

**Verbriefungsfinanzierungen der deutschen Wirtschaft boomen
Verbriefung von Handels- und Leasingforderungen auf
historischen Höchstständen
Qualität und Performance überzeugen**

**Eine Auswertung der TSI gemeinsam mit sechs großen
Banken in Deutschland unterstützt vom BDI, BDL, DIHK und
VDT belegt die Bedeutung des Finanzierungsinstruments für
die Realwirtschaft**



Frankfurt am Main, September 2017

Die Fakten:

- **Verbriefungen von Handelsforderungen legen in den letzten sieben Jahren um rund 108 Prozent, Leasingforderungen um etwa 172 Prozent zu**
- **Performance der Transaktionen ist hervorragend: Sechs große deutsche Sponsorbanken legen die Daten zur Entwicklung von Verbriefungstransaktionen mit Handels- und Leasingforderungen (Asset Backed Commercial Papers, ABCP) offen**
- **Daten belegen: Finanzierungsform hat ein großes Marktpotential**
- **Geplante erhöhte Eigenkapitalanforderungen gefährden den Erfolg**

Für den gehobenen deutschen Mittelstand spielt die Verbriefung von Forderungen, insbesondere die Verbriefung von Handels- und Leasingforderungen vor allem im Bereich der Working Capital Finanzierung eine große Bedeutung. Gut 200 Unternehmen nutzen das Instrument. Die Volumina dürften alleine im Bereich der ABCP-Programme (ohne Term-Transaktionen) etwa 19 Mrd. Euro ausmachen.

Die sechs führenden deutschen Anbieterbanken, die etwa 75 % des Marktes auf sich vereinen, hatten in den letzten sieben Jahren Steigerungsraten von 142 Prozent zu verzeichnen (108 Prozent bei Handelsforderungen, 172 Prozent bei Leasingforderungen) und liegen nunmehr bei etwa 14 Mrd. Euro Finanzierungsvolumen. Die Bedeutung des ABCP-Marktes für die deutsche Mittelstandsfinanzierung ist somit deutlich gewachsen.

Die Performance dieser Transaktionen war hervorragend. Damit konnten die Banken ihre Risiken aus dem Kundengeschäft deutlich reduzieren.

Der erwartete Ausfall bei ABCP-Transaktionen lag nachhaltig, dies zeigen die TSI Auswertungen, deutlich unter dem Risiko der Unternehmen, die ihre Leasing- und Handelsforderungen verkauften. Demzufolge war die Bonität der ABCPs deutlich besser als die durchschnittliche Bonität der verkaufenden Unternehmen. Weder Investoren noch Sponsorbanken erlitten soweit bekannt in den letzten zehn Jahren Verluste.

Dies ergibt eine empirische Untersuchung der deutschen Verbriefungsplattform True Sale International GmbH (TSI) gemeinsam mit BayernLB, Commerzbank, DZ BANK, Helaba, LBBW und UniCredit Bank AG als große Anbieter von derartigen ABCP-Transaktionen. Die Untersuchung bildet den Zeitraum 2010 bis 2017 ab. Ähnliche Untersuchungen waren bereits 2011 für die Zeit von 2008 – 2010 und 2014 für den Zeitraum 2010 – 2014 von der TSI durchgeführt worden.

