Kreditverbriefung und Mittelstandsfinanzierung.

1. Hintergrund.

Mit Hilfe von Verbriefungen wurden in Europa 2004 Kreditrisiken in Höhe von rd. 250 Mrd. EUR an den Kapitalmarkt übertragen. Die Verbriefungsmärkte sind damit binnen weniger Jahre zu einem wichtigen Segment des Kapitalmarktes geworden. Dieser strukturelle Wandel des europäischen Kapitalmarkts reflektiert die Bedürfnisse der Originatoren (zumeist Banken) und vor allem auch der Investoren, die unmittelbaren Zugang - ohne Zwischenschaltung von Banken und deren Kreditrisiko - zu Kreditrisiken wie privaten Wohnungsbaukrediten oder Kreditkartenforderungen in verschiedenen europäischen Ländern suchen.

Verbriefung ist aber gleichzeitig auch ein zentraler Baustein in der Neuorganisation des Kreditgeschäfts vieler Kreditinstitute. Eine Reihe von Banken hat begonnen, das Geschäftsmodell im Kreditgeschäft von einer „Buy-and-Hold"-Strategie hin zum aktiven Portfoliomanagement umzustellen. Sie sind damit in der Lage, Risiken besser zu diversifizieren und die „Umschlagshäufigkeit des Kapitals" zu erhöhen, d. h. sie können bei konstanter Eigenkapitalbasis das Geschäft ausweiten. Für diese Institute stellt Verbriefung das notwendige Verbindungsglied zum Kapitalmarkt bzw. den „Absatzkanal" für die angesammelten Kreditrisiken dar.

Die KfW hat sich frühzeitig entschieden, Finanzinnovationen wie die Kreditverbriefung für die Förderpolitik zu instrumentalisieren.[1] Daher hat die KfW vor knapp fünf Jahren die Verbriefungsplattform PROMISE aufgebaut, über die deutsche und europäische Kreditinstitute Risiken aus Mittelstandskrediten an den Kapitalmarkt transferieren können. Das primäre Ziel von PROMISE ist es, die Rahmenbedingungen für die Kreditversorgung von Mittelständlern nachhaltig zu verbessern. Dafür muss aber auch das Instrument „Verbriefung" entsprechend entwickelt und für einen breiteren Anwenderkreis erschlossen werden. PROMISE leistet diesen Beitrag zum Aufbau des deutschen und europäischen Verbriefungsmarktes und hilft, Kredite an die Zielgruppen der KfW-Förderung bei Kapitalanlegern als „Asset-Klasse" (Vermögenskategorie oder Anlageart) zu etablieren. Das ist erforderlich, weil dieses Segment des Verbriefungsmarktes auf Grund hoher Transaktionskosten ohne eine solche Anschublei-

[1] Vgl. Krämer-Eis, Helmut/ Schneider, Claudia/ Tiskens, Christoph (2001): Die Verbriefung von Mittelstandskrediten durch die KfW, in: KfW, Beiträge zur Mittelstands- und Strukturpolitik Nr. 21, S. 24-30.

stung unterentwickelt bliebe (Marktversagen), was die Finanzierungsprobleme kleiner und mittlerer Unternehmen (kmU) in Zukunft verstärken würde.

Eine Asset-Klasse kann man als „reif“ bezeichnen, wenn sie einen gewissen Standardisierungsgrad und eine hohe Liquidität erreicht hat. Eine reife Asset-Klasse stellen beispielsweise erstrangige britische Wohnungsbaukredite dar („Prime RMBS“). Sie haben in den letzten 10, 15 Jahren einen „Produktlebenszyklus“ durchlaufen und gelten inzwischen als anerkannte Anlageart bei Kapitalmarktinvestoren. Dies versetzt britische Banken in die Lage, regelmäßig Risiken auszuplatzieren und sich günstig zu refinanzieren, so dass sie eine attraktive und wettbewerbsfähige Kreditversorgung für den privaten Wohnungsbau bereitstellen können. Darüber hinaus haben die „Prime RMBS“ den Weg geebnet für die Verbriefung anderer „Sub-Asset-Klassen“ wie nachrangige Wohnungsbaudarlehen, Darlehen an Kunden mit belasteter Kredithistorie oder Darlehen für vermietete Objekte, indem sie Investoren, Ratingagenturen und andere Akteure veranlasst haben, sich intensiver mit dem britischen Wohnungsbaumarkt zu befassen. Im Gegensatz dazu ist für mittelständische Kreditrisiken bislang noch keine den Prime RMBS vergleichbar reife Asset-Klasse entstanden, obwohl die Kreditvergabe an mittelständische Unternehmen in Europa vom Volumen her ähnlich groß ist und die Banken Interesse haben, Verbriefungen zur Refinanzierung der Unternehmenskredite und zum Risikomanagement einzusetzen.

In diesem Beitrag wird zunächst die Finanztechnik Verbriefung genauer erläutert und die Entwicklung des deutschen und europäischen Verbriefungsmarktes skizziert. Auffällig ist dabei, dass Mittelstandsverbriefungen trotz einiger positiver Tendenzen insgesamt immer noch eine untergeordnete Rolle spielen. Das hat eine Reihe von Gründen, die im 4. Abschnitt dargestellt werden. Anschließend wird ausführlich diskutiert, welche Vorteile die Verbriefung aus Sicht von Originatoren und Kreditnehmern sowie für den Finanzmarkt allgemein bietet.

