

# Verbriefungen Gift oder Medizin für den Finanzmarkt?



**Von Stephan Blohm**  
Gründer und Hauptgesellschafter  
Median Group

Vielen Menschen waren Verbriefungen als Finanzprodukt lange unbekannt. Erst als vermeintliche Auslöser der Subprime-Krise und damit auch der darauf folgenden Finanzkrise erhielten sie die Aufmerksamkeit einer grösseren Öffentlichkeit. Entsprechend steht es mit dem Ruf von Verbriefungsprodukten nicht zum Besten. Das ist allerdings so, als würde man Medikamente ver-teufeln, weil eine unsachgemässe Ver-wendung gefährlich sein kann. Richtig angewendet, sind Verbriefungen wichtige und nützliche Instrumente, um bei Banken oder Unternehmen Kapital freizusetzen, welches dann über Kredite oder direkt für Investitionen zur Verfügung steht und damit das Wirtschaftswachstum unterstützt.

## **Verbriefungen setzen bei Banken und Unternehmen Kapital frei**

Bei Verbriefungen, auch Asset Backed Securities (ABS) genannt, refinanziert

der sogenannte Originator – meist eine Bank, aber auch Unternehmen oder Asset Manager – bestehende illiquide Vermögenswerte wie Darlehen, Forderungen oder andere Zahlungsströme, in dem er die aus den entsprechenden Verträgen hervorgehenden Rechte an eine Zweckgesellschaft verkauft. Diese begibt anschliessend ein mit den Rechten besichertes Wertpapier, das Investoren zeichnen und – zumindest eingeschränkt – handeln können. Die Rendite speist sich aus den Zahlungsströmen der zugrunde liegenden Verträge. Wichtig ist dabei, dass die Zweckgesellschaft in keiner wirtschaftlichen Verbindung zum Originator stehen darf. Sie wird durch einen Arrangeur zur Verfügung gestellt und verwaltet.

Für Banken und andere Kreditinstitute ist die Verbriefung eine Möglichkeit, einen Teil des Kapitals, das sie zur Deckung der Kreditrisiken hinterlegen mussten, freizusetzen und als Sicherheit für weitere Darlehen an die Wirtschaft zu verwenden. Das stärkt das Bankgeschäft, aber insbesondere auch die Wirtschaft, der mehr Kapital für Investitionen und damit Wachstum zur Verfügung gestellt wird.

Unternehmen können Verbriefungen aber auch selbst nutzen, um etwa in Forderungen oder anderen Assets gebundenes Kapital freizusetzen und für Investitionen verfügbar zu machen. Verbriefungen sorgen daher auch als zusätzlicher Finanzierungsweg für eine grössere Unabhängigkeit der Wirtschaft vom Bankensegment und tragen insgesamt zur Stabilität und Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems bei. Insbesondere für kleine und mittlere Unternehmen (KMU) ohne direkten Zugang zum Kapitalmarkt sind Verbriefungen eine wichtige Finanzierungsquelle. Das hat auch die Europäische Kommission erkannt und deshalb bereits 2014 be-

gonnen, Vorschläge für die Entwicklung und Regulierung eines «einfachen, transparenten und standardisierten Verbriefungsmarktes» zu erarbeiten. Zuvor hatte die Kommission festgestellt, dass der Gesamtwert der Verbriefungen von KMU-Darlehen von 77 Mrd. Euro im Jahr 2007 auf 36 Mrd. Euro im Jahr 2014 zurückgegangen war. Nach Schätzungen der EU-Experten würde ein Wiederanstieg des Verbriefungsvolumens in der EU auf den Durchschnittswert vor der Krise zusätzliches Kapital in Höhe von 100 bis 150 Mrd. Euro freisetzen.

Auch für Asset Manager bieten Verbriefungen eine Vielzahl von Möglichkeiten, um ihre verwalteten Assets wie Immobilien, Infrastrukturprojekte, Mezzanine-Finanzierungen oder andere Investitionsobjekte zu refinanzieren.