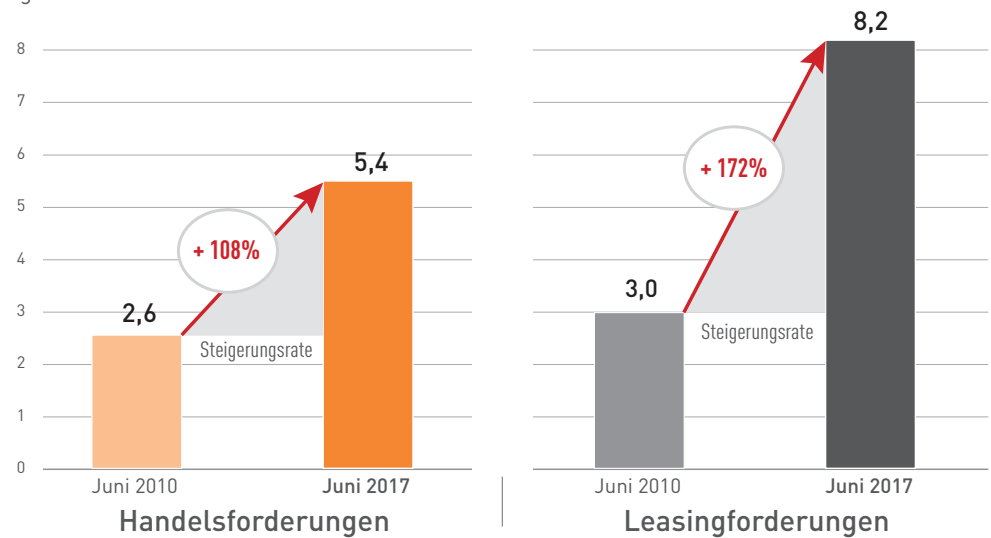
Die von der TSI durchgeführten Untersuchungen sind repräsentativ. Man kann davon ausgehen, dass für die anderen Anbieter, auf die sich die restlichen 25 % des Marktes verteilen, die aber nicht an der Untersuchung teilgenommen haben, wie z.B. SEB, RBI, Crédit Agricole, Société Générale, BNP, ING, RaboBank, HSBC, Bank of Tokio Mitsubishi etc., ähnliche Erfahrungen vorliegen.

Die Auswertung im Detail

Die Auswertung umfasst über 150 Transaktionen mit Industrie-, Handels- und Leasingunternehmen. Die Grafiken zeigen, dass die Volumina bei beiden Assetklassen deutlich gestiegen sind, bei Handelsforderungen um etwa 108 Prozent, bei Leasingforderungen nahm das Volumen um etwa 172 Prozent zu.

