



Deutsche Neuemissionen

Originator/Assetklasse/Spreads

In den ersten beiden Monaten des Jahres 2011 betrug das gesamte Neuemissionsvolumen in Europa rund 46 Mrd. Euro, wovon rund 10 Mrd. Euro öffentlich oder privat bei Investoren platziert werden konnten. Hierunter befindet sich mit der Auto ABS Driver Eight bislang eine deutsche Transaktion. Die AAA-Tranche wurde mit 70 Bp platziert, die A-Tranche mit 160 Bp. ■

Performance Radar/Ratings

Derzeit erscheint es im Hinblick auf die künftige Ratingentwicklung von Verbriefungen wichtiger, die methodischen Aktivitäten der Ratingagenturen zu beobachten, als den fundamentalen wirtschaftlichen Rahmen in den einzelnen europäischen Ländern. Grund hierfür ist, dass alle drei großen Agenturen derzeit die Behandlung von Kontrahentenrisiken im Zusammenhang mit Verbriefungen neu ausrichten, und entsprechend auch mehr oder weniger große Teile des von ihnen gerateten Anleihe-Universums auf den Prüfstand stellen. Während die Überlegungen von Fitch nach dem letzten Stand voraus-

sichtlich zu keinen Ratingänderungen führen werden, erwartet Moody's, dass in Europa ca. 150 Transaktionen betroffen sein werden. S&P hat sogar etwa 1 000 Transaktionen bzw. 30% ihres Ratinguniversums auf die Überprüfungsliste gesetzt. Inwieweit sich letztlich Herabstufungen ergeben, hängt davon ab, in welchem Umfang Originatoren die betroffenen Transaktionsstrukturen bzw. ihre Dokumentation anpassen, um den neuen Kriterien Genüge zu tun. Im Übrigen werden Covered Bonds zumindest nach der Systematik von S&P ebenfalls mit entsprechend modifizierten Ratingkriterien konfrontiert. ■

Spreadentwicklung

Vor dem Hintergrund der fortdauernden Diskussion um die Schuldenkrise und der Diskussion um Folgen der Option einer regulatorisch bzw. gesetzlich vorgesehener Bankenrestrukturierung haben sich die ABS-Spreads in den letzten drei Monaten stabil gezeigt und tendenziell sogar eingengt. Im laufenden Jahr ist bei Banken in Bezug auf

ihr Emissionsverhalten bereits deutlich zu erkennen, dass ein Trend weg von der unbesicherten („senior unsecured“) hin zur besicherten Finanzierung über Covered Bonds zu verzeichnen ist. Verbriefungen im engeren Sinne und Covered Bonds werden künftig weiter an Bedeutung gewinnen, was zu weiteren Spreadeinengungen führen wird. ■

Inhalt

- Quartalsüberblick 01/2011
- Kredit- und Verbriefungsmarkt
Kurznachrichten
- Sandra Wittinghofer
CEBS Finale Guidelines zu
Art. 122a CRD – Ist jetzt alles
klar im Conduitsgeschäft?
- Unternehmensfinanzierung
durch Verbriefung:
Qualität Made in Germany

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
Aschaffburger 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.

Die nächste Ausgabe erscheint am 1. Juli 2011.

Kredit- und Verbriefungsmarkt Kurznachrichten

Als ein erstes wirkliches, dafür aber umso interessanteres Indiz für kriseninduziert schärfere (Transparenz-) Normen jenseits des Verbriefungsmarktes im engeren Sinne kann der jüngste Vorstoß der **Bank of England (BoE)** vom **30. November 2011** mit der „**Market Notice – Detailed Eligibility Requirements for Residential Mortgage Backed Securities and Covered Bonds Backed by Residential Mortgages**“ gewertet werden. Auffälliges Novum dieses Papiers ist sicherlich die Nennung von RMBS und Covered Bonds in einem Atemzug. Es werden nahezu identische Transparenzforderungen – insbesondere Loan Level Daten – an beide Produkte gestellt.

Der größte verbleibende Unterschied ist in der Tatsache begründet, dass für Covered Bonds wegen „greater simplicity of liability structures“ vom Emittenten zumindest bis auf Weiteres kein Cash-Flow-Modell zur Verfügung gestellt werden muss. Die Implementierungsphase reicht bis zum 30. November 2011, danach gilt eine Übergangsphase bis zum 30. November 2012.