2. Grundstruktur einer Verbriefung.

Bei einer Verbriefung bündelt der „Originator“ (z. B. ein Kreditinstitut oder eine Leasinggesellschaft) im Zuge seiner Geschäftstätigkeit entstehende Finanzaktiva (Kredite oder andere Forderungen), fasst sie in einem Portfolio zusammen und verkauft sie an eine Zweckgesellschaft (Special Purpose Vehicle, SPV). Diese refinanziert den Kauf durch die Ausgabe von Wertpapieren, den Asset-Backed Securities (ABS). Es lassen sich drei ABS-Klassen unterscheiden: ABS im engeren Sinne, MBS (= Mortgage Backed Securites) und CDO (= Collateralized Debt Obligations). ABS im engeren Sinne bezeichnet dabei die Verbriefung von Konsumentenforderungen, Kreditkartenforderungen und kurzfristigen Cashflows. MBS unterglie-

dert sich in privatwirtschaftliche (RMBS = Residential MBS) und kommerziell genutzte Immobilien (CMBS = Commercial MBS). Bei den CDO unterscheidet man CLOs (= Collateralized Loan Obligations) und CBOs (= Collateralized Bond Obligations), je nachdem, ob es sich bei den zu Grunde liegenden Vermögenswerten um Kredite oder Anleihen handelt.

Zu unterscheiden ist außerdem zwischen „Synthetischer Verbriefung“ und „True Sale“:

- Beim **True Sale** werden die Forderungen „echt“ an das SPV verkauft. Dieses emittiert zur Finanzierung des Kaufpreises Anleihen, die von Investoren erworben werden. Durch den Verkauf an das insolvenzfern errichtete SPV ist sichergestellt, dass die Investoren nur das Risiko des Forderungspools tragen. Der Verkäufer kann sich damit im Ergebnis unabhängig von seinem Bonitätsrisiko – häufig günstiger als über die Emission ungedeckter Schuldverschreibungen – refinanzieren.

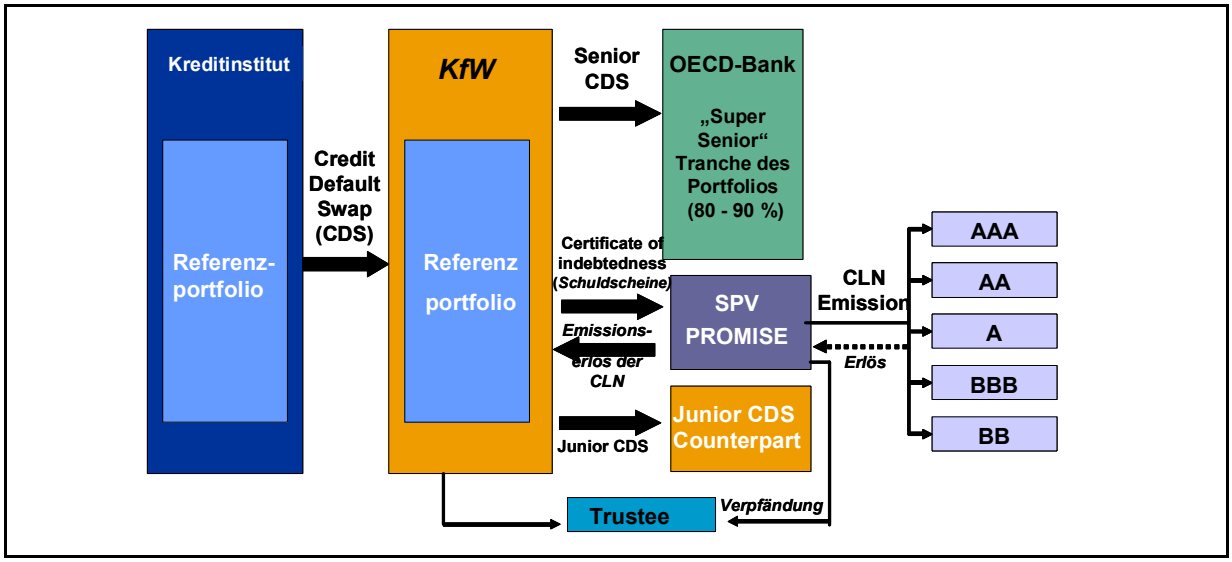
- Bei einer **synthetischen Verbriefung** werden die Forderungen nicht verkauft, sondern bleiben in der Bilanz der Bank. Lediglich die mit dem Portfolio verbundenen Ausfallrisiken werden mit Hilfe von Kreditderivaten auf Dritte übertragen.[2]

Welche Form der Verbriefung vorzuziehen ist, lässt sich nicht pauschal sagen, sondern ist vor allem eine Frage der Zielsetzung des Originators. Für einen Originator, der über eine günstige und stabile Refinanzierungsbasis verfügt und nur das Kreditrisiko seines Portfolios reduzieren will, ist die synthetische Verbriefung häufig das effizienteste Instrument. Für den Einsatz synthetischer Strukturen spricht, dass sie schneller und flexibler strukturierbar sind. Durch den Einsatz von Kreditderivaten kann zudem nahezu jede gewünschte Kombination von Risikoteilung und Laufzeit erreicht werden. Eine True Sale Struktur ist hingegen vorzuziehen, wenn der Originator eine zusätzliche, vom eigenen Rating unabhängige Refinanzierungsquelle erschließen will. Denn über den Kaufpreis für die Aktiva fließen ihm Mittel zu, überwiegend zu günstigen AAA-Konditionen.[3]

---

[2] Die Risikoübertragung erfolgt über Credit Default Swaps (CDS) oder Credit Linked Notes, d. h. Anleihen, deren Rückzahlung von der Entwicklung der Kreditausfälle im Portfolio abhängt.