Positive Entwicklung bei Handels- und Leasingforderungen

Angaben in Mrd. Euro



Werte gerundet

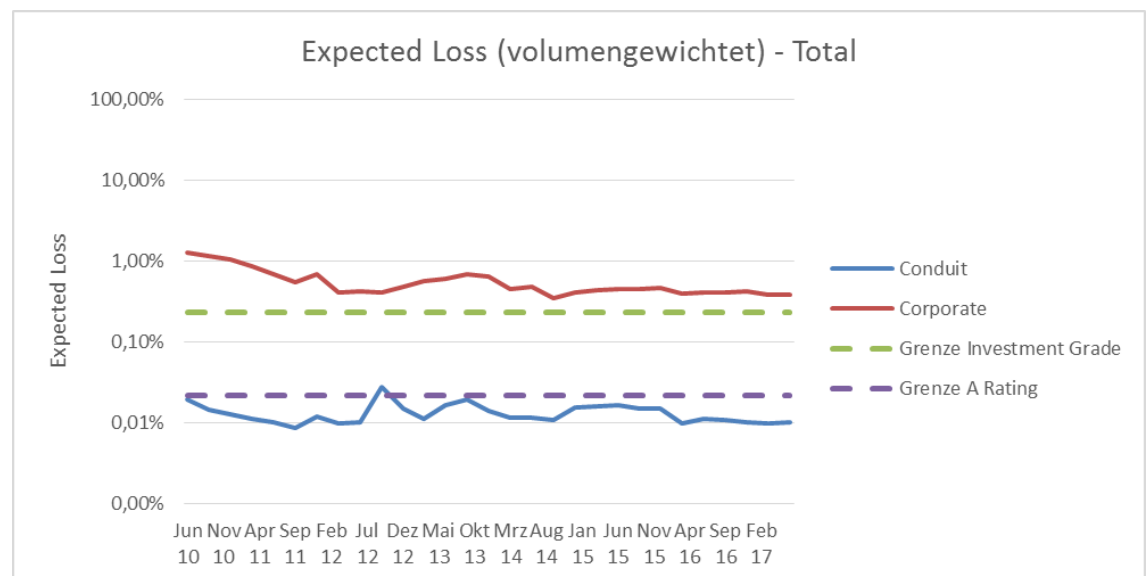
Quelle: TSI Auswertung

Betrachtet man die Qualität der verbrieften Forderungsportfolien, so ist das von der begleitenden Bank ermittelte, interne Rating der für die ABCP-Transaktion gestellten Kreditzusage ein diesbezüglich guter Indikator.

Hierin fließen sowohl die Ausfall- und Verzugsentwicklung des Portfolios als auch die dafür gestellten, transaktionsspezifischen Sicherungsmaßnahmen („Credit Enhancements“) ein. In der aktuellen Erhebung wurde zudem die Bonität der verkaufenden Unternehmen ermittelt. Diese liefert einen guten Vergleichsmaßstab, da – sofern keine ABCP-Transaktion aufgesetzt worden wäre – die Unternehmen das notwendige „working capital“ ansonsten über traditionelle Bankkredite hätten beschaffen müssen. Auch konjunkturelle Schwankungen und deren Auswirkungen auf den Unternehmenssektor und die Verbriefung lassen sich somit gut vergleichen.

Das aktuelle Ergebnis bestätigt erneut: Deutsche ABCP-Transaktionen sind risikoärmer als das traditionelle Kreditgeschäft und im Konjunkturverlauf zudem sehr stabil.

Die expected losses von ABCP-Transaktionen liegen deutlich unter denen der verkaufenden Unternehmen und bewegen sich im Bereich der sogenannten Single-A-Ratings. Die Unternehmen selbst sind dagegen im Schnitt unterhalb der Investmentgrade-Qualität, d.h. BBB, angesiedelt. Auch die Schwankungsbreite der Ratings der ABCP Transaktionen ist gering und spiegelt damit die Stabilität und Wirksamkeit der strukturellen Sicherungsmaßnahmen sowie das Abstellen auf ein Portfolio wider.



Der Performance-Vergleich zeigt die Verlustwahrscheinlichkeit in Prozent für die untersuchten ABCP-Transaktionen (untere Linie) und vergleicht diese mit der Verlustwahrscheinlichkeit der verkaufenden Unternehmen (obere Linie). Somit kann die Performance von ABCP-Transaktionen sowohl im Zeitverlauf als auch im Vergleich mit einer alternativen Unternehmensfinanzierung dargestellt werden. Zur besseren Einordnung und Übersichtlichkeit wurde eine logarithmische Skalierung gewählt und die Grenzen für A-Ratings und Investmentgrade bzw. BBB-Ratings

(gestrichelte Linien) eingezogen. ABCP-Transaktionen von Unternehmen bewegen sich somit im Schnitt zwischen AA- und A-Ratings, während die entsprechenden Unternehmen leicht oberhalb der Investmentgradeschwelle, also deutlich schlechter als die ABCP-Transaktionen, liegen. Auch ist die Schwankungsbreite der Ratings bei ABCP-Transaktionen geringer.

Selbst in der letzten Finanzkrise (s. unten stehende Grafik) kam es zu keinen wesentlich schlechteren Ergebnissen, was die außerordentliche Stabilität des Instruments unterstreicht.



Dort, wo es in den Untersuchungszeiträumen zu Insolvenzen von Forderungsverkäufern gekommen war, die zu Ausfällen der parallel zu den ABCP-Finanzierungen bestehenden Bankkrediten führten, waren die Verbriefungen selbst so robust strukturiert und die Forderungen so werthaltig, dass bei den ABCP-Finanzierungen weder die beteiligten Anbieterbanken noch die ABCP-Investoren soweit bekannt Verluste hinnehmen mussten. Auch dies zeigt sehr deutlich die geringere Risikoanfälligkeit von ABCP-Transaktionen im Vergleich zum klassischen Bankkredit.

