahmen abgesehen – die Voraussetzung dafür, insgesamt für eine Verbriefung einen

signifikanten Risikotransfer zu erreichen, der wiederum die Voraussetzung für eine regulatorische Eigenkapitalentlastung darstellt. ■

In den USA will der Kongress mit dem **Covered Bond Act 2011** ein pfandbriefähnliches Instrument schaffen, das allerdings nicht nur Staats-, Schiffs- und Flugzeugfinanzierungen sowie Immobilienrisiken, sondern auch Auto-, Kreditkarten- und Studentenfinanzierungen als Deckung zulässt. Da die Ratingagenturen mittlerweile hohe Überbesicherungen (10 bis 30%) für derartige Finanzierungen fordern, läuft insbesondere die amerikanische Einlagensicherung FDIC Sturm gegen das Vorhaben, würden damit doch die Covered Bond Investoren im Insolvenzfall zulasten der Einlagensicherung sehr begünstigt. ■

Das **private Baufinanzierungsgeschäft** wird sich vermutlich – regulatorisch bedingt – Richtung Pfandbriefbanken verschieben. Sind bislang weniger als 20% über den Pfandbrief refinanziert, wird dieser Anteil steigen. Einzige Herausforderung: Stärkung der Vertriebskraft der Pfandbriefbanken. ■

www.tsi-kongress.de



TSI Kongress 2011

Chancen deutscher Verbriefungen auf Europas Kreditmärkten

29. und 30. September 2011 | Berlin

Investor Special

Fundamentals of the stability of German asset securitisations – opportunities for investors



Der TSI Kongress 2011 am 29. und 30. September 2011 in Berlin:

- über 70 Sponsoren, Medienpartner und unterstützende Organisationen
- über 600 Gäste, darunter zahlreiche Investoren
- über 130 hochkarätige Spezialisten aus den nationalen und internationalen Kredit- und Verbriefungsmärkten sowie Politik, Aufsicht und Verbänden
- mehr als 40 Diskussionsforen und Special Events
- alle topaktuellen Themen rund um die Kredit- und Verbriefungsmärkte

TSI Kongress 2011
... hier trifft sich die Community

Europaweit peilen die **Covered Bond Emissionen neue Rekorde an**; 2011 wird mit einem Gesamtemissionsvolumen von etwa 300 Mrd. Euro gerechnet (Barclays), der deutsche Pfandbrief wird voraussichtlich jedoch nur mit etwa 40 Mrd. Euro dazu beitragen. Aktuell (Stand 1. Juni) wurden 120 Mrd. Euro bereits emittiert; Nr. 1 ist Frankreich mit 29 Mrd. Euro, gefolgt von Spanien und Deutschland mit etwa 19 Mrd. Euro. Die Emissionen werden vor allem von der Nachfrage getrieben und die Nachfrage selbst wird getrieben von den neuen Regulierungen, d. h. Bankenrestrukturierungsrecht, Solvency II und Basel III (siehe dazu Bericht über die TSI-Tagungen in diesem TSI kompakt).

Auch verschiebt die ebenfalls regulierungsbedingte (net stable funding ratio) erwartete höhere Konkurrenz um Privatkundeneinlagen die Refinanzierungsopportunität bei großen Baufinanzierern mit hohen Kundeneinlagen Richtung Covered Bond/Pfandbrief. Interessant sind jedoch auch die Spreads und -volatilitäten in den verschiedenen Märkten: Während der deutsche Pfandbrief im letzten Jahr knapp unter 20 bp und französische CBs um 50 bp schwankten, bewegten sich italienische und UK CBs zwischen 100 und 150 bp, und spanische CBs zwischen 100 und 300 bp. ■

