

# **Die geplante EU-Reform für Verbriefungen Motive und Erfolgsaussichten**

Dr. Hartmut Bechtold

Frankfurt am Main, 23. Februar 2016

Meine Damen und Herren, ich freue mich, heute über das Thema „Die geplante EU-Reform für Verbriefungen“ hier vortragen zu können. Doch bevor ich dazu komme, lassen sie mich kurz das Thema in das Gesamtprojekt Kapitalmarktunion etwas einordnen.

Die EU Renaissance von Verbriefungen wurde im Februar 2015 eingeleitet mit dem Greenbook Kapitalmarktunion der EU Kommission . In ihm ist die Wiederbelebung des europäischen Verbriefungsmarktes das zentrale Thema, ja man könnte sagen quasi das Fundament des gesamten Projekts Kapitalmarktunion.

Im Kern erkennt das Greenbook damit zweierlei an. Zum einen, dass in Europa der Kapitalmarkt mehr zur Wirtschaftsfinanzierung beitragen muss, dass man mehr Kapitalmarkt braucht zur Stabilisierung des Euro, zum Ausstieg aus der expansiven Geldpolitik und für ein höheres, stetiges Wirtschaftswachstum.

Zum anderen erkennt die Kommission damit aber auch an, dass dieser Weg zur Stärkung des Kapitalmarktes in der Wirtschaftsfinanzierung in Europa keine bloße Kopie des sonst allzu gerne zitierten Beispiels USA sein kann.

Und dies im Wesentlichen aus drei Gründen:

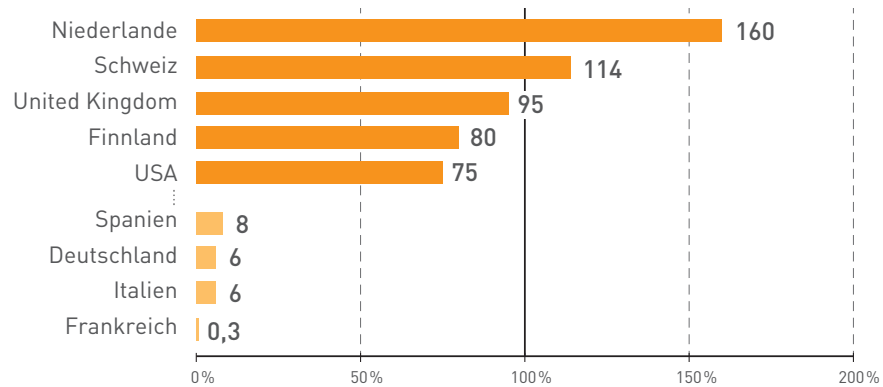
**Zum einen** fehlen in Europa, insbesondere in den großen Ländern Deutschland, Frankreich, Italien, Spanien die großen Kapitalgeber. Kapitalmärkte sind dort stark, wo große Pensionsfonds aber auch Stiftungen als Kapitalanleger vorhanden sind. Dies ist in den USA der Fall, in Europa jedoch nur in Finnland, den Niederlande und England sowie – außerhalb der EU – der Schweiz.

Ein paar Zahlen dazu.

Das Verhältnis AuM von Pensionsfonds relativ zu BSP:

### Starke Pensionsfonds – Basis für einen starken Kapitalmarkt

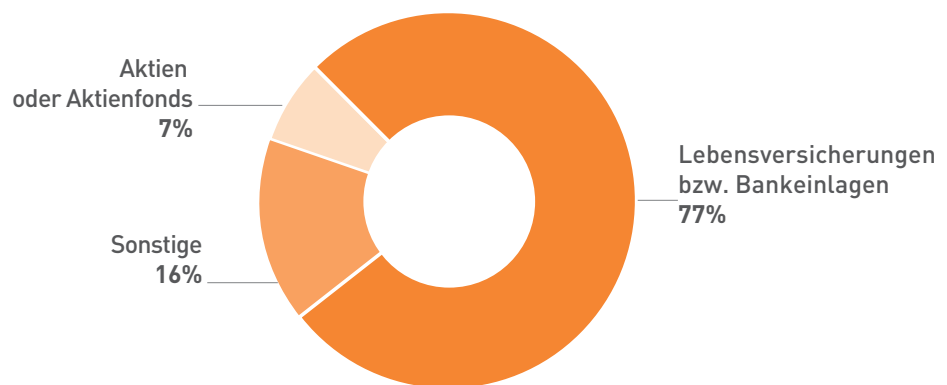
AuM der Pensionsfonds in % des jeweiligen BSP



Und auch die Geldvermögensbesitzer Europas legen nur ungern in Aktien an. Im Schnitt weniger als 20 % des Geldvermögens Europas wird in Aktien gehalten.