Das **Loan-Level-Daten-Projekt der EZB** wird langsam konkret. Inzwischen liegt auch ein finales Daten-Template für RMBS vor. Gemäß einer Pressemitteilung der EZB vom 16. Dezember 2010 („ECB introduces ABS loan-by-loan information requirements in the Eurosystem collateral framework“) soll die Loan-Level-Datenerfordernis „approximately“ binnen der nächsten 18 Monate eingeführt werden, zunächst für RMBS, später auch für andere Assetklassen, womit primär SME-CLOs und später noch CMBS gemeint sind. An einem Daten-Template für die gerade für Deutschland wichtige Assetklasse der SME-CLOs wird gegenwärtig bereits im

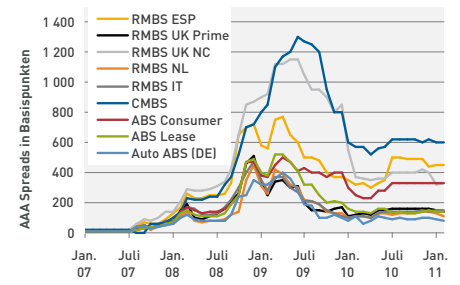
Rahmen einer Projektgruppe unter der Ägide der EZB gearbeitet. Die für Verbriefungen bereits heute vorliegenden, von Originatoren, Ratingagenturen oder kommerziellen Datenanbietern bereitgestellten Informationen sind bereits sehr umfangreich. Nach Umsetzung des Loan-Level-Datenprojekts besteht faktisch ein „gläsernes Produkt“ mit Benchmark-Charakter in Bezug auf Transparenz. Offen erscheint am Ende nur die Frage, wie der Investor mit der bereit gestellten Informationsfülle umgeht. ■

Im **Jahr 2010** zeigte der europäische und nicht zuletzt der deutsche Verbriefungsmarkt spürbare Zeichen der Belebung, was am Umfang und Anteil der bei Investoren platzierten Neuemissionen abzulesen ist. Von insgesamt 363 Mrd. Euro (Vj. 408 Mrd. Euro) konnten 78 Mrd. Euro (Vj. 16 Mrd. Euro) bzw. 22% öffentlich oder privat platziert werden. Neben RMBS aus UK und den Niederlanden wurde der Markt von deutschen Auto ABS dominiert, auf welche 15 von 65 platzierten Transaktionen bzw. 10% des platzierten Volumens entfiel. Als **Forecast für das Jahr 2011** ist von einem ähnlichen Assetklassen-Mix wie im Vorjahr, ergänzt um einige Verbriefungen von Mittelstandsrisiken bzw. Leasingforderungen, auszugehen, sodass ein Platzierungsvolumen im Bereich von 100 bis 120 Mrd. Euro zu erwarten ist.

Das Potenzial ist grundsätzlich noch erheblich größer, da aus verschiedenen Gründen (vgl. hierzu u. a. auch die Ausführungen zum Restrukturierungsrecht sowie zum Refinanzierungsbedarf weiter unten) die Bedeutung besicherter Finanzierungen für Emittenten in Zukunft deutlich zunehmen wird. Voraussetzung zur Erschließung dieses Potenzials ist jedoch eine deutliche Erweiterung des

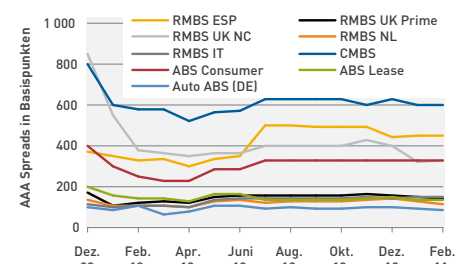
Entwicklung der Spread- und Emissionsvolumen europäischer ABS

Grafik 1: Spreadentwicklung 2007 bis Januar 2011



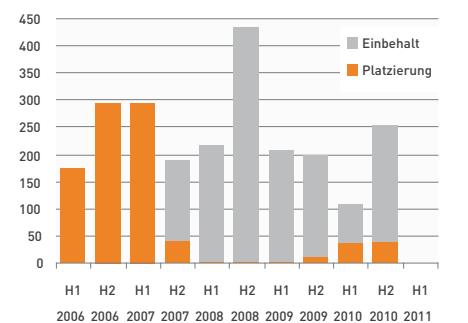
Quelle: DZ BANK AG

Grafik 2: Spreadentwicklung Dezember 2009 bis Januar 2011



Quelle: DZ BANK AG

Grafik 3: ABS-Emissionsvolumen (in Milliarden Euro)



Quelle: DZ BANK AG

Investorenkreises. Letzteres sollte mittelfristig in Anbetracht der sehr guten Qualität europäischer Verbriefungen machbar sein. ■

Bail in statt bail out: Die Halter von Bankanleihen sind bislang in Europa von den Kosten der Finanzkrise weitgehend verschont geblieben. Dies will die **EU-Kommission** europaweit ändern. Bail in statt bail out ist angesagt.

