

## Hochqualitative STS-Verbriefungen sorgen für Sprengstoff in der Mittelstandsfinanzierung

Als im Frühjahr die EU Kommission ihr Projekt Kapitalmarktunion ankündigte stand die Revitalisierung des Verbriefungsmarktes an erster Stelle. Dies gab Hoffnung. Doch als am 30. 9. der zuständige EU Kommissar Hill den Aktionsplan zur Stärkung der Kapitalmarktfinanzierung von SMEs in Europa vorstellte gab es in der Fachwelt ungläubiges Staunen. Man kann es nur mit den Worten zusammenfassen: Vieles wird für die Verbriefungen in Europa deutlich schlechter – nichts wird besser. Und dies trifft insbesondere auch für die wirtschaftsnahen Verbriefungen zu. Die in Deutschland weit verbreiteten ABCP-Finanzierungen von Leasing- und Handelsforderungen trifft es hart, doch auch Auto-ABS verlieren unter dem neuen Regelwerk erheblich an Attraktivität.

ABCP-Finanzierungen von Handels- und Leasingforderungen sind in Deutschland und Europa ein geschätztes und im gehobenen Mittelstand bzw. bei Großunternehmen gern genutztes Instrument zur working capital Finanzierung. Das aktuelle Volumen dieser Finanzierungsart wird alleine in Deutschland auf 12-15 Mrd EUR geschätzt. In Europa sind laut Moody´s per 30.06.2015 rund 65 Mrd USD an Forderungen in solchen multi-seller-Programmen verbrieft. Bislang hat noch kein Investor je einen Cent in dieser Anlageform verloren.

Wie kann es sein, dass die EU gerade dabei ist, diesem Produkt im Zuge ihres „Revitalisierungsprogramms“ das Leben schwer zu machen? Und dies zudem noch vor dem Hintergrund, dass ABCPs mit ihrer doppelten Absicherung, d.h. Rückgriff des Investors sowohl auf die Sponsorbank als auch die Underlyings, sogar noch mehr dem Pfandbrief als klassischen ABS ähneln. Bei ABCP-Verbriefungen übernimmt eine sogenannte Sponsorbank (welche auch gleichzeitig das Programm verwaltet) das Risiko aus dem jeweils verbrieften Portfolio. Viele dieser (oftmals kleineren) Portfolios werden dann in dem Programm gebündelt (deshalb „multi-seller“) und anschließend über kurzlaufende Commercial Papers am Kapitalmarkt refinanziert, d.h. an institutionelle Investoren verkauft.

Das Gegenteil von gut ist nach Kurt Tucholsky bekanntlich nicht schlecht, sondern gut gemeint. Und der gute Wille der EU Kommission hat zu einer Ansammlung von Kriterien und Verfahrensschritten geführt die allesamt zusammengenommen praxisfremd und kaum umsetzbar sind.

Somit laufen die meisten ABCP Programme deutscher Banken fortan Gefahr als Non-STS eingestuft zu werden, mit der Konsequenz, dass sowohl die Sponsorbanken für ihre Risikoübernahme, als auch die regulierten Investoren in ABCPs gegenüber dem heutigen Stand vier- bis fünfmal so viel Eigenkapital vorhalten müssten als bislang. Damit jedoch würden viele Transaktionen wirtschaftlich unrentabel und es wäre zu befürchten, dass der Markt in Europa langsam zum Erliegen käme. Handlungsbedarf ist somit gegeben.

Manche der 57 Kriterien bedürfen der Nachbesserung, sie müssen praktikabler und vor allem auch klarer gefasst werden. Doch damit wird es nicht genug sein. Auch das Ineinandergreifen von unbestimmten Kriterien mit einem sehr unklaren und kaum praktikablen Prozess zur eindeutigen Identifikation von STS Verbriefungen auf Basis der Kriterien erfüllt den Markt mit großer Sorge, zumal Fehlverhalten mit extrem harten Sanktionen (z.B. Geldstrafen von mind. 5 Mio. EUR bis zu 10 % des Umsatzes) versehen werden sollen. Auch hier muss sicherlich noch deutlich nachgebessert werden, um eine hinreichende Marktakzeptanz sicherzustellen.

Bei den einzelnen STS- Kriterien sind z.B. folgende Punkte zu ändern:

- Die Laufzeitbeschränkung auf zwei bis max. drei Jahre macht keinen Sinn
- Die geforderte siebenjährige Historie ist zu lange
- Der geforderte Ausgleich fälliger Forderungen durch neue Verkäufe nimmt den Programmen die flexible Anpassung an die Umsatzschwankungen
- Die Anforderung, dass nur solche Forderungen verkauft werden dürfen, deren Kapitalgewichtungsfaktor nach dem Standardansatz 100 % beträgt (Retail: 75%) ist weder von den verkaufenden Unternehmen noch von der Sponsorbank erfüllbar
- Die Anforderung der externen Stichprobenüberprüfung mit einem Konfidenzniveau von 95% sollte gestrichen werden, da das Risiko ohnehin von der Sponsorbank getragen wird
- Geschlossene Restwerte von Leasingforderungen, bei denen z.B. ein Hersteller einen vorher festgelegten Restwert garantiert oder das Fahrzeug übernimmt sollen erlaubt sein.
- Das ABCP-Programm sollte auch dann als STS gelten, wenn einzelne Transaktionen (max. z.B. 30 %) nicht als STS gelten. Umgekehrt sollten einzelne Transaktionen sich unter den STS Bedingungen qualifizieren, auch wenn das Programm insgesamt nicht STS-fähig wäre.
- Die vorgeschriebene Schuldnerkonzentration von max. 1 % auf Programmebene ist nicht nachprüfbar, weil es nicht möglich ist, aus verschiedenen Transaktionen gleiche oder verbundene Schuldner zu akkumulieren.

Und auch der Weg zur STS Klassifizierung muss klar und eindeutig werden. In dem EU Entwurf wird stattdessen eine Selbstklassifizierung durch den Originator vorgesehen, ohne dass Aufsicht bzw. eine dritte Stelle dem Markt abschließende Klarheit geben. Dies wird zudem noch verbunden mit einem extrem komplexen und wenig praktikablen Weg der Überprüfung der Selbstklassifizierung bei Einwänden beteiligter Aufsichtsbehörden – was natürlich bei Kapitalmarkttransaktionen das ganze europäische Aufsichtsspektrum sein kann. Unter diesen Bedingungen der Beteiligung aller ohne Verantwortungsübernahme einzelner Aufsichtsbehörden, verbunden mit höchst unklaren Kriterien und geradezu extremen Rechtsfolgen bei Verstößen, ist kaum damit zu rechnen, dass europäische Originatoren das damit verbundene hohe Risiko bereitwillig übernehmen.

Wie gezeigt, wäre es mit etwas Marktverständnis und gutem Willen durchaus möglich, sinnvolle STS-Kriterien für ABCP-Programme zu entwickeln. Es bleibt nur zu hoffen, dass sich in der nun folgenden Diskussion diese Einsicht durchsetzt. Die EU-Kommission um Jonathan Hill hat diese Chance leider verspielt.

**Autoren:**

Dr. Hartmut Bechtold, Managing Director, True Sale International GmbH (TSI)  
und Volker Meissner, Leiter Securitisation Grundsatzfragen & Conduit  
Management, Landesbank Baden-Württemberg (LBBW)