## **EU: Einfacher, transparenter und standardisierter Verbriefungsmarkt soll Wachstum fördern**

In dem 2015 veröffentlichten Vorschlag für eine entsprechende Verordnung zur Festlegung gemeinsamer Vorschriften von Europäischem Parlament und EU-Rat heisst es: «Die Entwicklung eines einfachen, transparenten und standardisierten Verbriefungsmarktes ist einer der Bausteine der Kapitalmarktunion (...) und trägt zu dem vorrangigen Ziel der Kommission bei, die Schaffung von Arbeitsplätzen und die Rückkehr zu nachhaltigem Wachstum zu fördern. Ein qualitativ hochwertiger Rahmen für Verbriefungen in der EU kann die Integration der EU-Finanzmärkte fördern, zur Diversifizierung der Finanzierungsquellen beitragen und Kapital erschliessen, so dass Kreditinstitute und Kreditgeber leichter Kredite an Privathaushalte und Unternehmen vergeben können.»

Eine zweite ergänzende Verordnung zur Änderung der Eigenmittelverord-

nung wurde ebenfalls auf den Weg gebracht. Ende Mai 2017 haben das Europäische Parlament und der Rat sich auf die beiden Vorschläge geeinigt. Die endgültige Fassung der Verordnungen soll nach einer technischen Überarbeitung der Texte angenommen werden. Mit den für alle Verbriefungen gültigen Vorschriften wird der Rahmen für sichere, einfache, transparente, standardisierte und angemessen beaufsichtigte Verbriefungsprodukte und eine Abgrenzung zu anderen komplexeren und riskanteren Finanzinstrumenten geschaffen.

### **Investoren sollten auf einfache und transparente Strukturen achten**

Eine solide strukturierte Verbriefung kann aus vielerlei Gründen für Investoren eine attraktive Investitionsmöglichkeit darstellen. Dabei gilt es jedoch einige Aspekte zu beachten, um ungewünschte wie unnötige Risiken zu vermeiden und die Fehler von 2007 nicht zu wiederholen.

Es hat einen Grund, warum die EU-Kommission die Eigenschaften «einfach, transparent und standardisiert» in ihren Vorschlägen betont. Investoren sollten nur verbriefte Produkte kaufen, deren Risiken sie verstehen und überblicken können. Auch die Arrangeure, die als Dienstleister die Strukturierung und Umsetzung der Verbriefung übernehmen, müssen die Risiken kennen und verstehen, um sie managen zu können. Vermieden werden sollten sogenannte Wasserfallstrukturen, bei denen das verbiefte Wertpapier nach Risikogehalt in verschiedene Tranchen aufgeteilt wird, die an unterschiedlich risikoaverse Investoren verkauft werden. Die sicherste Tranche ist regelmässig die grösste und wird nach dem Wasserfallprinzip zuerst bedient, die kleinste und riskanteste Tranche zuletzt. Derart komplexe Strukturen und die erneute Verbriefung von Teilen bereits verbriefteter Wertpapiere sind äusserst gefährlich, weil die darin enthaltenen Einzelrisiken nicht mehr identifizierbar und damit nicht mehr bewertbar sind. Die Lösung heisst «keep it simple»: Einfache Strukturen, bei denen die Zahlungsströme der zugrunde liegenden Assets eins zu eins abgebildet werden und deren Emissionsbedingungen Struktur und Risiken transparent machen, lassen sich

ausgezeichnet bewerten und in das Risikomanagement institutioneller Investoren integrieren.