Deutschland hat entsprechende Rechte bereits seit 1. Januar 2011 mit dem neuen § 48a KWG der Aufsicht übertragen. Der Dodd-Frank Act in den USA gibt der Bankenaufsicht das Recht bei Fortführung des Geschäftsbetriebs einer Bank die Fremdkapitalgeber in die Haftung zu nehmen. Im Januar 2011 hat die EU-Kommission ihre „TECHNICAL DETAILS OF A POSSIBLE EU FRAMEWORK FOR BANK RECOVERY AND RESOLUTION“ vorgestellt. Die EU-Vorstellungen werden weitere Einschnitte in die Position ungesicherter Gläubiger im Restrukturierungsfall mit sich bringen. Diese würden nicht nur nachrangige, sondern auch Senior-Debt-Papiere betreffen. Ausgenommen wären demnach Finanzierungen im Rahmen von „Structured finance arrangements, including securitisations and covered bonds“. Die An-

hörung läuft bis März 2011, die EU plant offensichtlich eine Umsetzung ihrer Vorstellungen innerhalb der nächsten zwei Jahre.

Diese Initiativen werden tiefgreifende Auswirkungen auf Banken und ihre Finanzierung mit sich bringen. Die Ratings der Banken werden sich verschlechtern. Da die Käufer von ungedeckten Schuldverschreibungen deutscher Banken vor allem deutsche Versicherer sind, wird im Kontext der auch anstehenden Versicherungsregulierung Solvency II dies zu einer Umstrukturierung der Portfolios führen. Verbriefungen wären vor diesem Hintergrund das risikoadäquate Produkt, da es weder Investor noch Schuldner begünstigt. Im Zusammenspiel von Solvency II und Basel III werden wahrscheinlich jedoch vor allem Covered Bonds davon

profitieren und die ungedeckte Schuldverschreibung zurückdrängen. Die Auswirkungen dieser bereits stattfindenden tektonischen Verschiebung auf die ursprüngliche Zielsetzung der Sicherung der Finanzmarktstabilität ist der Überlegung wert.

Regulatorische Vorgaben bzw. Restriktionen können maßgeblich die Asset-Allocation von Investoren beeinflussen. Die Gefahr besteht, dass zu einseitige Asset-Allocation zu Herdenverhalten, Blasenbildung und letztlich zu Dominoeffekten führt. Derzeit zeichnet sich eine solche Entwicklung ab, wenn man die Marktsegmente der Staatsanleihen und Covered Bonds gemeinsam betrachtet und ihre Privilegierung im Rahmen vieler Vorschriften berücksichtigt. Beispielhaft sei hier nur hingewiesen auf die Aspek-

Unser Track Record spricht für sich

Verbriefungen über das neue Programm CORELUX

Unser Track Record bei der Arrangierung von Verbriefungstransaktionen ist beachtlich. Und das seit mehr als 10 Jahren. Ab sofort sind wir auch Sponsor der neuen Verbriefungsplattform CORELUX. Über diese Plattform bieten wir Finanzierungs-lösungen für Forderungsportfolien und attraktive Anlagemöglichkeiten für Investoren. Weitere Informationen bekommen Sie direkt bei unseren Mitarbeitern oder unter www.bayernlb.de/verbriefung

BayernLB München: Stefan Leipold, Tel +49 89 2171-23511 • London: Neville Scully, Tel +44 207 955-5901 • New York: Lori-Ann Wynter, Tel +1 212 230-9005

te regulatorischer Eigenkapitalunterlegung, die Berücksichtigung im Rahmen der neuen Liquiditätskennziffern sowie die – bisherige – Behandlung durch die Zentralbanken. ■

Der **Refinanzierungsbedarf** verschiedenster Marktteilnehmer in den nächsten Jahren ist erheblich und führt zwangsläufig zu Kollisionen und einem verschärften Wettbewerb um Investoren. An diesem Wettbewerb werden insbesondere europäische Staaten und Banken, aber auch Unternehmen sonstiger Wirtschaftszweige beteiligt sein, die sich über den Kapitalmarkt finanzieren. Zudem wird ein nennenswertes Volumen von Verbriefungen fällig, welche nach Möglichkeit auch eine „Anschlussfinanzierung“ im Sinne entsprechender Neuemissionen benötigen (vgl. Grafik 3).

