

Zeitschrift für das gesamte
REDITWESEN

77. Jahrgang · 1. August 2024

15-2024

Digitaler
Sonderdruck

Pflichtblatt der Frankfurter Wertpapierbörse
Fritz Knapp Verlag · ISSN 0341-4019

WERO

VERBRIEFUNG

PRIVATE BANKING

Finanzierung sicherstellen:
Verbriefungen wiederbeleben

Tobias Winkler / Thomas Preuße

Tobias Winkler / Thomas Preuße

Finanzierung sicherstellen: Verbriefungen wiederbeleben

Die Europäische Union steht vor gewaltigen Herausforderungen. Die Transformation zu einer CO₂-neutralen Wirtschaft, die Digitalisierung und die Sicherung der Verteidigungsfähigkeit werden nicht allein durch staatliche Investitionen zu finanzieren sein. Klar ist: Wir brauchen privates Kapital in bislang nicht gekanntem Ausmaß. Die Politik muss jetzt die Rahmenbedingungen dafür schaffen, dass dieses private Kapital auch tatsächlich mobilisiert wird.

In der EU wird daher zu Recht über eine Vertiefung der Kapitalmarktunion diskutiert. Ein wichtiger Baustein ist dabei die Wiederbelebung der Verbriefungsmärkte. Auch wenn es derzeit noch keinen Engpass gibt, ist absehbar, dass der Finanzierungsbedarf der Realwirtschaft über kurz oder lang größer sein könnte als das, was die Banken aus heutiger Sicht bereitstellen können. Sie sollten daher in die Lage

haben sich die Staats- und Regierungschefs der EU dafür ausgesprochen, den Verbriefungsmarkt durch regulatorische und aufsichtliche Anpassungen zu stärken. Das Bundesministerium der Finanzen steht hierzu in engem Kontakt mit Experten der Kreditwirtschaft.

Sieben Vorschläge

In diese Diskussion haben sich die öffentlichen Banken mit eigenen Vorschlägen eingebracht. In einem Positionspapier des VÖB werden insgesamt sieben Vorschläge für konkrete Anpassungen der regulatorischen Vorgaben unterbreitet, die zu einer Wiederbelebung der Verbriefungsmärkte beitragen würden.

Zugegeben: Verbriefungen sind vergleichsweise komplexe Finanzprodukte. Zudem haben die Erfahrungen der Fi-

halten müssen („Selbstbehalt“). Auch dass die Information der Investoren verbessert wurde („Offenlegung“) und dass Investoren vor einer Investition in Verbriefungen besonderen Sorgfaltspflichten („Due Diligence“) unterliegen, ist grundsätzlich zu begrüßen.

Allerdings ist die Regulierung an einigen Stellen über das Ziel hinausgeschossen. Dies gilt sowohl für die Eigenkapitalanforderungen als auch für die administrativen Anforderungen an Banken, die Forderungen verbrieft oder in Verbriefungen investieren. Es ist davon auszugehen, dass die ausgebliebene Erholung der Verbriefungsmärkte in der EU nach der Finanzkrise zu einem großen Teil auf solche überzogenen, unnötig komplexen und teilweise widersprüchlichen regulatorischen Anforderungen zurückzuführen ist. Eine Reduzierung des regulatorischen Aufwands könnte daher dazu führen, dass dieses Instrument in Zukunft einen wertvollen Beitrag zur Finanzierung der anstehenden ökologischen und digitalen Transformation leisten kann.

„Die Regulierung ist an einigen Stellen über das Ziel hinausgeschossen.“

versetzt werden, ihre Bilanzen durch Verbriefungen zu entlasten, um neue Spielräume für die Kreditvergabe zu schaffen. Verbriefungen können auch direkt zur Finanzierung von Unternehmen beitragen, wenn Banken oder von ihnen getragene Zweckgesellschaften Unternehmensforderungen ankaufen.

Aus diesem Grund wird derzeit auf verschiedenen Ebenen und in zahlreichen Foren über eine Wiederbelebung der Verbriefungsmärkte diskutiert. Zuletzt

nanzkrise gezeigt, dass unzureichend regulierte Verbriefungsmärkte zu „Brandbeschleunigern“ von Krisen werden können. Es ist daher grundsätzlich richtig, dass die Regulierung von Verbriefungen nach der Finanzkrise verschärft wurde. Dazu gehört insbesondere, dass Verbriefungspositionen heute mit deutlich mehr Eigenkapital unterlegt werden müssen und dass Banken, die eigene Forderungen verbrieft („Originatoren“), einen Teil der an den Kapitalmarkt abgegebenen Risiken auf der eigenen Bilanz

Überzogene Regulatorik behindert

Dazu müssen insbesondere die Eigenkapitalanforderungen für Verbriefungen risikosensitiv ausgestaltet werden. Diese wurden bereits im Zuge der Finanzkrise deutlich erhöht. Durch die Einführung des sogenannten „Output Floors“ im Rahmen der Umsetzung von Basel III drohte eine weitere spürbare Erhöhung. Diese wurde durch eine vom Europäischen Parlament vorgeschlagene und bis Ende 2032 geltende Übergangsregelung zumindest begrenzt.