Die positive Entwicklung der letzten Jahre wird durch regulatorische Veränderungen bedroht

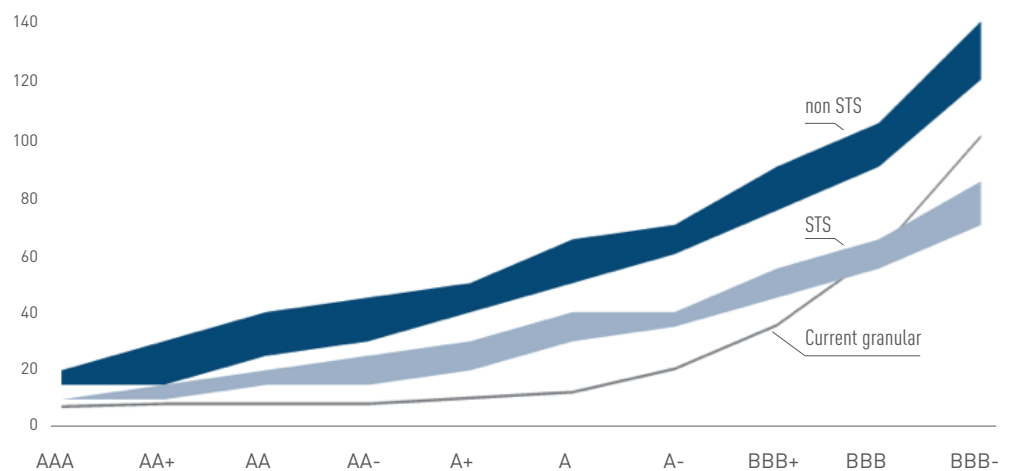
Die Europäische Kommission will im Rahmen der Kapitalmarktunion den Verbriefungsmarkt fördern und damit vor allem die Finanzierungsbedingungen der Wirtschaft diversifizieren. In diesem Rahmen hat die EU vor Kurzem eine Änderungsverordnung zur Bankenverordnung und eine neue Verordnung für einfache, transparente und standardisierte Verbriefungen (STS) verabschiedet, die ab dem 1.1.2019 anzuwenden ist.

Vor dem Hintergrund dieser Zielsetzung ist es erstaunlich, dass gerade die Verbriefungen von Industrie, Handel und Leasingwirtschaft über die ABCP-Programme deutlich schlechter gestellt werden als bisher.

So werden die Risikogewichte für und damit die Eigenkapitalanforderungen an Liquiditätslinien der Sponsorbanken deutlich erhöht. Selbst für besonders hochwertige STS Verbriefungen sollen die Eigenkapitalanforderungen verschärft werden. Dies obwohl diese Studie die über Jahre hinweg niedrigen Ausfälle im deutschen ABCP Geschäft belegt.

Risikogewichte nach IAA-Verfahren

Angaben in Prozent



Das heißt bspw. für deutsche ABCP-Transaktionen mit einem durchschnittlichen Rating von A- und Handelsforderungen als Underlying, dass die Risikogewichte von 20 auf 40 % steigen, sofern die STS-Kriterien erreicht werden. Ist dies nicht der Fall, steigen die Risikogewichte auf 60 %. Bei Leasingforderungen als Underlying gehen die Steigerungen sogar noch 5- bzw. 10-Prozentpunkte darüber hinaus. Eine solche Erhöhung der Risikogewichte ist angesichts der dauerhaft konstant niedrigen Verlusterwartungen – die zudem noch deutlich unter dem Niveau der verkaufenden Unternehmen liegen – ökonomisch nicht begründbar.