Die Bewältigung dieser „Refinanzierungs-Mauer“ wird erschwert durch folgende Aspekte:

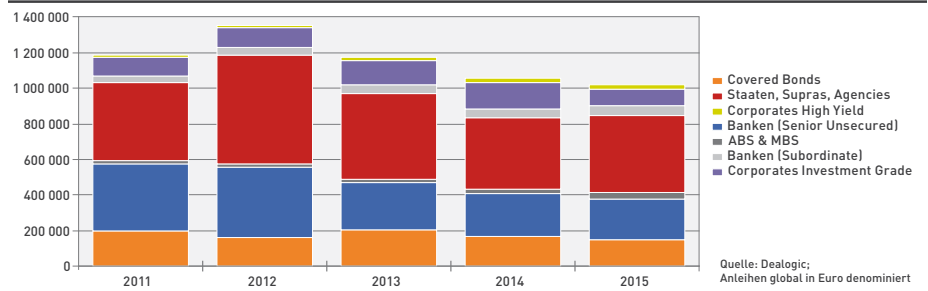
(1) Auslaufen bzw. geringere Berücksichtigung von expliziten bzw. impliziten Stützungsmechanismen zwischen Domizilstaat und den in ihm beheimateten Banken, wodurch Druck auf deren Bonität/Rating entsteht.

(2) Der Wert staatlicher Stützungsmechanismen sinkt in dem Maße, wie diese Staaten selbst von der Schuldenkrise betroffen sind, also vor allem bei den Peripheriestaaten.

(3) Ratingdruck in Verbindung mit der Diskussion bzw. Umsetzung von Restrukturierungsregelungen (für Banken sowie ggfs. auch für Staaten) erhöhen ceteris paribus die Finanzierungskosten mittels unbesicherter Anleihen.

(3) Banken sind gezwungen, die Fristigkeitsstruktur ihrer Anleihen tendenziell wieder zu verlängern, nachdem wäh-

Grafik 4: Euro-Anleihen Fälligkeiten 2011 bis 2015 (in Millionen Euro)



rend der Krise viele relativ kurz laufende Anleihen emittiert wurden.

(4) Verbriefungen als einzige Alternative zu pfandbriefähnlichen Produkten können derzeit nur eingeschränkt eingesetzt werden, da sich erst einzelne Marktsegmente ausreichend wiederbelebt haben und zudem anstehende Regulierungen das In-Gang-Kommen des Marktes erschweren. ■

In ihrem aktuellen Bericht vom **Februar 2011** „Recent Developments in Securitisation“ beschreibt die **EZB** aus ihrer Sicht die aktuelle Entwicklung und Situation des europäischen Verbriefungsmarktes und wirft im Résumé der Studie einige sehr interessante Fragen bzw. Themen auf, die im Rahmen zukünftiger Research-Arbeit möglicherweise untersucht werden könnten. Als zentrale Ergebnisse der Bestandsaufnahme sind folgende Punkte festzuhalten:

(1) Das „Markt-basierte“ (Anm.: im Sinne von effektiv bei Investoren platzierte) Angebot wird vor allem in Ländern generiert mit begrenztem Staatsrisiko und relativ robusten wirtschaftlichen Rahmenbedingungen wie Deutschland, den Niederlanden, UK und in jüngster Zeit auch Italien.

(2) Eine Analyse der „Markt-basierten“ Nachfrage durch Investoren legt nahe, dass für diese vor allem die Faktoren Transparenz, einfache und erprobte Strukturen, geringes Risiko aus den verbrieften Assets sowie die Qualität des Originators eine entscheidende Rolle für

die Attraktivität einer Transaktion spielen.

(3) Covered Bonds stellen ein wichtiges, zu RMBS komplementäres Funding-Tool dar, sodass in Zukunft ein gewisses Ausmaß an Wettbewerb zwischen beiden zu erwarten ist. Wesentlich interessanter noch als diese Ergebnisse erscheinen jedoch die im Ausblick-Kapitel „Topics for Follow-up Work“ aufgeführten möglichen Themen bzw. Fragen für künftiges Research, von denen wir die Wesentlichen – der Genauigkeit wegen im Original-Wortlaut – hier wiedergeben:

„(1) What changes are necessary to increase investor demand sufficiently to sustain securitisation markets without the help of government support measures? (2) What might be the effect on the volume and price of aggregate credit if private sector demand for securitisation remains depressed? (3) What are the potential sources of market demand for the riskier tranches? (4) Is there a future for securitization as a risk transfer tool? (5) Will banks look for new ways to transfer risky tranches off balance sheet?“ (6) To what extent will covered bonds become a substitute for securitisation? (7) Are there significant risks in covered bond markets that are not yet fully understood?“

Sehr positiv festzuhalten bleibt eine offensichtlich zunehmend differenzierte Betrachtung sowohl von Verbriefungen als auch von Covered Bonds, im Gegensatz zu einem im Zuge der Krise aufkommenden eher holzschnittartigen „Schubladen-Denken“. ■

CEBS Finale Guidelines zu Artikel 122 a CRD – Ist jetzt alles klar im Conduitgeschäft?