[3] Auch aus Investorensicht haben beide Formen Vor- und Nachteile. So sind die im Zuge einer True-Sale Transaktion emittierten Schuldverschreibungen liquider als synthetische Tranchen, was für Investoren vorteilhaft ist, die eine aktive Handelsstrategie verfolgen. Andererseits lassen sich in synthetischen Strukturen bestimmte beim True Sale vorhandene Risiken ausschließen.

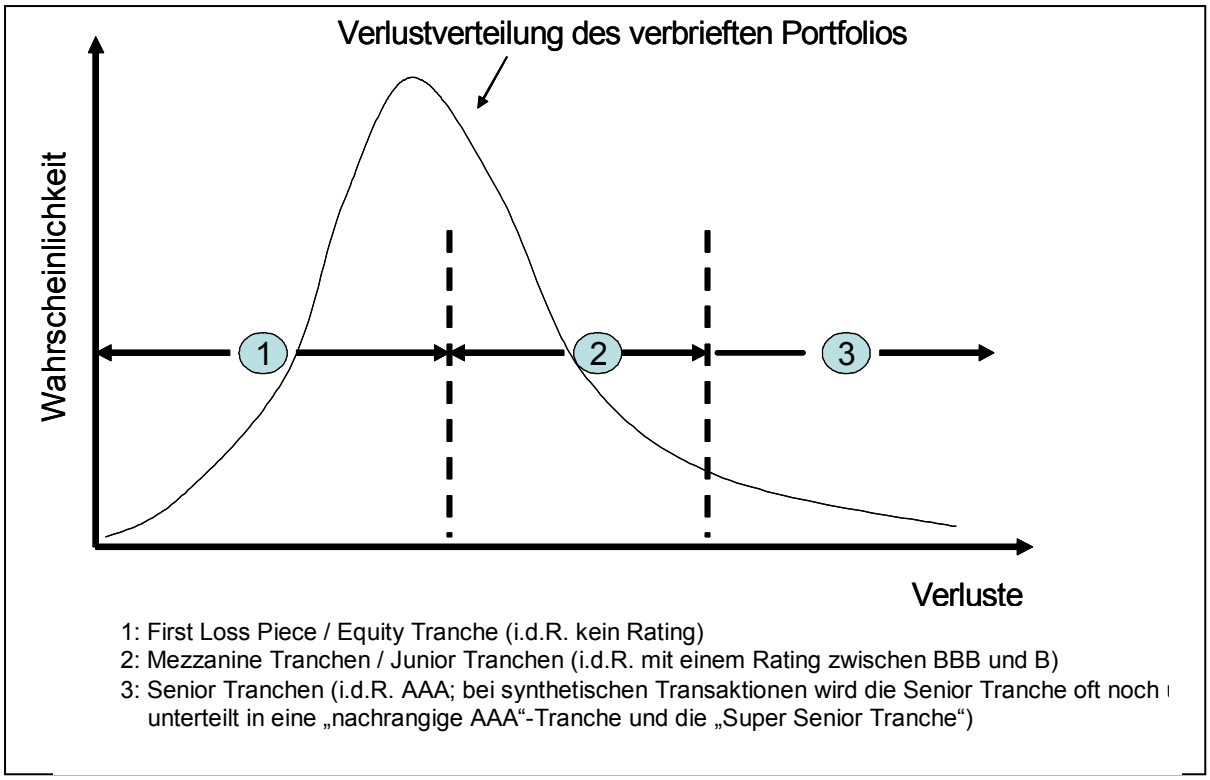


Grafik 1: Grundstruktur einer PROMISE-Transaktion

Mit der Plattform PROMISE hat die KfW sich entschlossen, ein standardisiertes Instrumentarium für die synthetische Verbriefung von Mittelstandskrediten anzubieten. Im folgenden wird kurz die Struktur einer typischen PROMISE-Transaktion erläutert (vgl. Grafik 1). Ziel ist es, den Mittelstand mit Hilfe von Verbriefungen an den Kapitalmarkt zu bringen und damit den Zugang zu Finanzmitteln offen zu halten bzw. auszuweiten. Die Standardisierung ist für dieses Kapitalmarktprodukt von entscheidender Bedeutung, weil sie sowohl den Originatoren als auch den Investoren den Zugang erleichtert, Transaktionskosten reduziert und damit die Liquidität des Marktes entscheidend erhöht.