Der Euro hatte **Südeuropa** einen beispiellosen Wirtschaftsaufschwung mit hohen Lohnsteigerungen ermöglicht – beides in hohem Maße durch Kredit und Kapitalimporte finanziert. Jetzt, wo sich Produktivitätslücken bis zu 50% (Griechenland) zum EU-Durchschnitt aufturn und der private Kreditstrom versagt, stehen schwierige Anpassungsprozesse bevor, die auch die dortigen Kreditmärkte in Mitleidenschaft ziehen werden. Erklärungsbedürftig erscheint vor diesem Hintergrund die **bevorzugte Be-**

handlung von Staatsanleihen – ungeachtet ihres Ratings – aber auch von Covered Bonds aus diesen Märkten in den neuen europäischen Regulierungen Solvency II und Basel III sowie den EZB-Repobedingungen. Dies gilt insbesondere wenn man die Behandlung von AAA ABS-Verbriefungen wie deutsche Autofinanzierungsverbriefungen oder holländische RMBS dagegenstellt. Werden neue Subprime-Märkte regulatorisch begünstigt? ■

ABS haben in Europa seit dem Subprime-Debakel einen schlechten Ruf.

Zusammenfassender Bericht über die Ergebnisse der diversen TSI-Veranstaltungen 2011 zu den anstehenden Regulierungen

Vier Regulierungen sind dabei sich zu treffen. Zum einen das neue Bankenrestrukturierungsrecht, in Deutschland seit 1. Januar 2011 bereits gültig, in Europa in verschärfter Form für 2013 erwartet. Es ermöglicht der Aufsicht den vorinsolvenzlichen Zugriff auf die ungedeckte Fremdfinanzierung einer Bank, wird also die Gläubiger in ungedeckten Schuldverschreibungen erheblich abschrecken, während die Finanzierungsinstrumente Pfandbrief und ABS, aber auch gedeckte Bankschuldverschreibungen (Structured Covered Bonds) sowie über Sicherungseinrichtungen garantierte Einlagen davon nicht betroffen sind.

Solvency II, was ebenfalls 2013 in Kraft tritt, reguliert Versicherungen. Es begünstigt die Investments in europäische Staatsanleihen, Pfandbriefe, kurzlaufende Unternehmensanleihen und erschwert ABS-Investments.

Basel III, was stufenweise ab 2013 in Kraft tritt und Banken reguliert, begünstigt

Ebenso die Ratingagenturen, die AAA auf Subprime vergaben.

Doch mehr und mehr wird deutlich: Die Subprime-Erfahrungen sind nicht verallgemeinerbar. **Europäische ABS** zeigten über die letzten Jahre hinweg keine Auffälligkeiten. Und auch für den amerikanischen ABS-Markt war Subprime die Ausnahme und nicht die Regel. Seit 1985 blieben über ihre Laufzeit 93% der amerikanischen Verbriefungen mit AAA-Rating stabil; nur 0,1% fielen aus. 97,9% der Auto-ABS blieben stabil, keine fiel aus (S & P, Juni 2011). ■

tigt auf der Passivseite der Bank langlaufende Refinanzierungen sowie Kundeneinlagen, auf der Aktivseite werden hingegen Investments in Staatspapiere sowie regulierte Covered Bonds/Pfandbriefe erheblich incentiviert, während Investments in ABS-Papiere, aber auch Bankschuldverschreibungen und sonstige Bankrisiken erschwert werden.

Die EZB-Repobedingungen sind entscheidend für die kurzfristige Refinanzierung einer Bank über die EZB. Diese Bedingungen begünstigen europäische Staatsanleihen und Pfandbriefe/Covered Bonds gegenüber ABS.

Mit einem regulierten Covered Bond/Pfandbrief werden im Wesentlichen Staats- und Immobilienfinanzierungen refinanziert. Unternehmensfinanzierungen können nicht in den Deckungsstock aufgenommen werden.

Wie wird das Zusammenwirken dieser vier Regulierungen auf die Geschäfts-

felder der Banken und die Mittelstandsfinanzierung wirken?

1. Für Banken wird es erheblich schwerer sich zu refinanzieren. Sie werden alle Spielräume nutzen, um Pfandbriefe zu emittieren und Kundeneinlagen zu akquirieren. Der Refinanzierungszins wird steigen – eine Tendenz, die sich seit einigen Monaten bereits deutlich abzeichnet.