Sandra Wittinghofer

Rechtsanwältin und Solicitor
(England and Wales), Baker
& McKenzie, Frankfurt/Main

Pünktlich am 31. Dezember 2010, einen Tag bevor die Regeln der 122a CRD in den europäischen Mitgliedstaaten Wirkung entfalteten, veröffentlichte das Committee of European Banking Supervisors (CEBS) die finalen „Guidelines to Article 122a of the Capital Requirements Directive“ (gleichsam als letzte Diensthandlung unter diesem Namen, da es einen Tag später unter European Banking Authority (EBA) firmierte). Dem voraus gegangen war ein dreimonatiges Konsultationsverfahren, welches der Markt zur Kommentierung des Konsultationspapiers nutzte.

Im Hinblick auf ABCP-Verbriefungsprogramme wurde dabei insbesondere um Klarstellungen hinsichtlich der Behandlung der Liquiditätsfazilitäten der Sponsorbanken gebeten. Denn es war nicht klar, ob und unter welchen Umständen Liquiditätsfazilitäten zur Darstellung einer Variante des Selbstbehalts eingesetzt werden konnten, obwohl diese nach Meinung der Sponsorbanken ebenfalls geeignet waren, um einen Gleichlauf mit den Interessen der Investoren herzustellen.

Auf dieses Petikum des Marktes sind die finalen Guidelines eingegangen. Sie stellen klar, dass eine Liquiditätsfazilität den Selbstbehalt nach Variante 1 (vertical slice) darstellen könne, wenn sie das Kreditrisiko des Adressenausfallrisikos und nicht nur Liquiditäts- oder Marktstörungenrisiken abdeckt. Dabei müsse die Liquiditätsfazilität 100% des

Kreditrisikos abdecken (so lange diese zu anderen Verpflichtungen vorrangig zu bedienen ist oder gleichrangig zu den CP steht).

Die Fazilität habe für die Gesamtlaufzeit der ausstehenden CP zur Verfügung zu stehen und sei von dem Sponsor, dem Originator oder dem Original Lender zu stellen. Schließlich müsse ein Investor in die Lage versetzt werden, die Einhaltung dieser Bedingungen verifizieren zu können.

Ein weiteres Anliegen war die Handhabung der Due Diligence- und Offenlegungspflichten für ABCP-Programme. Die derzeitige Praxis im Conduitgeschäft sieht ein Reporting auf Loan-Level-Ebene bzw. einzelforderungsbezogene Kreditvergabekriterien nicht vor und kann sie meist auch nicht darstellen. Die finalen Guidelines haben hier-

zu leider keine praktische Hilfestellung gegeben. Zwar erkennt das CEBS an, dass unter bestimmten Umständen, zum Beispiel bei hochgranularen Portfolios, ein stratification table geeigneter als Loan-Level-Informationen zur Wahrung der Offenlegungspflicht sei und dass bei ABCP-Verbriefungen der Kreditvergabeprozess nicht notwendigerweise von den Sponsorbanken vorgenommen werde. Dennoch sollen Banken, die Originatoren oder Sponsoren einer Verbriefung sind, eine einzelforderungsbezogene Offenlegung und Due Diligence grundsätzlich befolgen.

Kurzfasit: Bei den Liquiditätsfazilitäten hilft die Klarstellung des CEBS den Banken bei der Strukturierung ihrer Conduitverbriefungen im Hinblick auf ihre 122a CRD-Compliance. Bei der Erfüllung ihrer Offenlegungs- und Due-Diligence-Verpflichtungen werden die Banken prinzipienorientierte Überlegungen anstellen müssen, die von Investorenbedürfnissen und -wünschen geprägt sein werden. ■

Mit vier einfachen Tonschlägen beginnt eines der wohl bekanntesten Werke der klassischen Musik: Ludwig van Beethovens 5. Sinfonie. Die Konzentration auf das Wesentliche, darauf kommt es an. Aus komplexen Sachverhalten entwickeln wir für Sie konkrete Ergebnisse.

Aus theoretischen Erörterungen werden praktisch umsetzbare Empfehlungen. All dies macht es ganz einfach, sich für Baker & McKenzie zu entscheiden. Besonders, wenn es juristisch etwas schwieriger wird. **Einfach ist am schwersten.**

BAKER & MCKENZIE

So **klar** und doch so anspruchsvoll.