Erschwerend kommt hinzu, dass der STS-Status für ABCP-Programme nur schwer erreichbar ist. Dies ist zum einen dem Umstand geschuldet, dass die insgesamt 20 STS-Kriterien sehr umfangreich und komplex sind. Zum anderen bestehen große Interpretations- und Auslegungsspielräume, die zunächst durch technische Standards (sogenannte *regulatory technical standards*) und Guidelines der zuständigen Behörden (EBA und ESMA) geschlossen werden müssen. Es ist jedoch davon auszugehen, dass die notwendigen Präzisierungen der zuständigen Behörden erst mit zeitlichem Verzug kurz vor der

Erstanwendung der STS-Verordnung vorliegen werden und auch erst dann abschließend beurteilt werden kann, inwieweit bestehende und künftige ABCP-Transaktionen die STS-Anforderungen erfüllen können oder eben nicht.

Aus heutiger Sicht sind insbesondere die folgenden Punkte als kritisch für ABCP-Transaktionen anzusehen:

- Originator in EU ansässig:
Originator, Sponsor und SPV müssen in der EU ansässig sein. Dies trifft insbesondere realwirtschaftliche Unternehmen, die üblicherweise ihre außerhalb der EU angesiedelten Tochtergesellschaften in eine ABCP-Transaktion integrieren.
- Impairmentprüfung:
Das verkaufende Unternehmen muss sicherstellen, dass während 3 Jahren vor Forderungsverkauf keine Insolvenz, gerichtlich festgestellte Zahlungsunfähigkeit oder Restrukturierung beim Schuldner vorlag und eine Kreditprüfung keine Hinweise auf ein signifikant höheres Risiko als vergleichbare Forderungen ergibt.
- Veröffentlichung historischer Daten:
Das verkaufende Unternehmen muss historische Daten über Volumina, Ausfälle und Zahlungsverzögerungen über einen Zeitraum von 3 (Handelsforderungen) bzw. 5 Jahren (länger laufende Forderungen) potentiellen Investoren gegenüber offenlegen.
- Homogenität:
Forderungen müssen homogen in Bezug auf ihren Asset-Typ sein, d.h. ein verbrieftes Portfolio darf nur einen Asset-Typ beinhalten. Die genaue Definition des Homogenitätskriteriums ist unklar. Zudem darf die Laufzeit der Einzelforderungen drei Jahre nicht überschreiten (Ausnahmen für Autokredit- und -leasingfinanzierungen sowie Betriebsmittelleasing: sechs Jahre). Die Durchschnittslaufzeit der verbrieften Portfolios darf nicht über ein Jahr bzw. 3,5 Jahren liegen.
- STS-Notifikation:
Zur Anerkennung der STS-Fähigkeit ist eine Notifikation bei der ESMA nebst genauer Beschreibung der Erfüllung der einzelnen STS Kriterien erforderlich. Es besteht die Gefahr, dass damit Betriebs- und Geschäftsgeheimnisse der verkaufenden Unternehmen publik gemacht werden müssen.

Positiv ist hingegen, dass vertrauenswürdige Sachverhalte (z.B. Kundennamen, Zahlungsbedingungen) geschützt werden und nur

anonymisiert oder aggregiert zu veröffentlichen sind. Geschlossene Leasingrestwerte sind ebenfalls verbiefbar und bei geforderten Konzentrationslimiten entsprechend herauszurechnen.

Auch der Sponsor bzw. das ABCP-Programm selbst muss entsprechende STS-Kriterien erfüllen. Hierzu zählen Vorschriften an die Solvenz und Liquidität der Sponsorbank unter Stressbedingungen, bestimmte Überwachungs- und Veröffentlichungsvorschriften sowie das Erfordernis der Stellung von sogenannten fully supported Liquiditätslinien für alle ABCP-Transaktionen im Programm. Besonders kritisch auf Programmebene ist die Anforderung, dass – abgesehen von einer kaum praxisrelevanten 5%-Öffnungsklausel – alle einzelnen Transaktionen den STS-Status erfüllen müssen und die durchschnittliche Gesamtlaufzeit aller Forderungen im Programm zwei Jahre nicht übersteigen darf. Dies ist umso problematischer, je mehr Leasing- und Kredittransaktionen im Programm sind. Unter Umständen müsste ein Sponsor eine zusätzliche Leasingtransaktion – selbst wenn sie STS-geeignet wäre – ablehnen, weil ansonsten auf Programmebene der STS-Status verloren ginge.