2. Für Versicherungen und Banken werden Investments in europäische Staatsanleihen und Pfandbriefe/Covered Bonds regulatorisch zum einen zwingend (Liquiditätsratios bei Banken) und zudem erheblich attraktiver (regulatorische Eigenkapitalvorschriften bei Banken und Versicherungen, sehr günstige EZB-Repobedingungen) und daher wachsen; wahrscheinlich zulasten von Bankschuldverschreibungen.

3. Die Refinanzierung, aber auch die EK-Entlastung von Banken über ABS wird erschwert werden. Dies könnte zulasten der Geschäftsfelder gehen, die in Deutschland in den letzten zehn Jahren vor allem von ABS profitierten – nämlich die Auto- und Mittelstandsfinanzierung.

4. Große Universal-Banken werden im Vorteil sein gegenüber kleinen, spezialisierten Banken; Banken mit breitem Zugang zu Privatkundeneinlagen werden im Vorteil sein gegenüber Banken, die sich über Schuldverschreibungen oder ABS refinanzieren.

5. Kreditlastige mittelstandsfinanzierende Banken werden folglich alles daran setzen müssen, um ihre Kundeneinlagen nach oben zu fahren, doch dies wird Auswirkungen auf die Verzinsung der Kundeneinlagen haben. Die Kundenkonditionen werden besser und damit auch diese Form der Refinanzierung teurer. Genauso werden natürlich die Schuldverschreibungen aufgrund der Bail-in-Bestimmungen im Restrukturierungsrecht sowie der schlechten Behandlung in den Liquiditätsratios unter Basel III sowie der Diskriminierung von langen Laufzeiten unter Solvency II deutlich höhere Spreads aufweisen müssen, damit sie für die Investoren wieder interessant werden.

Die Intermediationsfunktion der Banken wird folglich getroffen werden. Dies wird ceteris paribus stärkere Auswirkungen

auf Volkswirtschaften mit einem hohen Anteil von Bankkreditfinanzierungen haben. Von daher werden Nordamerika, Asien, UK von diesen Regelungen weniger betroffen sein. In Europa werden vor allem die Volkswirtschaften Deutschlands und Italiens, in denen der kreditfinanzierte Anteil sehr hoch ist, betroffen sein.

Deutschland ist ein Land mit hohen Handelsbilanzüberschüssen. Die Gegenposition in der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung ist der Saldo in der Kapitalbilanz, d.h. der Kapitalexport. Dieser kann, stark vereinfacht ausgedrückt, über Auslandsinvestments von deutschen Finanzinstituten (typisches Beispiel Kauf von ausländischen Anleihen durch deutsche Banken) oder durch Finanzierung von Direktinvestitionen deutscher Firmen im Ausland erfolgen.

Auch hier ist die Wirkung der neuen Regulierungen eindeutig: Der Kauf von ausländischen Staatsanleihen und Covered Bonds wird stark incentiviert; die Finanzierung von Auslandsinvestitionen deutscher mittelständischer Unternehmen hingegen wenig incentiviert. ■

WEGWEISEND.

Die Verbriefungstransaktion Forderungsbasierte Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt

hrsg. von Heinrich Meyer, Rechtsanwalt, und Frank R. Primožic, Rechtsanwalt, beide Beiten Burkhardt Rechtsanwalts-gesellschaft mbH, Frankfurt am Main
2011, ca. 500 Seiten, Hardcover im Schuber, ca. € 198,-

– BOORBERG PRAXISHANDBÜCHER –
ISBN 978-3-415-04718-1

Das Praxishandbuch ist die erste deutschsprachige Gesamtdarstellung zum Thema Verbriefungen. Das Werk gewährleistet eine zuverlässige Einarbeitung und behandelt die in der Praxis wesentlichen Streitfragen.

Vierzehn Autorinnen und Autoren lassen ihre langjährigen beruflichen Erfahrungen zu den vielseitigen Fragestellungen in das Werk einfließen. Sie stellen die einzelnen Rechts- und Vertragsverhältnisse dar, von Forderungs Kaufvertrag über Anleihebedingungen bis hin zum Treuhandvertrag und der Zweckgesellschaft. Checklisten und Musterverträge bieten wertvolle Hinweise.

Weitere Informationen unter
www.boorberg.de

 **BOORBERG**
WWW.BOORBERG.DE