Baker & McKenzie
Partnerschaft von Rechtsanwälten,
Wirtschaftsprüfern, Steuerberatern
und Solicitors

Berlin · Düsseldorf · Frankfurt am Main · München

www.bakermckenzie.com

Unternehmensfinanzierung durch Verbriefung: Qualität Made in Germany

Repräsentative empirische Untersuchung zur Qualität von Verbriefungen von Leasing- und Handelsforderungen im Rahmen von ABCP-Transaktionen und deren Vergleich mit den entsprechenden Unternehmensratings.

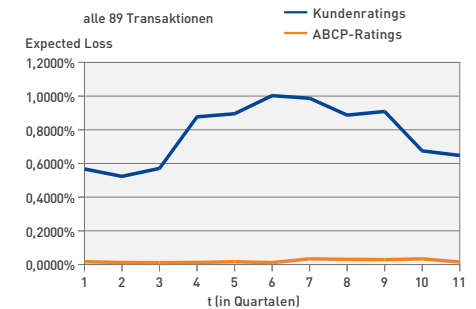
Die Kapitalmarktintegration deutscher Unternehmen ist im internationalen Vergleich gering. Das Finanzierungsmodell der deutschen Industrie ruht im Wesentlichen auf zwei Schultern: Einerseits wird Eigenkapital durch die Einbehaltung von Gewinnen gebildet (Selbstfinanzierung) und andererseits erfolgt die Aufnahme von Fremdkapital, das üblicherweise von Banken in Form von Krediten zur Verfügung gestellt wird. In der Vergangenheit konnten deutsche Unternehmen auf eine Vielzahl von Banken zurückgreifen, die reichlich und günstig Kredite zur Verfügung stellten. Dies galt auch über die Finanzkrise hinweg.

Doch die bereits oft diskutierten Fragen bleiben auf der Tagesordnung:

- Wird die hohe, bankenabhängige Fremdkapitalfinanzierung zukünftig zur Achillesferse des deutschen Modells werden?
- Wird sich die deutsche Wirtschaft, die lange Jahre von der Überliquidität und den damit einhergehenden geringen Renditeerwartungen der Akteure im deutschen Bankenmarkt profitierte, weiterhin mit derart günstigen Bankkrediten finanzieren können?
- Und wie werden sich vor diesem Hintergrund Basel III, das geplante Bankenrestrukturierungsrecht und Solvency II auf die Angebote zur Kreditversorgung, das Produktangebot und die Preise, für die deutsche Wirtschaft auswirken?

Im Hinblick auf die anstehenden Regulierungsvorhaben kann bereits zum heutigen Zeitpunkt festgestellt werden, dass durch Basel III die Eigenkapitalanforderungen für Kreditinstitute deutlich steigen werden. Dies zusammen mit strengen Liquiditätsanforderungen wird Kredite voraussichtlich verteuern.

Ratingentwicklung Kundenratings versus ABCP (Leasing- und Handelsforderungen) 2008 bis 2010



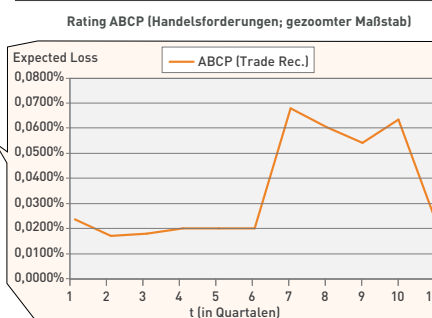
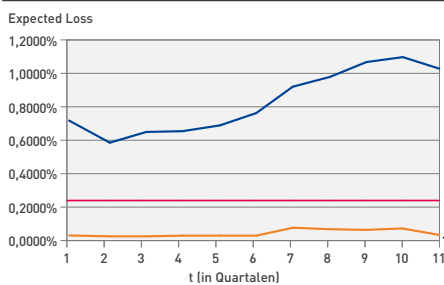
Das geplante EU-Bankenrestrukturierungsrecht wird den vorinsolventen Zugriff auf ungedeckte Bankschuldverschreibungen (Senior Debt) der Banken erleichtern. Deutsche Versicherungen sind bislang die größten Investoren in diese Produkte. Zweifel sind angebracht, ob dies vor dem Hintergrund des Zusammenwirkens von Banken- und Versicherungsregulierung im Rahmen der ab 2013 gültigen Versicherungsregulierung Solvency II so bleibt.

Es ist wahrscheinlich, dass Banken aufgrund eines sich ändernden Refinanzierungsverhaltens auch in ihrer Kreditvergabepraxis Anpassungen vornehmen werden müssen.

Von daher ist die Suche nach einer zur deutschen Wirtschaftsstruktur passenden Diversifizierung der Finanzierungsquellen schon heute geboten.

Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, was der deutsche Verbriefungsmarkt in diesem Kontext leisten kann. Insbesondere die Verbriefung von Leasing- und Handelsforderungen im Rahmen der ABCP-Programme deutscher Banken ist für Treasurer in größeren mittelständischen Unternehmen und Leasinggesellschaften bedeutsam.