Im ersten Schritt übernimmt die KfW über einen CDS das Ausfallrisiko eines zuvor über Auswahlkriterien definierten Referenzportfolios, das sich aus einer großen Anzahl von Einzelkrediten zusammensetzt. Im zweiten Schritt leitet die KfW die Risiken weiter, zum einen über OECD-Banken an den Swapmarkt und zum anderen über eine Zweckgesellschaft in Form von Credit Linked Notes an den Kapitalmarkt. Die KfW trägt die Risiken also nicht selbst, sondern agiert nur als Intermediär oder „Risikobroker“.

Die Ausplatzierung der Risiken erfolgt in strukturierter Form. Das heißt, das gesamte Kreditrisiko des Portfolios wird in Tranchen unterschiedlicher Bonität eingeteilt. Die Risiko-Klassifizierung wird dabei durch mindestens zwei der drei international anerkannten Rating-Agenturen (Fitch Ratings, Moody’s,Standard & Poor’s) durchgeführt, indem die potenziellen Kreditausfälle aus dem Referenzportfolio in einer fest definierten Reihenfolge auf die einzelnen Tranchen verteilt werden.



Grafik 2: Tranchierung eines Portfolios

Demnach werden zunächst der Tranche mit der geringsten Bonität („Junior Tranche"/ „First Loss Piece") sämtliche Verluste zugewiesen. Sollten die aufgetretenen Verluste größer sein als die unterste Tranche, so trägt die darüber liegende Tranche die überschüssigen Verluste usw. (vgl. Grafik 2; die Fläche unter der Verteilungskurve gibt an, mit welcher Wahrscheinlichkeit die Verluste in der jeweiligen Höhe auftreten werden).

Durch eine tranchierte Ausplatzierung der Risiken wird erreicht, dass Investoren mit unterschiedlicher Risiko-Neigung als „Kreditversicherer" angesprochen werden. So haben sich etwa einige Versicherungen auf die Investition in die Tranche mit dem geringsten Risiko, die „Super Senior Tranche", spezialisiert. Diese Tranche umfasst z. B. bei einem gut diversifizierten Mittelstandsportfolio 80 % bis 90 % des Verbriefungsvolumens. Da die Risikoübertragung rein synthetisch über einen CDS erfolgt, muss der Investor auch keine Refinanzierung beisteuern. Die Wirtschaftlichkeit einer synthetischen Verbriefung ist insbesondere von der Größe des „Super Senior Swaps" und den dafür zu entrichtenden (niedrigen) Absicherungsprämien abhängig.

Etwa 10 % bis 20 % des Portfoliovolumens werden als „Mezzanine-Tranchen" am Kapitalmarkt platziert. Dazu emittiert die KfW an die Entwicklung des Referenzportfolios gekoppelte Credit-Linked KfW-Schuldscheine und verkauft diese an ein SPV. Das SPV wiederum refinanziert sich über die Emission von Credit Linked Notes. Als Anleger treten hier meist deut-

sche und internationale Banken, Investment Fonds sowie Förderinstitutionen wie der Europäische Investitionsfonds (EIF) auf.[4]

Das wirtschaftliche Risiko aus dem First Loss Piece (rd. 3-5 %) wird meist vom Originator übernommen. Dass die verbriefende Bank das First Loss Risiko einbehält, hat – wie der Selbstbehalt bei einer Versicherung – eine wichtige Anreizfunktion. Denn der Originator agiert i.d.R. auch nach erfolgter Risikoübertragung als Servicer der Referenzforderungen, d. h. bleibt für die Kredit- und Sicherheitenverwaltung verantwortlich. Indem die ersten Verluste beim Originator verbleiben, wird ein wirtschaftlicher Anreiz geschaffen, die Qualität des Servicing – als eine wichtige Determinante der Ausfallentwicklung des Referenzportfolios – weiterhin auf hohem Niveau zu halten.[5]

Ein wichtiges Anliegen der KfW ist es, mit Hilfe von Verbriefungen einen liquiden Sekundärmarkt für deutsche Mittelstandskredite zu schaffen.[6] Dazu müssen neue Investorengruppen für diese Asset-Klasse gewonnen werden, die möglichst langfristig am Markt engagiert bleiben. Die Bereitstellung einer hinsichtlich Struktur, Dokumentation etc. standardisierten Plattform trägt entscheidend dazu bei, dieses Ziel zu erreichen. Bei einer synthetischen Verbriefung sind aus Investorensicht im Kern zwei Aspekte zu prüfen:

- Die Kreditrisiken in dem verbrieften Portfolio und ihre mögliche Entwicklung.
- Der Transaktionsrahmen, der als einheitliches Vertragswerk für den Risikotransfer genutzt wird („Struktur“).

Bei der Beurteilung der Kreditqualität muss der Investor im wesentlichen auf die beim Abschluss der Transaktion mitgelieferten Angaben zu den wichtigsten Risikoparametern des Portfolios (Verteilung der Kredite nach Ratingklassen, Branchen, Regionen, Umsatzgröße

---

[4] Dem Originator fließt hier anders als bei einer True Sale Verbriefung keine Liquidität zu. Ein Liquiditätseffekt wird aber durch die Koppelung einer PROMISE-Verbriefung mit einem KfW-Globaldarlehen erreicht.

[5] Ein Handel des First Loss Piece kommt i.d.R. nicht zustande, weil auf Grund der asymmetrischen Informationsverteilung potenzielle Investoren eine höhere Rendite verlangen als die besser informierten Originatoren zu zahlen bereit sind.