## Auch die privaten Haushalte sind in ihren Geldanlagen kaum auf den Kapitalmarkt ausgerichtet

Angaben in Prozent in Deutschland



In Deutschland z.B. sind nur knapp 7 % der Privatpersonen in Aktien oder Fonds investiert, 77 % hingegen legen bei Banken und in Lebensversicherungen ihr Geld an. Auf das angelegte Volumen bezogen, liegen in Deutschland nur 18,7 % in Wertpapieren, hingegen der Rest, 71,2 %, liegt bei Banken und Lebensversicherungen.

Und auch der Trend der letzten fünfzehn Jahre ermutigt hierbei kaum.

Zum anderen sind auch auf der **Nachfrageseite** die Unterschiede zur USA auffallend.

Kleine und mittlere Unternehmen weisen in Europa und in Deutschland einen erheblich höheren Anteil an der Wertschöpfung auf, als in den USA.

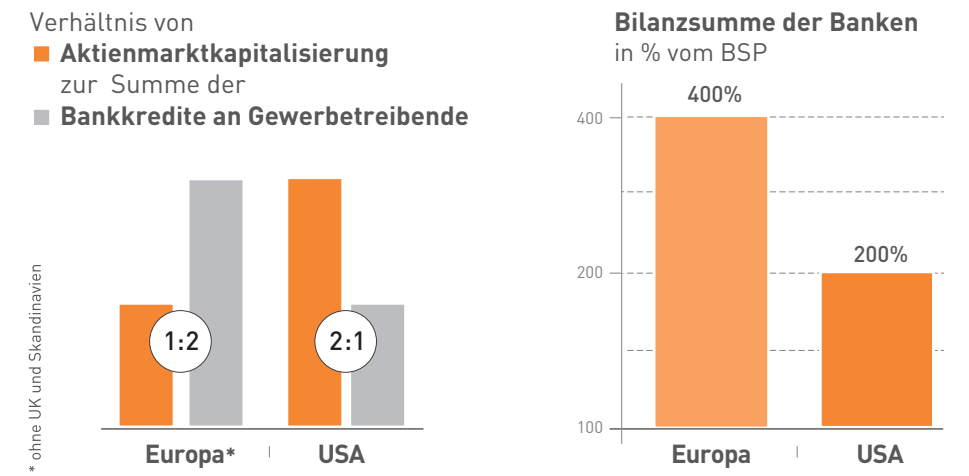
Der überwiegende Teil dieser Unternehmen ist schon aufgrund seiner Größe nicht kapitalmarktfähig. Und viele derer die kapitalmarktfähig wären, ziehen als familiengeführte Unternehmen die Diskretion des Bankkredits der Öffentlichkeit der Kapitalmarktmission vor.

So hat sich, um nur einmal das Beispiel Deutschland zu nennen, das Verhältnis zwischen Anleihe- und Bankkreditfinanzierung im langfristigen Trend der Unternehmensfinanzierung immer so im Verhältnis 1 zu 4 bzw. 1 zu 5 bewegt.

Und die Relation von gesamter Aktienmarktkapitalisierung zum Volumen von Unternehmenskrediten ist seit über fünfzehn Jahren stetig rückläufig und liegt in Deutschland nunmehr bei unter 0,5. Ähnlich ist es in Italien, Spanien, aber auch Frankreich.

In den USA hingegen übersteigt die Aktienmarktkapitalisierung das Volumen der von Banken begebenen Unternehmenskredite um mehr als das Doppelte.

## Europas Kapitalmarkt hinken deutlich den USA hinterher



So verwundert es auch nicht, dass die aggregierten Bilanzsummen von Europas Banken etwa 4 x so groß sind wie das Bruttosozialprodukt, in den USA hingegen nur etwa 2 x so groß.

Nein, zwischen den Anleihe- und Aktienmärkten der USA und Europas liegen Welten. Und die Ursachen hierfür sind institutionell und kulturell

fest verwurzelt und lassen sich schon allein von daher kaum durch kurzfristige Kosmetik umdrehen.