Diese Übergangsregelung sollte unbedingt beibehalten werden. Andernfalls würde sich nicht nur die Planungssicherheit der Banken verringern; auch der Verbriefungsmarkt würde bereits weit vor Ablauf der Übergangsfrist einen deutlichen Dämpfer erhalten. Zudem gilt die Übergangsregelung nur für Banken, die interne Verfahren anwenden. Um Wettbewerbsnachteile für Banken zu vermeiden, die ihre Eigenkapitalanforderungen für Verbriefungspositionen nach dem aufsichtlichen Standardansatz berechnen, sollte sie auch diesen Banken dauerhaft zur Verfügung stehen.

Richtig ist, dass nach der EU-Verbriefungsverordnung qualitativ hochwertige Verbriefungstransaktionen, das heißt einfache, transparente und standardisierte Verbriefungen (sogenannte STS-Verbriefungen), mit weniger Eigenkapital unterlegt werden müssen. Problematisch ist jedoch, dass eine Transaktion nur dann die STS-Kriterien erfüllt, wenn die verbrieften Forderungen zuvor an eine Verbriefungszwecksgesellschaft übertragen wurden. Dies hat zur Folge, dass erstrangige Verbriefungspositionen, die sich aus dem direkten Ankauf von Forderungsportfolios von Unternehmen durch Banken ergeben, nicht als STS eingestuft werden können. Hier sollte nachgebessert werden. Unseres Erachtens sind die Forderungen bei solchen Lösungen sogar besser vor einem Rückgriff des Forderungsverkäufers im Insolvenzfall geschützt als bei Zwischenschaltung einer Zweckgesellschaft.

Darüber hinaus sollten auch die in einigen Ansätzen geltenden Mindestrisiko-

Die diesbezüglichen Vorschläge der Europäischen Aufsichtsbehörden (ESAs) erscheinen grundsätzlich zielführend. Um Diskriminierung und Arbitrage zwischen den verschiedenen Ansätzen zu vermeiden, sollte die Absenkung auf ein Mindestrisikogewicht von 7 Prozent jedoch auch für STS-Verbriefungen im Standardansatz umgesetzt werden. Eine unterschiedliche Behandlung würde Marktteilnehmer, die keine internen Modelle verwenden, benachteiligen und bei Modellbanken über den Output Floor die Effekte der Absenkung im Standardansatz wieder verringern oder sogar aufheben.

Darüber hinaus sollten die Offenlegungsanforderungen für Transaktionen, an denen nur einzelne Investoren beteiligt sind („private Transaktionen“), reduziert werden. Die bestehenden detaillierten Offenlegungsanforderungen, die auch die Offenlegung von Informationen auf Ebene der einzelnen verbrieften Kredite (sogenannte „Loan-Level Data“) vorsehen, sind für öffentliche Verbriefungen mit einer Vielzahl von Investoren grundsätzlich sinnvoll.

Bei privaten bilateralen Verbriefungstransaktionen, an denen eine oder mehrere Banken beteiligt sind, die in einer direkten Kundenbeziehung zum Forderungsverkäufer stehen, sollte hingegen auf die Offenlegung von Loan-Level-Daten verzichtet werden. Bei solchen Transaktionen sind die Investoren regelmäßig in der Lage, die für sie relevanten Daten vom Originator zu erhalten. Dies gilt insbesondere, wenn Banken die erstrangigen Teile von Unternehmensforderungen erwerben.

„Die in einigen Ansätzen geltenden Mindestrisikogewichte für Senior-Tranchen sollten gesenkt werden.“

gewichte für Senior-Tranchen gesenkt werden. Damit diese Absenkungen zu einer nachhaltigen Belebung des Verbriefungsmarktes führen, sollten sie nicht nur für Originatoren, sondern auch für Investoren und Banken, die Asset-Backed Commercial Papers (ABCP)-Transaktionen unterstützen (Sponsoren), gelten.

Teilweise problematisch sind auch die Sorgfaltspflichten der Investoren. Diese Informationen sind für die Investoren häufig nicht mit vertretbarem Aufwand zu beschaffen. Im Vergleich zu anderen Produkten führen diese Anforderungen zu einem Verwaltungsaufwand, der selbst den Aufwand für Produkte mit



Foto: VÖB



Dr. Tobias Winkler

Stv. Bereichsleiter Bankenregulierung, Bundesverband Öffentlicher Banken Deutschlands, VÖB, e. V., Berlin



Foto: VÖB



Dr. Thomas Preuße

Bereichsleiter Recht und Kapitalmarkt, Bundesverband Öffentlicher Banken Deutschlands, VÖB, e. V., Berlin