[6] Auf dem primären Kreditmarkt werden neue Kreditverträge von Banken angeboten und von Unternehmen nachgefragt. In der Regel handelt es sich dabei um individuelle, bilaterale Kreditverträge. Im Unterschied dazu werden am Sekundärmarkt für Kredite die zuvor vergebenen und damit bereits bestehenden Kredite zwischen Investoren gehandelt. Nur wenn der Sekundärmarkt hinreichend liquide und transparent ist, kommt ein effizienter Handel zustande.

des Kreditnehmers, Besicherungsquoten etc.) sowie die Bewertung der Portfolioqualität durch die Rating-Agenturen zurückgreifen.

Die Analyse des Transaktionsrahmens umfasst die wichtigsten Vertragsklauseln, die bspw. die Definition der Kreditereignisse oder die für das SPV verwendeten Sicherheiten betreffen. Diese Struktur wird ebenfalls von den Rating-Agenturen beurteilt und kann prinzipiell für jede Transaktion individuell festgelegt werden. Für PROMISE- Transaktionen ist die Struktur weitgehend vereinheitlicht worden, wodurch sich die Analysekosten für die Investoren erheblich verringern. Sie können sich daher weitestgehend auf die Analyse der Kreditqualität konzentrieren.

Ein wesentliches Standardisierungsmerkmal betrifft auch die laufende periodische Berichterstattung über die Entwicklung der Kreditqualität des Portfolios. Der Umfang und die Zugänglichkeit dieser Berichte sind ein wichtiges Qualitätsmerkmal einer Transaktion (die aktuellen Berichte für die Investoren über die Performance der PROMISE- Transaktionen können z. B. über die Internetseiten der KfW Bankengruppe abgerufen werden). Der Investor muss v.a. an Hand der Daten zeitnah die Entwicklung der Kreditqualität verfolgen können. Dabei ist auch entscheidend, dass die so genannten „Pool-Reports“ auf vergleichbaren Definitionen basieren und vergleichbare Zahlen berichten. Auch hier bilden sich allmählich einheitliche Standards – zunächst als Minimalforderung – heraus.

Kasten 1 Informationsasymmetrie: Problem und Lösungsmöglichkeiten

Früher wurde oft argumentiert, dass es auf Grund von Informationsasymmetrien zwischen (potenziellen) Sicherungsnehmern und Sicherungsgebern kaum möglich sei, Kreditrisiken aus dem mittelständischen Firmenkundengeschäft an externe Investoren zu übertragen – sei es durch Verbriefung oder durch Kreditderivate.

Verbriefung setzt möglichst stabile und zuverlässig prognostizierbare Cash-Flows voraus, damit die Anleger das Risikoprofil der angebotenen Wertpapiere z. B. auf Basis historischer Datenreihen beurteilen können. Daher lassen sich homogene Massenforderungen wie Wohnungsbau- oder Kreditkartenforderungen relativ einfach verbriefen. Schwieriger ist hingegen die Verbriefung von heterogenen, wenig transparenten Forderungen wie Mittelstandskrediten.

Auch für den Einsatz von Kreditderivaten ist eine symmetrische Informationsverteilung zwischen Risikoverkäufer und Risikokäufer erforderlich. Für die notwendige Transparenz können die Marktbewertung der Risikoposition (bzw. eines Referenztitels) oder das öffentliche Rating einer anerkannten Agentur sorgen. Ein aktiver Handel von CDS findet daher nur in rd. 1.000 Adressen statt, wobei es sich bei den Referenzschuldnern vorwiegend um größere Unternehmen aus dem Investment-Grade-Bereich handelt.

Aus informationsökonomischer Sicht sind bei der Verbriefung von Mittelstandskrediten v.a. zwei Probleme zu berücksichtigen:

- Adverse selection: Die Hausbank verfügt auf Grund der langjährigen Geschäftsbeziehung über Informationsvorsprünge bezüglich der Bonität ihrer Schuldner und kann diese nutzen, um dem Sicherungsgeber schlechte Risiken anzudienen.
- Moral hazard: Nach dem Verkauf der Risiken hat die Bank, die weiterhin als Servicer agiert, kein Interesse mehr, Kosten z. B. für die Überwachung der Kredite, Neuverhandlungen oder eine bestmögliche Sicherheitenverwertung zu übernehmen.

Die beteiligten Parteien können diese Probleme jedoch mit Hilfe einer anreizkompatiblen Vertragsgestaltung weitgehend in den Griff bekommen, dazu zählen u.a.:

- Das First Loss Risiko verbleibt meist – zumindest teilweise – direkt oder indirekt (bspw. über excess spread Modelle) bei der verbriefenden Bank. Sie hat daher auch nach Übertragung der Risiken ein Interesse, die Ausfälle und Verluste zu minimieren.
- Mit der Festlegung von Servicing-Standards, bei deren Verletzung die Ansprüche des Sicherungskäufers auf Kompensation der Kreditverluste verfallen, wird ebenfalls „moral hazard“ erschwert.
- Ein Treuhänder (Trustee) überwacht die Transaktion und vertritt die Interessen der Investoren.

