

Banken, Kapitalmarkt, Finanzierung der Wirtschaft und Verbriefung

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 unter anderem den Report des ESRB, Is Europe Overbanked?, June 2014).

Hohe Abhängigkeit der europäischen Wirtschaft vom Bankkredit

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 zu den USA nur eine untergeordnete Rolle; dies illustriert zum Beispiel die Kennzahl Marktkapitalisierung der börsennotierten Unternehmen im Verhältnis zum Volumen der Bankkredite an Privatunternehmen sehr schön (Abbildung 1).

Und auch bei der Fremdfinanzierung ziehen europäische Unternehmen Banken dem Kapitalmarkt vor und nutzen nur in geringem Umfang den Anleihemarkt – auch ganz im Gegensatz zu den USA (Abbildung 2).

Euroland ist Bankenland. Das aggregierte Bilanzvolumen europäischer Banken im Verhältnis zum GDP ist gut drei bis vier Mal höher als in den USA. Daran werden auch alle Rekordmeldungen bei den Neuemissionen von Corporate Bonds seit 2012 auf absehbare Zeit nur wenig ändern.

Nun mag eine bankbasierte Wirtschaftsfinanzierung krisenanfälliger sein als eine kapitalmarktbasierter. 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 (Abbildung 3) schrumpfte hier im letzten Jahr zwischen minus 6,4 Prozent (Italien) und minus 27,4 Prozent (Spanien).

Doch ist der Umstieg von der Bank- zur Kapitalmarktfinanzierung der Wirtschaft so einfach möglich? Gibt es in Euroland dafür die nötigen Kapitalanbieter und Kapitalnachfrager? Eine Betrachtung der verschiedenen Komponenten der Außenfinanzierung der Unternehmen der Eurozone in

den letzten vierzehn Jahren lässt erste Zweifel aufkommen (Abbildung 4).

Höchst unterschiedliches Gewicht der Pensionsfonds

Steigt man tiefer in die Thematik ein, so stößt man auf vielfältige Ursachen für diese Entwicklung. 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 dominanten Player auf den US-Kapitalmärkten die Pensionsfonds mit einem Anlagevolumen in Höhe von etwa 75 Prozent des GDP. In Euroland haben nur die Niederlande und Finnland entsprechende Werte; die großen Länder Deutschland, Frankreich, Italien, Spanien bewegen sich bei etwa fünf Prozent (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.

Nachfragerseite nach Finanzierungsmitteln

Nun ein Blick auf die Nachfragerseite nach Finanzierungsmitteln: Hier dominieren in Euroland die Klein- und Mittelbetriebe. Und selbst die größeren Betriebe, also in

Dr. Hartmut Bechtold, Geschäftsführer, True Sale International GmbH, Frankfurt am Main

Man mag die Abhängigkeit der europäischen Wirtschaft von der Finanzierung über Bankkredite bedauern, ändern lässt sie sich aus Sicht des Autors nur sehr langfristig. Über den Kapitalmarkt alleine, so seine These, wird sich die bereits sichtbare Finanzierungslücke für die Wirtschaft Eurolands nicht schließen lassen. Und deshalb plädiert er dafür, in Europa all jene Instrumente zu stärken, die es Banken leichter ermöglichen, den Kapitalmarkt für ihre Firmenkundenfinanzierungen in Anspruch zu nehmen. Mit Blick auf Verbriefungen vermisst er in diesem Zusammenhang ein regulatorisches Level Playing Field mit anderen Assetklassen und hält die Anreize für Banken als Originator sowie Banken und Versicherungen als Investoren für relativ gering, von dem Instrument ausgiebig Gebrauch zu machen. Von den aktuellen Beschlüssen der EZB zum Ankauf von ABS erhofft er sich den Startschuss für eine nachhaltige Wiederbelebung eines stabilen Verbriefermarktes. (Red.)

Abbildung 1: Finanzierungsstruktur der Wirtschaft (gemessen als Verhältnis von Aktienmarktkapitalisierung zu Volumen der Bankkredite an den privaten Unternehmenssektor)

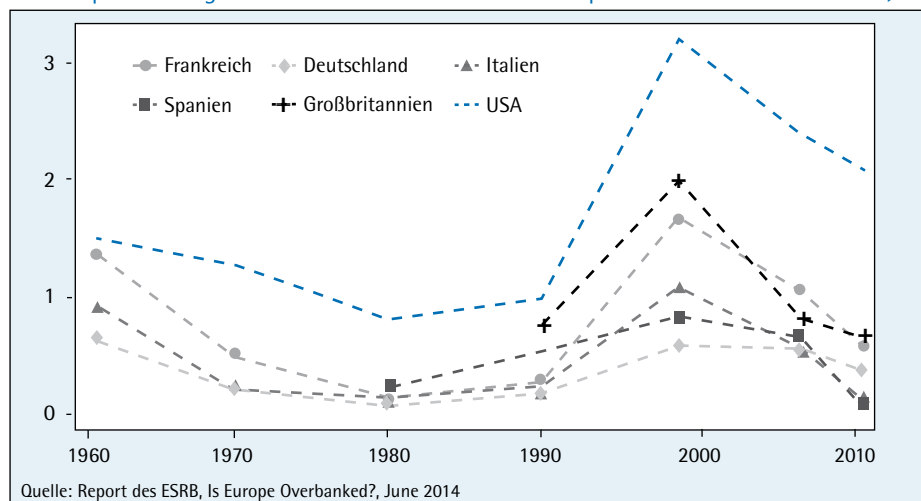
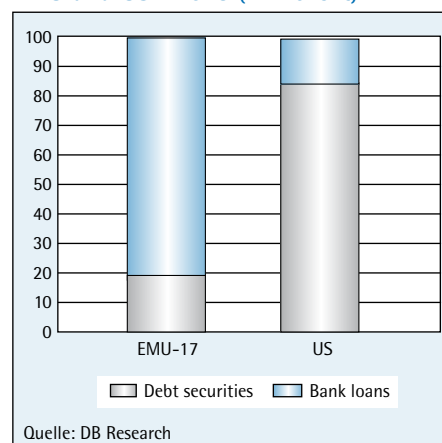