Es kann derzeit vermutet werden, dass anfänglich europaweit kein ABCP-Programm die STS-Normen auf Programmebene erfüllen kann.

Gerade vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, warum einzelne ABCP-Transaktionen zur Erreichung der STS-Fähigkeit dann überhaupt die weitgehenden Veröffentlichungspflichten gegenüber dem breiten Markt erfüllen müssen, wenn es auf Programmebene gar keine STS-APCPs gibt. Da der Sponsor einer Transaktion ja alle Informationen bis ins letzte Detail vorliegen hat und zumal ja auch sichergestellt ist, dass Sponsor und Liquiditätsbank identisch sind, stellt sich die Frage, wer durch die Transparenzanforderungen überhaupt geschützt werden soll. Von daher gibt es hier in den noch zu liefernden STS-RTS und Guidelines noch Raum für Nachbesserungen. Erschwerend kommt hinzu, dass es kaum zu erwarten ist, dass die Realwirtschaft bereit ist, bspw. detaillierte Zahlungsbedingungen ihrer Kunden öffentlich zu machen.

Vor diesem Hintergrund ist es verständlich, dass die Realwirtschaft und die europäische Leasingindustrie einerseits besorgt sind über die künftige STS-Regulierung, andererseits aber auch noch große Hoffnungen in die kommende Level -2 Regulierungstexte setzt.

Annex:

Zum Hintergrund: So funktionieren ABCP-Transaktionen

Bei einer ABCP-Finanzierung verkauft ein Industrie- oder Handelsunternehmen oder eine Leasinggesellschaft („als Forderungsverkäufer“) revolvierend seine Handels- oder Leasingforderungen an eine Zweckgesellschaft. Rechtlich erfolgt die Forderungsübertragung in der Regel durch eine stille Zession. Somit bleibt die Beziehung des Forderungsverkäufers zu seinen Kunden hiervon unberührt. Ausfallrisiken im Portfolio der angekauften Forderungen werden normalerweise aufgrund eines am Risikogehalt orientierten Selbstbehalts vom Forderungsverkäufer getragen. Die Refinanzierung des Forderungsportfolios im Rahmen einer ABCP-Transaktion wiederum erfolgt durch Emission von Geldmarktpapieren, welche durch die angekauften Forderungen gedeckt sind (daher: Asset-Backed Commercial Paper). Ergänzend dazu stellen die Anbieterbanken mittelfristige Kreditzusagen an das ABCP-Programm bereit. Über die Kreditzusagen übernehmen die Anbieterbanken auch verbleibende Ausfallrisiken aus dem Forderungsportfolio. Eine ABCP-Finanzierung entspricht bei dem Unternehmen einer flexiblen Kreditfinanzierung mit einer Laufzeit von in der Regel einem Jahr, die sich ab einem dauerhaften Forderungsvolumen von mindestens ca. 10 Millionen Euro pro Jahr wirtschaftlich darstellen lässt.

Die Unternehmungen erhalten für ihre generierten Forderungen sofort Liquidität und können diese unmittelbar in ihrem Produktionszyklus wieder einsetzen. Insbesondere zur Finanzierung ihres „working capital“ ist eine ABCP-Transaktion eine attraktive Finanzierungsalternative zur Inanspruchnahme von Kreditlinien der Banken oder zur Ausgabe von Corporate Bonds oder Schuldscheindarlehen. Bestehende Kreditlinien werden geschont oder können für andere Finanzierungsaufgaben genutzt werden. Außerdem kann durch den regresslosen Forderungsverkauf an das ABCP-Vehikel ein Bilanzreduzierungseffekt entstehen, der sich wiederum positiv auf Kennziffern und das Rating der Unternehmung auswirken kann.