Einen weiteren Schutz gegen „moral hazard“ und „adverse selection“ bietet die Marktdisziplin. In der Regel wollen sich Banken mit ihren Transaktionen dauerhaft am Kapitalmarkt etablieren, da eine einmalige Verbriefung angesichts der hohen Investitionskosten für den Aufbau der internen Infrastruktur kaum lohnt. Sie müssen daher einen entsprechenden „Track Record“ aufbauen und sind daran interessiert, dass sich die Transaktionen im Rahmen der Erwartungen entwickeln. Inzwischen kann man beobachten, dass Originatoren, die eine hohe Reputation aufgebaut haben, sogar das First-Loss-Piece ausplatzieren können (ihnen stehen dabei in der Regel hoch spezialisierte Investoren gegenüber).

Eine sehr wichtige Rolle bei der Überwindung von Informationsasymmetrien spielen schließlich die Ratingagenturen. Zum einen erhöhen sie durch ihre veröffentlichten Rating-Analysen die Markttransparenz und tragen dazu bei, die Investoren vor „adverse selection“ zu schützen. Zum anderen erschweren sie durch die permanente Überwachung der Transaktionen „moral hazard“, da Verstöße gegen die Interessen der Investoren mit Ratingabstufungen bestraft werden.

Für Investoren, die substanziell in Verbriefungsprodukte investieren, ist es aber sicherlich sinnvoll, sich nicht voll auf die Urteile der Ratingagenturen zu verlassen, sondern sie eher als Ergänzung der eigenen Analysen zu nutzen. Auch gesamtwirtschaftlich ist das zu begrüßen: zum einen wird so ein breiteres und tieferes know-how aufgebaut, zum anderen würde die Konzentration der Risikoeinschätzungen bei einer „Handvoll“ Ratingagenturen die Modell- und Methodenrisiken erhöhen.

Im Zusammenhang mit PROMISE-Transaktionen ist ein weiterer Punkt zu berücksichtigen: ein Kreditderivat, das sich auf einen hochgradig diversifizierten Pool von Mittelstandsrisiken bezieht, überträgt letztlich nur das systematische Kreditrisiko, das von übergreifenden (makroökonomischen) Faktoren abhängt, während das idiosynkratische (unternehmensbezogene) Risiko durch die Risikostreuung „wegdiversifiziert“ wurde. Gravierende Informationsasymmetrien zwischen Hausbank und Investor bestehen jedoch nur in Bezug auf die unternehmensspezifischen Risiken, und die Hausbank kann das systematische Risiko kaum beeinflussen. Insofern ist ein Handel der systematischen Risikokomponente durchaus möglich – und entspricht i.d.R. ja auch dem Interesse des Originators, der sich gerade gegen das mit einer regionalen oder Branchenkonzentration einhergehende systematische Risiko absichern will.

3. Entwicklung des deutschen Verbriefungsmarktes.

In den USA werden bereits seit den 1970er Jahren mit Grundschulden unterlegte Hypothekenforderungen verbrieft und als MBS gehandelt. In Deutschland wurde diese Finanzierungstechnik rd. 25 Jahre später erstmals – und zunächst auch nur sporadisch – genutzt. Das hat eine Reihe von Gründen. Insbesondere gab es für deutsche Kreditinstitute lange Zeit kaum wirtschaftliche Anreize zur Verbriefung: niedrige Refinanzierungskosten, eine komfortable Eigenkapitalausstattung oder institutionelle Absicherung und „Bilanzsummendenken“ statt Steuerung über (risikobereinigte) Renditekennzahlen ließen wenig Interesse an Verbriefungen aufkommen.

Das hat sich in den letzten Jahren grundlegend geändert. Die deutsche Kreditwirtschaft wird auf breiter Front mit steigenden Refinanzierungskosten konfrontiert (Ratingabstufungen, sinkende Einlagenbasis), muss die knappe Ressource Risikokapital effizienter bewirtschaften und in vielen Fällen wachsenden Renditeansprüchen der Eigenkapitalgeber genügen. Zudem wurde mit der bereits in der Einleitung angesprochenen Verbesserung der Risikobewertung eine wichtige Voraussetzung für die Handelbarkeit von Kreditrisiken geschaffen. Vor allem aber haben viele Finanzinstitute die strategischen Möglichkeiten erkannt, die eine aktive Nutzung der Kapitalmärkte per Verbriefung für das traditionelle Kreditgeschäft und die eigene Wettbewerbsfähigkeit eröffnet (siehe unten). Am Ende profitieren davon v.a. die Kreditnehmer, an die die Vorteile – gerade im wettbewerbsintensiven deutschen Bankenmarkt – weitergegeben werden.