Ein zentrales Thema für die neue Legislaturperiode der EU-Kommission müssen Maßnahmen zur Stärkung der europäischen Kapitalmärkte sein. Sonst droht Europas Wirtschaft weiter ins Hintertreffen zu geraten und sonst wird es kaum möglich sein, ausreichend Kapital für die Finanzierung der anstehenden Transformation bereitzustellen. Eine wichtige Rolle spielen hierbei die Verbriefungsmärkte. Verbriefungen waren mitverantwortlich für die Verschärfung der Finanzkrise und können eine Gefahr für das Finanzsystem darstellen. Entsprechend müssen sie gut reguliert werden. Da stimmen auch die beiden Autoren dieses Beitrags zu. Sie regen allerdings an, die bestehenden Vorschriften an der einen oder anderen Stelle zu überarbeiten, um Hemmnisse zu beseitigen und Marktkräfte endlich zu entfalten. (Red.)

deutlich höheren Risikoprofilen übersteigt. Um die damit verbundenen Kosten zu senken, sollte den Anlegern daher in größerem Umfang gestattet werden, auf Informationen zurückzugreifen, die von Dritten, zum Beispiel der vom Originator oder Sponsor beauftragten Zertifizierungsstelle, zur Verfügung gestellt werden.

Neben einer Stärkung der Verbriefungsmärkte sollte sich die EU-Kommission in der beginnenden Legislatur auch insgesamt mit Maßnahmen zur Stärkung der europäischen Kapitalmärkte befassen,

auch um die Finanzierung der anstehenden Transformation zu gewährleisten.

Wettbewerbsfähigkeit der europäischen Kapitalmärkte erhöhen

Besonders wichtig erscheint es hierbei, die Wettbewerbsfähigkeit der europäischen Kapitalmärkte wieder ernsthaft ins Auge zu fassen. Hierzu muss die bestehende Kapitalmarktregulierung kritisch überprüft werden und der Aspekt der Wettbewerbsfähigkeit vor jeder Überarbeitung von Regulierung sowie vor jeder neuen Regulierung und auch bei der Aufsicht über die Kapitalmärkte als wesentliches Kriterium implementiert werden.

Bislang ist bei der Kapitalmarktregulierung seit vielen Jahren der Trend zu immer umfassenderer und detaillierterer Regulierung zu erkennen. Insoweit ist sehr zu begrüßen, dass die alte und neue Kommissionspräsidentin von der Leyen nun den Bürokratieabbau energisch vortreiben möchte. Überbordende Dokumentationspflichten sind auch für Anleger nicht nur lästig, sondern verursachen häufig unverhältnismäßige hohen Aufwände, ohne dass dem ein klarer Mehrwert gegenübersteht.

Anlegern können so die Chancen einer Anlage am Kapitalmarkt kaum näherge-

bracht werden, sodass diese die Kapitalmärkte oft gar nicht mehr als ernsthafte Anlagemöglichkeit verstehen. Für die Emittenten und damit unsere Volkswirtschaften steht damit auch weniger Anlagekapital zur Verfügung als möglich wäre.

So ist beispielsweise im laufenden Gesetzgebungsverfahren für eine Retail-Investment-Strategie zwar positiv zu sehen, dass zumindest Rat und EU-Parlament dem Vorschlag der EU-Kommission für ein Provisionsverbot im beratungsfreien Geschäft nicht gefolgt sind. Allerdings stellt weitere neue und detaillierte Regulierung (value for money) insbesondere Produkthersteller vor große Herausforderungen. Viele Kapazitäten der Kapitalmarktakteure werden sich erneut auf die Umsetzung dieser Anforderungen konzentrieren müssen.

Mehr Harmonisierung und Integration

Absehbar ist jedenfalls, dass dies nicht zu einer Förderung oder gar einem Schub bei Kapitalmarktfinanzierungen führen wird. Vielmehr ist zu erwarten, dass die Nachfrage an den europäischen Kapitalmärkten auch weiter hinter anderen Regionen zurückbleiben wird. Die europäischen Kapitalmärkte sind auch deshalb

weniger attraktiv für Börsengänge und Kapitalerhöhungen, sodass Kapitalströme etwa an die US-Kapitalmärkte ausweichen.

Im Augenblick werden weitere Maßnahmen für eine Kapitalmarktunion diskutiert. Die Harmonisierung von Steuern im Kapitalmarkt kann sicherlich helfen, ebenso die Überarbeitung des Kapitalmarktinsolvenzrechts. Harmonisierte Verwahr- und Wertpapierregeln sind hingegen allenfalls sehr langfristig zu erreichen und aufgrund der dann notwendigen Abkehr von nationalen Praktiken auch mit einem sehr hohem Umsetzungsaufwand verbunden.

Viele bereits umgesetzte Einzelmaßnahmen der EU-Kommission zur Förderung einer Kapitalmarktunion sind von der Idee her sinnvoll, sie haben bislang aber nicht zu wesentlichen Fortschritten bei der Integration der europäischen Kapitalmärkte geführt.

Wir plädieren daher dafür, sich bei zukünftigen Regulierungsvorhaben nicht nur von Risikoaspekten und Schutzgedanken leiten zu lassen, sondern verstärkt politische Zielsetzungen wie eine auskömmliche Altersvorsorge der Bevölkerung, die Wettbewerbsfähigkeit des europäischen Kapitalmarktes und seine Innovationskraft in den Blick zu nehmen. ▬