### **Verbrieferungen erweitern die Möglichkeiten für Investoren**

Insbesondere für professionelle oder gar institutionelle Investoren bietet sich die Möglichkeit massgeschneiderter Verbriefungen an. Hier werden das entsprechende Portfolio und die Gestalt des Wertpapiers vom Arrangeur exakt nach den Bedürfnissen und Anforderungen des Investors ausgewählt. Es können Ucits-konforme Zertifikate, wie Luxemburger Compartments oder Strukturen aus Malta oder Liechtenstein, als insolvenz sichere Teilvermögen eingesetzt werden. Portfolios und Strukturen können präzise so zusammengestellt werden, dass sie einer bestimmten Risikoklasse entsprechen und das Rating einer unabhängigen Ratingagentur gut prognostiziert werden kann. Das ist gerade für institutionelle Investoren ein wichtiger Punkt. Denn nicht zuletzt nach den Vorgaben von Solvency II und der Anlageverordnung befinden diese sich in einem Dilemma zwischen den strengen Vorgaben für die Anlage der verwalteten Vermögen einerseits und den mangelnden Anlagealternativen im Niedrigzinsumfeld andererseits. Der Anlagedruck ist enorm. Die wenigen lukrativen Asset-Klassen sind als direkte Investments oft bereits bis zur aufsichtsrechtlichen Maximalgrenze in der Allokation des Portfolios enthalten. Durch Investitionen über abgesicherte Verbriefungen können institutionelle Investoren jedoch mittelbar von den höheren Erträgen dieser Asset-Klassen profitieren, ohne direkt in diese zu investieren und damit die vorgegebenen Allokationsgrenzen zu verletzen.

Das breite Spektrum an geeigneten Assets aus diversen weitgehend voneinander unabhängigen Anlagensegmenten bietet aber auch darüber hinaus ein erhebliches Diversifikationspotenzial.

### **Robuster Track Record selbst in der Krise**

Tatsächlich haben sich Verbriefungen von realwirtschaftlichen Assets in Europa, anders als ihre US-amerikanischen Pendanten, auch während der Finanzkrise als nachweislich robust erwiesen. So lagen

beispielsweise die Ausfallraten für durch Wohnbauhypotheken besicherte Verbriefungsprodukte mit Investmentgrade in der EU nach Angaben der EU-Kommission bei höchstens 0,2%.

Verbrieftes Wertpapiere zeichnen sich darüber hinaus aufgrund ihrer meist variablen Verzinsung durch eine im Vergleich zu Festzinsanleihen deutlich höhere Widerstandsfähigkeit gegen Zinsänderungen aus. Anziehende Zinsen haben kaum Auswirkungen auf die Kurse verbriefteter Wertpapiere. Das dürfte mittelfristig die Attraktivität für Investoren weiter steigern, wenn die Europäische Zentralbank (EZB) beginnt, ihre ultralockere Geldpolitik zurückzufahren und sich auch in Europa eine Zinswende andeutet.

Noch kauft die EZB allerdings im Rahmen des seit November 2014 laufenden und bis Ende 2017 verlängerten «ABS Purchase Programme (ABSPP)» hochwertige Verbriefungen auf, um die Kreditvergabe von Banken und damit die regionale Wirtschaft zu beleben. Ende 2016 belief sich das angekaufte Volumen auf über 22 Mrd. Euro. Als Folge des Aufkaufprogramms kam es zu einer Einengung der Risikoaufschläge (Spreads) in allen Verbriefungssegmenten.

### **Ausblick**

In den letzten Jahren hat sich der Verbriefungsmarkt recht dynamisch entwickelt und das dürfte sich auch 2017 fortsetzen. 2016 betrug das Emissionsvolumen von Asset Backed Securities in Europa rund 234 Mrd. Euro und damit rund 18 Mrd. Euro bzw. 8,5% mehr als im Vorjahr. Im Verhältnis zum emittierten Volumen im Jahr 2006, dem letzten Jahr vor der Finanzkrise, entspricht das allerdings nahezu einer Halbierung.

Das über die vergangenen Jahre wieder zunehmende Volumen zeigt die gute und anhaltende Nachfrage von Investoren für Verbriefungen mit hohen Qualitätsstandards und transparenten Strukturen. Bis zur Ausschöpfung des Marktpotenzials ist es allerdings noch ein weiter Weg. Eine massvolle Regulierung durch die EU-Kommission und den EU-Rat könnte dabei das Vertrauen in diese Anlageklasse zusätzlich fördern.

*sblohm@medianservices.com  
www.median-group.com*