Die für eine Kapitalmarktunion nach US Vorbild wirklich notwendigen zivil-, steuer-, unternehmens- und vor allem insolvenzrechtlichen Rahmenbedingungen sind in Europa nicht gegeben. Europa ist im Gegensatz zu den USA ein Flickenteppich von 28 Staaten, mit 28 eigenen Rechtssystemen. Und, so könnte man hinzufügen, wird es auch für lange, lange Zeit noch bleiben.

Die verschiedenen Rechtsgebiete sind eng miteinander verwoben und haben sich über Jahrhunderte im nationalen Rahmen entwickelt. Die wenigen Harmonisierungen, die es im Rahmen der EU gegeben hat, haben daher nur Randbereiche betroffen und ihre Umsetzung hat zudem noch Jahrzehnte gebraucht. Eine Einigung auf eine wirkungsvolle Harmonisierung dieser nationalen, ins sich vernetzten Rechtsbereiche auf europäischer Ebene im Rahmen des Projekts Kapitalmarktunion ist daher alles andere als realistisch.

So erkennt denn auch die EU Kommission an, dass in Europa die Bankfinanzierung für die Wirtschaft weiterhin immens wichtig ist und – Kapitalmarktunion hin, Kapitalmarktunion her – auch in Zukunft bleiben wird.

Entsprechend sucht man im Rahmen des Projekts Kapitalmarktunion nach den Institutionen und Instrumenten, die Bankfinanzierung und Kapitalmarkt-finanzierung in Europa erfolgreich zusammenbringen könnten.

Und im Kern geht es dabei darum, die Banken in ihrer Finanzierungsfunktion für die Wirtschaft zu belassen, ihnen es aber zu ermöglichen, Risiken an die Kapitalmärkte, an Versicherungen, Pensionskassen, Fonds, auch Hedgefonds, weiterzugeben.

Und dabei entdeckt die EU Kommission alte, bislang etwas vernachlässigte Finanzinstrumente wieder. Die Verbriefung vorweg aber auch die Privatplatzierung von Krediten, in Deutschland besser als Schuldscheindarlehen bekannt sowie die Vertiefung von

Kooperationsformen von Banken, Versicherungen, Pensionskassen und auch die Kreditfonds.

Die EU Kommission weiß bei ihrem Projekt Kapitalmarktunion genau was sie will, die Zielsetzungen ihres Projekts Kapitalmarktunion nämlich die Förderung des Kredittransfers und der Verbriefung sind sowohl im Greenbook vom Februar 2015 als auch im Aktionsplan vom 30. September 2015 klar und eindeutig benannt.

Leider geht es ihr dabei aber wie dem übergewichtigen Kettenraucher nach Silvester. Auch er hat seine Ziele und Vorsätze für das neue Jahr klar und eindeutig formuliert. Mit deren Umsetzung hapert es aber in der Regel beträchtlich.

Als im Frühjahr 2015 die EU Kommission ihr Projekt Kapitalmarktunion ankündigte stand dabei an erster Stelle mit der höchsten Priorisierung die Revitalisierung des Verbriefungsmarktes. Dies gab damals viel Hoffnung.

Doch als am 30. September der zuständige EU Kommissar Jonathan Hill den Aktionsplan zur Stärkung der Kapitalmarktfinanzierung von SMEs in Europa sowie den Entwurf für eine STS – Standardised, Transparent, Simple – Verbriefungsverordnung vorstellte gab es in der kleinen, damit befassten Fachwelt nur lange Gesichter und ungläubiges Staunen.

Man konnte die Essenz der neuen Ideen nur mit den Worten zusammenfassen: Vieles wird für die Verbriefungen in Europa deutlich schlechter – nichts wird besser werden. Und die Verschlechterungen hätten dabei insbesondere sogar noch die wirtschaftsnahen Verbriefungen überproportional getroffen.

Doch wie wir sicherlich ja alle wissen, der Gesetzgebungsweg in Europa folgt ja einem Vierersschritt. Erst legt die Kommission vor, dann kommt der Rat mit einem Entwurf, dann das Parlament und am Schluss kommt der Trilog, d.h. die Einigung zwischen allen drei Parteien.

Nach der Kommission hat der Europäische Rat, die Repräsentanz der Mitgliedsregierungen, am 30. November letzten Jahres ebenfalls einen

Entwurf vorgelegt, in den viele Anregungen die zwischenzeitlich aus dem Markt gekommen waren, eingeflossen sind. Aber auch dieser Entwurf bleibt in entscheidenden Punkten noch immer deutlich hinter den Erwartungen, Erfordernissen und Notwendigkeiten zurück.