Abbildung 2: Anteile der Anleihen- und Bankkreditfinanzierung bei privaten nichtfinanziellen Unternehmen in der EMU und USA 2013 (in Prozent)



Deutschland der gehobene Mittelstand, 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, man könnte sagen Jahrhunderte, entstanden. 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.

Dies erklärt, warum in Euroland der Finanzierungsbeitrag der Banken zur Wirtschaftsfinanzierung seit 2008 um fast ein gutes Sechstel gefallen ist, während der Finanzierungsbeitrag des Bondmarktes lediglich um gut 300 Milliarden Euro stieg. Ganz im Gegensatz übrigens zu den USA, wo der Bondmarkt die Einbrüche der Bankfinanzierung bereits im Krisenjahr 2009 voll kompensiert und in den Folgejahren die Nettofinanzierung der Realwirtschaft dank des Bondmarktes sogar dynamisch stieg und über dem Vorkrisenniveau lag (Abbildung 5).

Abhängigkeit von den Banken

Euroland wird bei seiner Wirtschaftsfinanzierung – ganz im Gegensatz zu den 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, das heißt Zugang zu den europäischen Einlagen, aber auch den Anleihen- und Verbriefungsmärkten haben und ihre Risiken unter Zuhilfenahme ent-

sprechender Instrumente managen können. Zur Schaffung entsprechender idealer Rahmenbedingungen steht Euroland noch eine längere Wegstrecke bevor. Verblüfft kann man zurzeit beobachten, wie die Inflationsraten fallen. Und das Wort von der Japanifizierung Eurolands macht bereits die Runde. Und dies, obgleich die EZB den Banken großzügig Liquidität zur Verfügung stellt. Doch wohin diese ohne weitere Bedingungen bereitgestellte 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, langfris-

Abbildung 3: Kredite an Unternehmen (in Milliarden Euro)

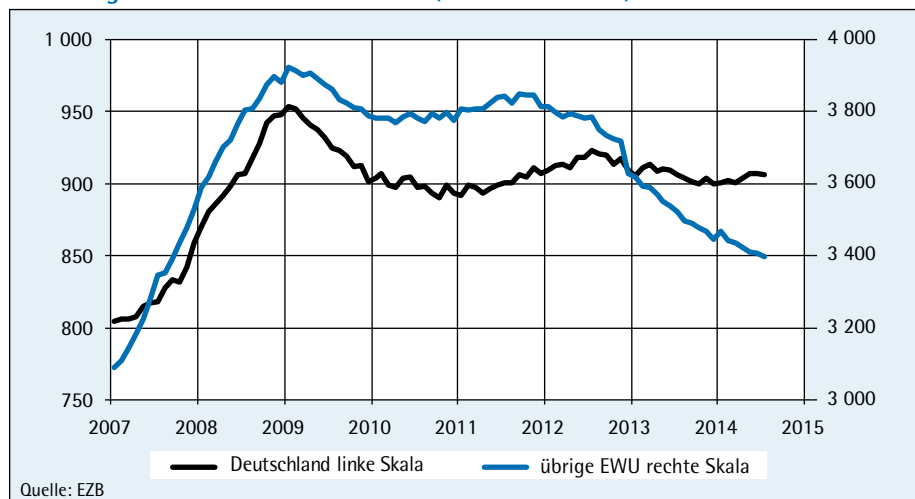
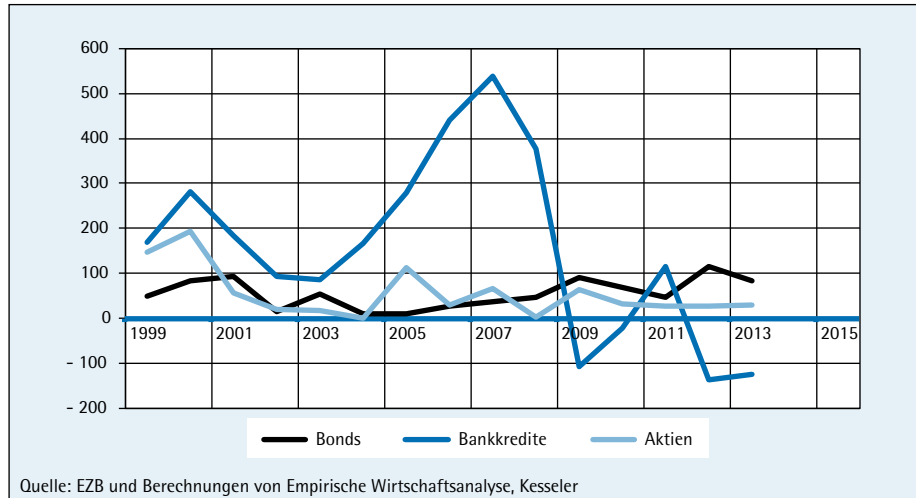