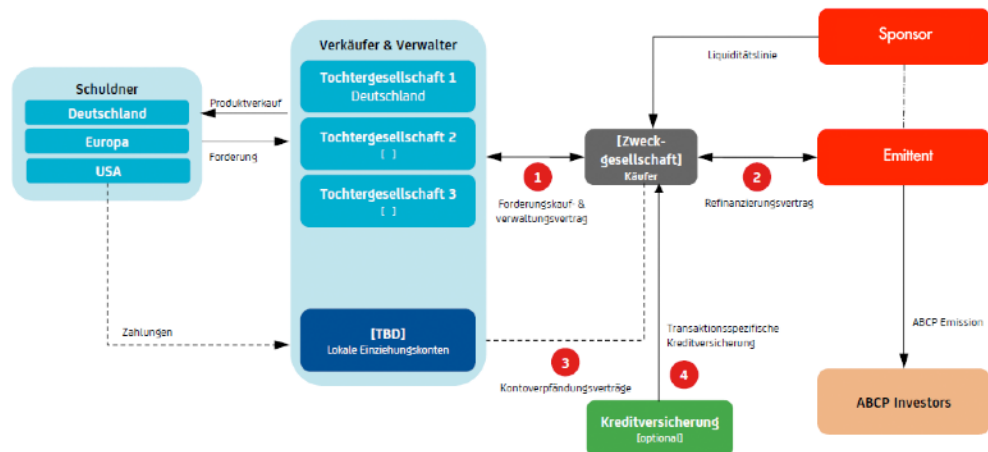
ABCP-Finanzierung passen sich zudem dem Umsatzverlauf an: In wirtschaftlich prosperierenden Zeiten werden viele Forderungen generiert und können, bei entsprechendem ABCP-Rahmen, sofort in Liquidität getauscht werden. Unter wirtschaftlich schwierigeren

Rahmenbedingungen sinkt auch der Forderungsbestand und die Beanspruchung geht automatisch zurück. Das schont die Finanzierungskosten des Unternehmens.

Aber auch die Banken profitieren von den ABCP-Programmen: Statt einem Unternehmen (weitere) Kreditlinien zu gewähren, können sie die Finanzierung mittels ABCP auf die diversifizierten Forderungen des Unternehmens abstellen.

Durch das günstigere Risiko einer ABCP-Finanzierung (gegenüber einem Unternehmenskredit) schont die Bank ihre Eigenkapitalressourcen und kann damit mehr zur Unternehmensfinanzierung beitragen.

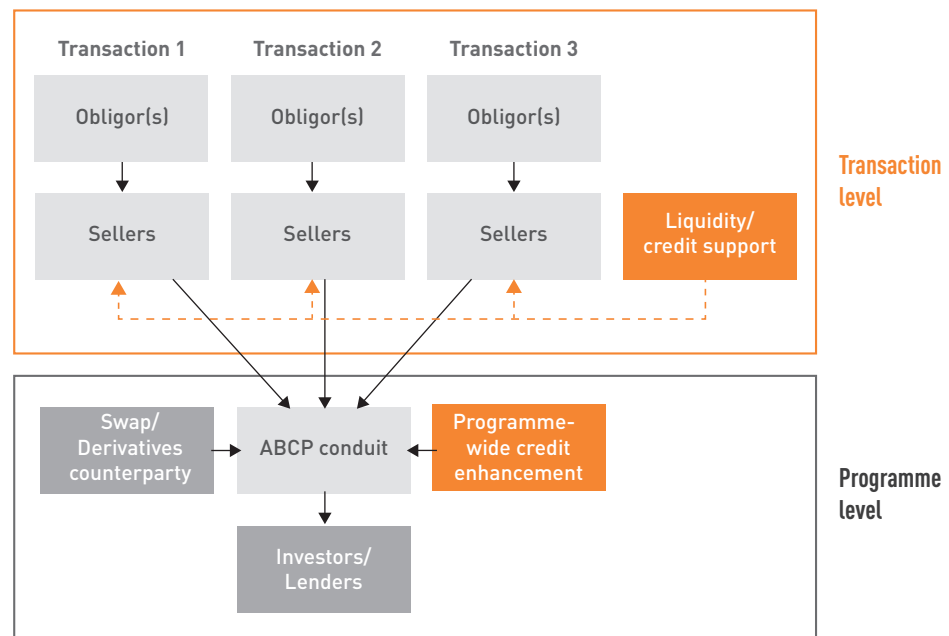
Schematisch stellt sich ein ABCP-Programm wie folgt dar:



Ein SPV kauft die Forderungen eines Unternehmens sowie dessen Tochtergesellschaften in Europa und außerhalb Europas an. Die jeweiligen Forderungsschuldner, d.h. die Kunden des Verkäuferkonzerns, sitzen dabei sowohl in Europa als auch außerhalb Europas. Die Forderungen fließen, gemeinsam mit den Forderungen aus anderen Transaktionen, in ein Emissions-SPV ein, dass sich über ABCPs am Geldmarkt refinanziert. Die jeweiligen Ankaufs-SPVs innerhalb eines ABCP-Programms sind mit einer vollumfänglichen Liquiditätslinie der Sponsorbank versehen, die alle Risiken abdeckt.

In der aktuellen STS-Regulierung wird, was die Erfüllung der STS-Kriterien angeht, zwischen Transaktions- und Programmlevel unterschieden. Diese Unterscheidung wird etwas plastischer an folgendem Schaubild verdeutlicht:

Schematische Darstellung einer ABCP Conduit-Struktur



Quelle: BIS, IOSCO

Vorteile für Unternehmen und Banken

Die Verbriefung von Handels- und Leasingforderungen bringt Unternehmen viele Vorteile. Die ABCP-Finanzierung ist ein stabiles Standbein im Finanzierungsmix der deutschen Wirtschaft, das mit dem Geschäftsvolumen der Unternehmen ‚atmet‘. Die Finanzierungsquellen werden diversifiziert und die Abhängigkeit vom Bankkredit sowie der eigenen schwankenden Bonität gemindert. Damit ergeben sich auch günstigere Finanzierungskosten für die Unternehmen. Es ist für die Unternehmen zudem eine kapitalmarktnahe Finanzierung, die sich flexibel an ihr Umsatzvolumen anpasst, ohne dass sie den Aufwand eines externen Ratings auf sich nehmen müssen. Hinzu kommt, dass

Unternehmen ggfs. auch ihre Bilanzkennzahlen verbessern können und das operative Forderungsmanagement wird optimiert.

Aber auch für die Bank als ABCP Anbieter hat die Verbriefung von Handels- und Leasingforderungen Vorteile. Die Finanzierung kann angeboten werden, ohne dass Limite und Linien der finanzierten Unternehmen belastet werden, da die Risiken aus dem Portfolio der Debitoren resultieren. Gleichzeitig wird die Hausbankverbindung vertieft. Hinzu kommt, dass es eine weitestgehend gedeckte Finanzierung mit sehr geringem Ausfallrisiko und einer bislang relativ geringen Eigenkapitalinanspruchnahme ist.

Die Verbriefung von Handels- und Leasingforderungen über ABCP-Programme könnte somit das ideale Instrument sein, um die Potentiale des Kapitalmarktes für den gehobenen Mittelstand, nutzbar zu machen, ohne dass er sich den weitgehenden Offenlegungs- und Mitspracherechten des Kapitalmarktes unterwerfen muss. Die hohen Wachstumsraten der letzten zehn Jahre zeigen, dass das Instrument ein großes Potential hat.

Vor diesem Hintergrund sind die vorliegenden, neuen, im Zuge der STS-Regulierung geschaffenen Rahmenbedingungen umso mehr zu bedauern. Europa erweist sich damit einen Bärendienst auf dem Wege zur Kapitalmarktunion.