Wo liegen die Probleme? Lassen Sie mich dazu die Ergebnisse eines TSI Workshops von letzter Woche (17. Februar 2016) mit dem Titel "**Neue Regeln für den Verbriefungsmarkt - STS-Regulierung und CRR-Veränderungen**" zusammenfassen. Über 60 Teilnehmer aus Banken, WP-Gesellschaften, führenden Anwaltskanzleien, Ratingagenturen, Investoren tauschten sich einen Tag lang über das anstehende EU-Vorhaben zur Neuregelung qualitativ hochwertiger Verbriefungen aus.

Man kann die Diskussion im Workshops auf folgende vier Punkte komprimieren:

- 1.** Die Definitionen und Begriffe sind im Kommissionsentwurf ziemlich daneben. Es würde sich unter Zugrundelegung dieser Begrifflichkeiten kaum eine europäische Transaktion als STS qualifizieren. Im Ratsentwurf hingegen sind sie deutlich besser und präziser als im Kommissionsentwurf und auch wesentlich praktikabler. Aber in beiden Entwürfen sind sie trotz allem sehr unbestimmt und interpretationsbedürftig. Dies, zusammengenommen mit der Tatsache, dass eine Vorabauskunft einer verantwortlichen Aufsichtsbehörde nicht vorgesehen ist, eine Drittzertifizierung, die wiederum nur im Ratsentwurf vorgesehen ist, nur unterstützend wirken soll, ihr aber keine Rechtswirkung zukommen soll, würde es für Originatoren und Investoren schwer machen, die Verordnung umzusetzen. Zumal bei falscher Interpretation der Begrifflichkeiten eine hohe Bestrafung, bis zu 10 % des Umsatzes, angedroht wird. Auch die Kanzleien werden vor dem Hintergrund der Unbestimmtheit der Begrifflichkeiten nur sehr allgemeine und vorsichtige Legal Opinions geben können.
- 2.** Weder Rats- noch EU Kommissionsentwurf beinhalten synthetische Verbriefungen. Offenbar lassen sie sich alle in der EU von einem vorurteilsgeladenen Verständnis leiten, was geprägt ist von den US Erfahrungen. Die jahrelangen positiven europäischen Erfahrungen



mit dem Instrument der synthetischen Verbriefung werden hingegen ignoriert. Synthetische Verbriefungen, die der Absicherung realer und realwirtschaftlicher Kreditgeschäfte dienen, zeigten in Europa nie Probleme. Im Kern sind es Garantien, meist barunterlegt, mit einem Selbstbehalt und einer Höchstsumme versehen, also tranchiert, daher fallen sie auch unter das Verbriefungsregelwerk. Nur US Syntheten, die rein spekulativen Charakter trugen, auf Indices etc. referierten, verursachten 2007 ff. die Probleme im Finanzmarkt. Dies wird aber offensichtlich von Europas Gesetzgebern nicht gesehen. Ohne die Aufnahme synthetischer Verbriefungen in ein STS Regelwerk wird es jedoch kaum möglich sein, größere Effekte aus einem derartigen Verbriefungsregelwerk für die breitere Wirtschaftsfinanzierung von Europas Banken zu ziehen. Denn Unternehmensfinanzierungen lassen sich weit einfacher synthetisch als true sale verbriefen.

- 3.** Die begleitend vorgeschlagenen CRR-Änderungen bezüglich der EK-Unterlegungen für STS Verbriefungen sind keine Verbesserung sondern eine drastische Verschlechterung gegenüber dem jetzigen Status Quo, wobei die Verschlechterung umso krasser sich darstellt, je besser das zugrundeliegende, verbrieft Portfolio ist. Sehr gute Portfolios, mit sehr gut gerateten Seniortranchen, schneiden nach der Verbriefung aufgrund der vorgesehenen höheren EK-Unterlegung für Tranchen oberhalb BBB und niedrigerer EK-Unterlegung für Tranchen unterhalb BBB sogar deutlich schlechter ab. Ihre EK-Unterlegung bei Investoren wandert bis um den Faktor 3 nach oben. Und dies vor dem Hintergrund, dass über die gesamte Finanzkrise nie eine derartig geratete, europäische AAA-Tranche ausgefallen ist.