Abbildung 4: Euro-Zone – Komponenten der Außenfinanzierung (in Milliarden Euro)



tige 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“, das heißt zulasten der Wirtschaftsfinanzierung vollzieht. Eine Gefahr auf die die TSI übrigens bereits 2009 in einer gemeinsamen Tagung mit KfW und BDI hinwies.

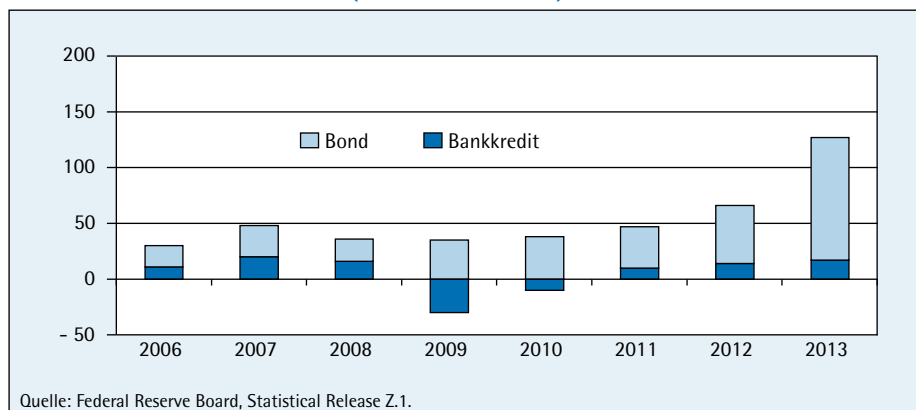
Richtige Akzente der EZB

Insofern sind die neuen Akzente der EZB richtig gesetzt. Banken bekommen für ihre Refinanzierungsgeschäfte Konditionen auf-

erlegt, 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 es Banken 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

Abbildung 5: Nettofinanzierungsbeiträge von Bankkrediten und Anleihen von 2006 bis 2013 in den USA (in Milliarden Dollar)



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, sodass die Anreize für Banken als Originator und Banken und Versicherungen als Investoren relativ gering sind, von dem Instrument umfanglich 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 etwa zwölf Milliarden Euro per annum genutzt.
- Die deutschen Autohersteller verbrieften in einem hohen zweistelligen Milliardenbetrag ihre Absatzfinanzierungen weltweit.
- Deutsche Banken verbrieften 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.

Sorgfältige Auswahl der Underlyings

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 beziehungsweise 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 verbrieften, 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 Prozent 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 Prozent des Marktes, gab es während der Finanzkrise keinerlei Auffälligkeiten.

Fortbestehende regulatorische Unsicherheit

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, desto mehr 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 Committee 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 zum Beispiel 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 et cetera.

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. Auch die europäischen Finanzminister scheinen dies so zu sehen und haben auf ihrer Konferenz Mitte September 2014 einen entsprechenden Vorschlag Deutschlands und Frankreichs verabschiedet. 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 beziehungsweise qualifying ABS.

Staatliche Unterstützung?

Die EZB hat mehrfach die Bedeutung von Verbriefungen betont, damit ihre geldpolitischen Impulse auch die Realwirtschaft erreichen. Die aktuellen Beschlüsse zum Ankauf von ABS könnten – wenn sie von entsprechender regulatorischer Klarheit und Level Playing Fields begleitet sind – den Startschuss geben für eine nachhaltige Wiederbelebung eines stabilen Verbriefungsmarktes. Doch möglicherweise hilft dies alleine auch nicht mehr und es bedarf tiefergreifender staatlicher Unterstützung. „Europa steht vor einer sehr fundamentalen Wahl“, wenn es einen breiten und tiefen ABS-Markt möchte – so wird das EZB-Direktoriumsmitglied Benoît Cœuré in der Börsenzeitung am 28. August 2014 zitiert – „braucht der Verbriefungsmarkt ein deutlich anderes Maß an öffentlichem Sponsoring als es derzeit der Fall ist“. Neben Änderungen in der Regulierung, neben dem Ankauf von ABS durch die EZB schlägt er vor, Europa solle sich auch aktiv mit staatlichen Garantien an ABS-Transaktionen beteiligen. Die Zeit der Entscheidung naht.

Fußnote

^{*)} Über das TSI Internet und über TSI kompakt sind alle wesentlichen Regulierungsvorschläge mit der TSI-Kommentierung abrufbar.