Ratingentwicklung Unternehmen versus ABCP (Handelsforderungen) 2008 bis 2010



Deutsche Banken wie bspw. BayernLB, Commerzbank, DZ Bank, Helaba, LBBW, UniCredit und WestLB betreiben ABCP-Programme zur Finanzierung von Leasing- und Handelsforderungen. Nutzer sind Leasinggesellschaften sowie Handels- und Industrieunternehmen in Deutschland. Die aktuelle Nutzung liegt aktuell bei etwa 10 Mrd. Euro.

Doch auch diese rein von der sogenannten „Realwirtschaft“ genutzten Verbriefungen geraten im Rahmen der neuen Regulierungen und der Stresstests für Banken unter Druck.

Führende deutsche Anbieter von Verbriefungsprogrammen für Leasing- und Handelsforderungen haben daher im Januar 2011 sich im Rahmen der TSI, unterstützt von der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft PWC, an einer Untersuchung zur Qualität von Handels- und Leasingforderungsverbriefungen beteiligt. Es wurden dabei knapp 90 bestehende Kundentransaktionen dieser Banken über den Krisenzeitraum von 2008 bis 2010 untersucht. Das Finanzierungsvolumen dieser Transaktionen lag bei etwa rd. 7,7 Mrd. Euro und verteilte sich zu je 47% auf Leasing- und Handelsforderungen sowie zu 6% auf Konsumentenfinanzierungen. Die Untersuchung umfasste etwa 80% des deutschen Marktes; sie ist somit repräsentativ.

Erfasst wurden dabei sowohl das Expected-Loss-Rating (EL) der Transaktionen (nach Internal Assessment Approach der Solvabilitätsverordnung/ IAA) als auch das jeweilige Unternehmensrating des jeweiligen Kunden, der die Forderungen verkauft hat. Somit lässt sich darstellen, wie sich bestimmte Kundengruppen durch die Finanzkrise hinweg entwickelt haben und wie sich die jeweils korrespondierenden ABCP-Transaktionen im Vergleich hierzu darstellten.

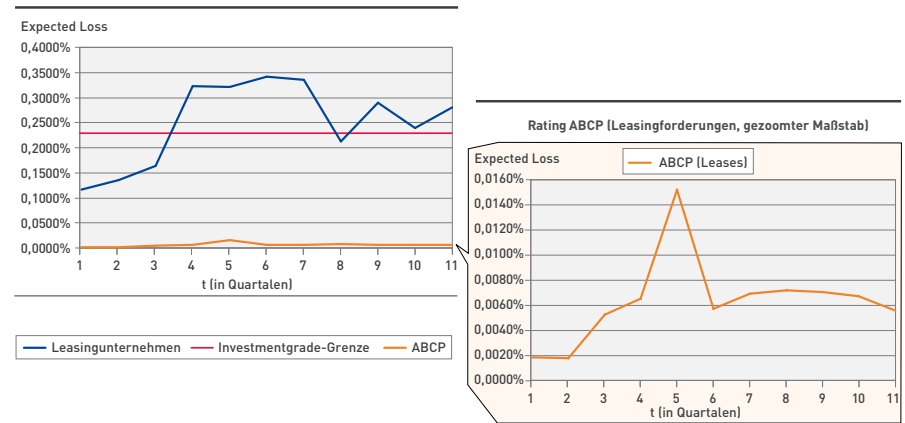
Die Auswertung über die Jahre 2008 bis 2010 ergibt, dass die ABCP-Transaktionen grundsätzlich auf wesentlich besseren Ratingniveaus lagen und die Risikoschwankungen über die Krise hinweg eher geringer waren als die der beteiligten Unternehmen.

Vier Kundentransaktionen mussten zwar über die Krise hinweg eine Ver-

in Ratings ausgedrückt zwischen A- und BBB+. Beide zeigen somit eine Schwankungsbreite von zwei Notches (Ratingstufen) – die ABCP-Ratings allerdings auf deutlich besserem Niveau.

2. Vergleich der unterschiedlichen Assetklassen zueinander: Insbesondere im Bereich der Leasing- und Handelsforderungen zeigt sich die Finanzie-

Ratingentwicklung Leasingunternehmen versus ABCP (Leasingforderungen) 2008 bis 2010



käuferinsolvenz hinnehmen, die zu Ausfällen der parallel zu den ABCP-Finanzierungen bestehenden Bankkrediten führten. Dahingegen waren die Transaktionen selbst so robust strukturiert, dass durch die ABCP-Finanzierung weder Liquiditätsbanken noch ABCP-Halter Verluste erlitten. Auch dies zeigt sehr deutlich die geringere Risikoanfälligkeit von ABCP-Transaktionen.