Die erste Verbriefungstransaktion in Deutschland wurde 1995 von der Rheinischen Hypothekenbank AG durchgeführt, die ein gemischtes Portfolio aus gewerblichen und Wohnungsbaukrediten ausplatzierte. Die Deutsche Bank verbriefte 1998 über ihr Core-Programm zum ersten Mal ein deutsches Mittelstandskreditportfolio. Insgesamt wurden in Deutschland bis einschließlich erstes Quartal 2005 Mittelstandskreditrisiken in Höhe von rd. 40 Mrd. EUR verbrieft. Überwiegend handelt es sich dabei um synthetische Verbriefungen, was v.a. auf die besonderen (steuer-)rechtlichen Rahmenbedingungen zurück zu führen ist.[7] Entscheidend zur positiven Entwicklung des Marktes hat die PROMISE-Plattform der KfW beigetragen, über die in Deutschland seit Ende 2000 elf Mittelstandsportfolios von sechs verschiedenen Originatoren verbrieft wurden.[8] Am deutschen Verbriefungsmarkt waren Mittelstandskredite damit in den letzten Jahren die zweitwichtigste Asset-Klasse nach privaten Wohnungsbaudarlehen (der RMBS-Anteil liegt bei über 50 %).

[7] Bis zur Verabschiedung des „Kleinunternehmerförderungsgesetzes“ im Sommer 2003 mussten Zweckgesellschaften, die Forderungen einer Bank ankaufen, die Schuldzinsen auf die zur Refinanzierung begebenen Anleihen teilweise zum Gewerbeertrag hinzurechnen. Das verursacht Zusatzkosten in Höhe von schätzungsweise 0,4 % bis 0,5 % p.a. gegenüber einer „normalen“ Refinanzierung der Bank (da für Bankgeschäfte das Gewerbesteuer-Privileg gilt).

[8] Daneben wurden noch zwei weitere Transaktionen mit Unterstützung der KfW, aber außerhalb des PROMISE-Programms (Symvonie 2004 und SEAS 2005), durchgeführt.

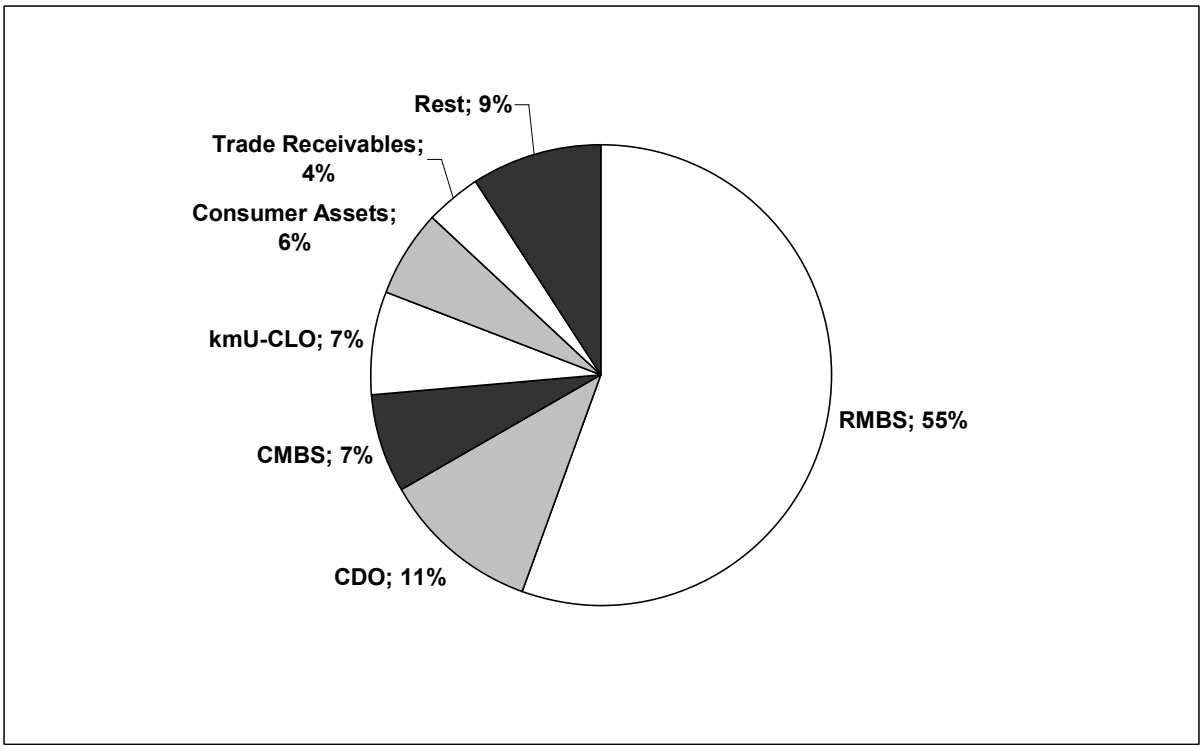
Tabelle 1: Risikotransfer an kmU Risiken 2000-2004 in Mio. EUR

	Deutsch-land	davon PROMISE	Spanien (FTPYME)	U.K.	Andere	davon PROMISE	Europa kmU-CLOs	Europa ABS gesamt
2000	10.500	3.500	1.548	0	0	0	12.048	168.000
2001	5.406	2.650	5.072	2.340	5.000	0	17.818	151.000
2002	9.768	6.770	3.124	0	1.217	1.000	14.109	225.000
2003	4.728	3.290	6.254	3.018	1.694	0	15.694	255.000
2004	1.449	200	9.288	365	5.122	3.500	16.224	250.000
Gesamt	31.851	16.410	25.286	5.723	13.033	4.500	75.893	1.049.000

In der Mittelstandsverbriefung zählt Deutschland – neben Spanien – in Europa zu den führenden Nationen (vgl. Tabelle 1).