(Grafik folgend)

## EK-Anforderungen vor und nach STS-Umsetzung

RWA (Risk-weighted assets) in Prozent

### ■ ABCP-Transaktion

mit 50% Handelsforderungen und 50% Leasingforderungen



### ■ Typische deutsche Auto-Transaktion

mit Senior-Tranche AAA 96,4% und Junior-Tranche A+ 3,6%



#### Resümee:

STS bringt eine erhebliche Verschlechterung bei den EK-Unterlegungen gegenüber dem heutigen Status Quo mit sich.

Die Tatsache, dass man zukünftig nicht STS Verbriefungen noch stärker belasten will als STS Verbriefungen, etwas was in unserer Presse fälschlicherweise mit Begünstigung der STS Verbriefungen interpretiert wird, wird dem Markt dabei nicht helfen.

4. Der Prozess der Identifizierung von STS Verbriefungen sowie Pönalisierung ist nicht geeignet Vertrauen zu schaffen. Über die gesamte Laufzeit der Transaktion sind Originator und Investor auf ihre eigenen Interpretation unbestimmter Rechtsbegriffe angewiesen. Legal Opinions werden, wie bereits ausgeführt, vor diesem Hintergrund nicht immer die fehlende Klarheit schaffen. Andererseits aber haben alle, ich betone alle, der über fünfzig in Europa damit befassten Aufsichtsbehörden Europas zu jeder Zeit Gelegenheit ihren Zweifel zu äußern und einen komplizierten, den

Markt sicherlich höchst irritierenden Klärungsprozess in Gang zu setzen, dessen Ergebnis am Ende höchst ungewiss sein wird, der aber im schlimmsten Fall mit außerordentlichen Sanktionen für alle Beteiligte einhergehen kann.

Man möchte daher die bisherigen EU-Bemühungen zu STS Verbriefungen am liebsten mit einem Zitat des deutschen Schriftstellers und Satirikers Kurt Tucholsky aus den zwanziger Jahren so kommentieren:

Das Gegenteil von gut ist nicht schlecht, sondern gut gemeint. Und zurzeit meint es die EU-Kommission sehr gut mit Verbriefungen.

Nun möchte ich Sie aber nicht mit diesem negativen Eindruck alleine zurücklassen.

Ich glaube es besteht noch Hoffnung. Und so möchte auf mein Schlusswort zu dem Workshop von letzter Woche kommen.

Winston Churchill wurde im Frühjahr des Kriegsjahrs 1941 als England noch ganz alleine gegen Hitler-Deutschland stand von einem Journalisten gefragt ob er denn damit rechne, dass die USA dem stark bedrängten England militärisch zu Hilfe kämen und in den Krieg einträten. Und Churchill antwortete, er rechne fest damit, denn die USA hätten in ihrer Geschichte stets die richtigen Entscheidungen getroffen. Und nach einer kurzen Pause fügte er hinzu: Nach dem sie vorher immer alle anderen, falschen Optionen ausprobiert haben.

Und meinen Damen und Herren dies gibt Hoffnung: Langsam geht auch in Europa der Vorrat an falschen Optionen zu Ende.

Doch Spaß beiseite. Lassen Sie mich abschließend sagen, warum ich der Meinung bin, dass am Ende des Tages wir im Zuge des Projekts EU Kapitalmarktunion in Europa wieder einen vitalen und funktionierenden Verbriefungsmarkt sehen werden.

- 1.** Es ist zwischenzeitlich unstrittig, dass Verbriefungen von Bankenkrediten, aber auch von Handels- und

Leasingforderungen ein zentrales Instrument sind, um die Wirtschaftsfinanzierung in Europa zu verbessern.

2. Es ist genauso allgemein anerkannt, dass Verbriefungen aus Europa heraus nicht das Geringste mit der Finanzkrise nach 2007 zu tun hatten
3. Und die EU Kommission hat auch zu Recht vor diesem Hintergrund Verbriefungen zu dem zentralen Instrument erhoben, um kurzfristig ihre Kapitalmarktunion anzuschieben. Ja man könnte es, wie bereits ausgeführt, noch etwas drastischer formulieren: Jenseits der Förderung des Kredittransfers von Banken zum Kapitalmarkt und der Verbriefung von Handels- und Leasingforderungen ist das Konzept der Kapitalmarktunion inhaltsleer oder – zumindest mittelfristig – unpraktikabel.

Und man muss **4.** noch hinzufügen, die EU kann es sich gar nicht leisten, das Projekt Kapitalmarktunion scheitern zu lassen, denn Europa braucht dringend neue Integrationsprojekte.