Die Resultate im Einzelnen:

1. Vergleich Kundenratings versus ABCP-Ratings: Die Kundenratings schwankten im Betrachtungszeitraum zwischen einem EL von 0,5% und 1,0%, was einem Ratingspektrum von BB+ bis BB- entspricht. Die für diese Kunden bestehenden ABCP-Transaktionen lagen dagegen bei ELs von 0,01% bis 0,03%;

rungsfunktion der Banken für die Wirtschaft. Hier ist es daher besonders wichtig, dass ABCP-Finanzierungen weiterhin als bedeutendes Instrument der Kreditversorgung der Wirtschaft erhalten bleiben. Die Ratingentwicklung dieser Klassen sieht wie folgt aus:

2a. Handelsforderungen: Während Unternehmen im Zuge der Wirtschaftskrise deutlich ansteigende Expected Losses (EL) zu verzeichnen hatten (von durchschnittlich BB auf BB-), konnten sich auch die korrespondierenden ABCP-Transaktionen – jedoch auf deutlich niedrigerem Niveau – der wirtschaftlichen Entwicklung nicht ganz entziehen. Deren Ratings haben im Schnitt zwischen A- und BBB geschwankt.

Anders als bei Unternehmen aber konnten sich 2010 die ABCP-Transaktionen wieder auf das ursprüngliche Niveau erholen, während bei den Unternehmen diese Erholung noch nicht erfolgte. Dies liegt vor allen an den bei ABCP-Transaktionen eingebauten strukturelle Elementen (insbesondere dynamisches Credit Enhancement), welche hier ihre positive, stabilisierende Wirkung entfalteten.

2b. Leasingforderungen: Ein ähnliches Bild zeigt sich auch bei der Betrachtung von Leasingfinanzierungen.

Die Leasingunternehmen lagen mit ihren Ratings knapp ober- oder unterhalb des Investmentgradebereiches (BBB- bis BB+), während ABCP-Leasingtransaktionen – von einem Peak in den A- Bereich abgesehen – sich stabil zwischen A+ und A bewegten.

Fazit: Die Verbriefung von Handels- und Leasingforderungen bringt viele Vorteile für die Wirtschaft und Unternehmen mit sich. Die Finanzierungsquellen wer-

den diversifiziert, die Abhängigkeit vom Bankkredit und von der eigenen Bonität gemindert. Es ist für die Unternehmen eine kapitalmarktnahe Finanzierung, die sich flexibel an ihr Umsatzvolumen anpasst, ohne dass sie ein externes Rating benötigen; zudem werden die Bilanzkennzahlen und das Forderungsmanagement verbessert. Die ABCP-Finanzierung ist ein stabiles Standbein im Finanzierungsmix des Kunden,

Doch auch für die Bank hat die Verbriefung von Handels- und Leasingforderungen Vorteile. Die Finanzierungsbasis wird erweitert, ohne dass es die Limite und Linien belastet. Die Hausbankverbindung wird vertieft. Hinzu kommt, dass es eine weitestgehend gedeckte Finanzierung mit sehr geringem Ausfallrisiko ist.

Von daher gilt es, die Potenziale dieser Finanzierungsalternative für den größeren deutschen Mittelstand zu nutzen. Die aktuellen Auswertungen sind hilfreich, um die fortbestehenden Bedenken in der wirtschaftspolitischen

Öffentlichkeit und bei Regulatoren zu adressieren. Sie belegen, dass ABCP-Transaktionen im Kundengeschäft von den Sponsorbanken sehr konservativ und ratingstabil strukturiert werden. Die Ratingniveaus sind deutlich besser als im Unternehmenssektor, die Ratingschwankungen bewegen sich in vergleichbarem Rahmen.

Über die Krise hinweg zeigten ABCP-Transaktionen zudem eine außergewöhnliche Stabilität. Zwar sind Unternehmen ausgefallen, jedoch haben die ABCP-Transaktionen, in denen deren Handelsforderungen verbrieft worden sind (und damit die Investoren) keinen Schaden genommen.

Im Interesse der nachhaltigen und diversifizierten Finanzierung des deutschen Mittelstands sollte man die Potenziale dieser Finanzierungsoptionen ausbauen und nutzen. ■

Weitere Informationen zu dem Thema:
www.true-sale-international.de

Folgende Banken, die entsprechende Programme zur Verbriefung von Leasing- und Handelsforderungen anbieten, haben an der Untersuchung mitgewirkt



COMMERZBANK



DZ BANK
 Zusammen geht mehr.