Die zentrifugalen Kräfte sind immens. Brexitgefahr, fortbestehende Eurokrise und anhaltend auseinanderlaufende Wirtschaftsentwicklung, Flüchtlinge, rechte, europafeindliche Wählerströmungen und entsprechende Regierungen.

All dies sind Argumente dafür, dass Europa das Projekt Kapitalmarktunion zum Erfolg führen muss, denn es steht jenseits des Projekts Kapitalmarktunion viel mehr auf dem Spiel.

Und das Projekt Kapitalmarktunion wird nur erfolgreich werden, wenn dabei – wie bereits erläutert – ein vernünftiges regulatorisches Umfeld für Verbriefungen geschaffen wird.

Sie sehen den Kern meiner Argumentation:

Gerade weil die Desintegration in der EU eingesetzt hat, gerade weil die EZB mit ihrer Geldpolitik als Klebstoff einer zunehmenden wirtschaftlichen Zentrifugalität immer schwächer wird, gerade weil nach

der Bankenunion keine weiteren größeren Integrationsprojekte in der Pipeline sind, gerade deshalb kommt dem Projekt Kapitalmarktunion und damit der Revitalisierung des Verbriefungsmarktes in Europa eine ganz neue, besondere Bedeutung zu.

Die Ausgangsbedingungen für ein Erfolg des Projekts sind insofern gut. Zumal in den letzten Jahren trotz der Stimmungsmache gegen Verbriefungen, trotz des regulatorischen Sperrfeuers der Verbriefungsmarkt hochlebendig geblieben ist und auch heute bereits umfassend zur Wirtschaftsfinanzierung beiträgt.

Die Verbriefung von Handels- und Leasingforderungen ist bei dem größeren Mittelstand bzw. bei Großunternehmen ein gern genutztes Instrument zur working capital Finanzierung. Das aktuelle Volumen dieser Finanzierungsart wird alleine in Deutschland auf 12-15 Mrd. EUR geschätzt, dahinter stehen etwa 150 größere Unternehmen und Leasinggesellschaften. In Europa sind laut Moody´s per 30.06.2015 rund 60 Mrd. EUR an Forderungen in solchen multi-seller-Programmen verbrieft.

Und insbesondere die Autoindustrie nutzt die Breite des Verbriefungsmarktes von ABCP Transaktionen bis hin zu True Sale Term Transaktionen. Über zwei Drittel des Autoabsatzes werden weltweit finanziert; bei keinem anderen Produkt dürften Absatz und Finanzierung so eng miteinander verbunden sein wie beim Auto.

Und die Verbriefung von Autofinanzierungen trägt wesentlich zur Refinanzierung der deutschen Autoindustrie bei.

Allein in Europa kommen jährlich etwa 30 Mrd. Euro true sale Auto-ABS auf den Markt, die meisten von deutschen Herstellern. Und der Trend ist steigend.

Gerade vor dem Hintergrund der VW-Krise im letzten Quartal 2015 machten die Investoren die Erfahrungen, dass ABS Bonds in ihrer Kursstabilität sich deutlich besser schlugen als die entsprechenden Corporate Bonds.

Und auch jenseits von ABCPs und Auto-ABS hat die Verbriefung ein hohes Potential, die Wirtschaftsfinanzierung in Europa zu verbessern. Die Verbriefung von Unternehmensdarlehen, true sale und synthetisch, war vor der Finanzkrise ein fester Bestandteil im Werkzeugkasten deutscher Banken um ihre Unternehmensfinanzierungen zu refinanzieren und deren Eigenkapitalbindung zu managen. Obgleich dieser Markt noch ein Schattendasein führt – bei einem angemessenen regulatorischen Rahmen könnte er wieder zu altem Glanz kommen.

All dies zeigt, Verbriefung ist ein machtvoll Instrument, um eine bankbasierte Wirtschaftsfinanzierung mit dem Kapitalmarkt zu vernetzen. Und bei entsprechendem regulatorischen Umfeld besteht ein großes Potential, weit über die aktuellen Volumina hinaus.

Und ich bin mir sicher, dass gerade vor dem Hintergrund des aktuellen Umfelds in Europa man die Chance der Revitalisierung des Verbriefungsmarktes im Rahmen des Projekts Kapitalmarktunion nicht verstreichen lassen wird.

So sollten wir im Churchillschen Sinne positiv gestimmt sein, dass am Ende alles gut wird.