Allerdings spielt diese Asset-Klasse am europäischen ABS-Markt insgesamt nur eine untergeordnete Rolle (vgl. Grafik 3). Der Markt wird vor allem dominiert von britischen und niederländischen RMBS, denen i.d.R. erstrangige private Hypothekendarlehen zu Grunde liegen.[9] Insgesamt entfällt mehr als die Hälfte aller Verbriefungen auf RMBS (55 %), gefolgt von CDOs (Kredite/ Anleihen an Großunternehmen) mit 11 % und CMBS (7 %).

[9] Die deutschen PROVIDE-Transaktionen zeichnen sich hingegen durch einen hohen Anteil nachrangiger Darlehen aus, die schwieriger zu verbriefen sind als erstrangige.



Grafik 3: Risikotransfer in Europa nach Asset-Klassen 2004 (Quelle: Commerzbank Securities)

4. Warum werden kmU-Kredite nur unterproportional verbrieft?

Auf den ersten Blick erscheint der Anteil der kmU-Verbriefungen am gesamten Verbriefungsmarkt mit knapp 7% durchaus akzeptabel. Dabei ist aber zu berücksichtigen, dass die meisten europäischen kmU-Verbriefungen von Förderinstitutionen unterstützt wurden: Die starke Stellung Spaniens ist auf das FTYPME-Programm[10] zurückzuführen, eine Reihe von Transaktionen – neben Deutschland auch in Österreich und Portugal – wurde über die PROMISE-Plattform abgewickelt und in zahlreichen Transaktionen hat sich der Europäische Investitionsfonds (EIF) als Investor engagiert.[11] Das zeigt, dass kmU-Verbriefungen ohne Unterstützung durch Förderinstitutionen schwer zu realisieren sind.

[10] FTYPME steht für Fondos de Titulizacion de Pequenas y Medianas Empresas (Verbriefungsfonds für kleine und mittlere Unternehmen).

[11] Auch in den USA, dem weltweit mit Abstand führenden Verbriefungsmarkt, werden kmU-Kredite eher sporadisch verbrieft; vgl. Bushaw (1998), Acs (1999). Regelmäßig verbrieft werden nur von der Small Business Administration (SBA) garantierte Kredite. Sowohl die SBA als auch der Gesetzgeber versuchen jedoch, die Entwicklung eines liquiden Sekundärmarktes für kmU-Kredite zu unterstützen; vgl. Temkin/ Kormendi (2003). In Japan wurden ebenfalls verschiedene Initiativen gestartet, um den kmU-Verbriefungsmarkt zu entwickeln. Die zunehmende Aktivität kleinerer Regionalbanken ist ein Indiz für den Erfolg dieser Maßnahmen; vgl. Moody´s (2005).

Ein Indiz dafür, dass die Verbriefung von Mittelstandskrediten noch ausgebaut werden kann, ist auch, dass bislang EU-weit nur 1 % bis 2 % der von Banken gehaltenen verbriefbaren kmU-Forderungen tatsächlich verbrieft wurden.[12] In Deutschland dürfte der Anteil zwar mit 2 % bis 3 % etwas höher liegen, erreicht aber bei weitem nicht das Niveau anderer Forderungsarten wie erstrangiger Hypotheken- oder Konsumentenkredite. Dies ist vor allem darauf zurück zu führen, dass Mittelstandskredite – verglichen mit anderen Asset-Klassen – relativ schwer zu verbriefen sind:

- Die Ratingagenturen stützen die Analyse eines verbrieften Portfolios i.d.R. auf langjährige Ausfall- und Verlustzeitreihen, über die viele Banken noch nicht verfügen. Dies wird mit einer vorsichtigeren Tranchierung „bestraft“ und schlägt sich somit in höheren Absicherungskosten nieder.

- Mittelständische Unternehmen weisen eine ausgeprägte Heterogenität (Größenklassen, Rechtsformen, Branchen etc.) und oft eine starke Abhängigkeit von einzelnen Personen auf. Das erhöht den Einfluss subjektiver Faktoren und erschwert den Einsatz standardisierter Bewertungsverfahren.

- Schließlich stellen Verbriefungskosten ein wichtiges Hindernis gerade für kleinere Banken dar, die in der kmU-Finanzierung überproportional aktiv sind. Ihre Portfolien erreichen oft nicht die „kritische Größe“ von rd. 500 Mio. EUR, die erforderlich ist, um eine Transaktion angesichts der hohen Transaktionskosten (Ratingagenturen, Rechtsanwälte etc.) effizient durchführen zu können.

Letztlich lassen sich diese Hemmnisse nur durch eine Kosten senkende Standardisierung und eine höhere Anzahl von Transaktionen auflösen, wobei sich Anzahl der Transaktionen und Standardisierung gegenseitig positiv beeinflussen. Hier können Förderinstitute eine wichtige Anschubfunktion übernehmen.

5. Nutzungsmöglichkeiten für Banken.

PROMISE hat zum Ziel, die Finanzierungsmöglichkeiten mittelständischer Unternehmen zu verbessern. Da Banken auch in Zukunft Hauptfinanziers bzw. Vermittler der Finanzierung des Mittelstandes sein werden, ist es sinnvoll, zunächst zu schauen, wie sie Verbriefungen

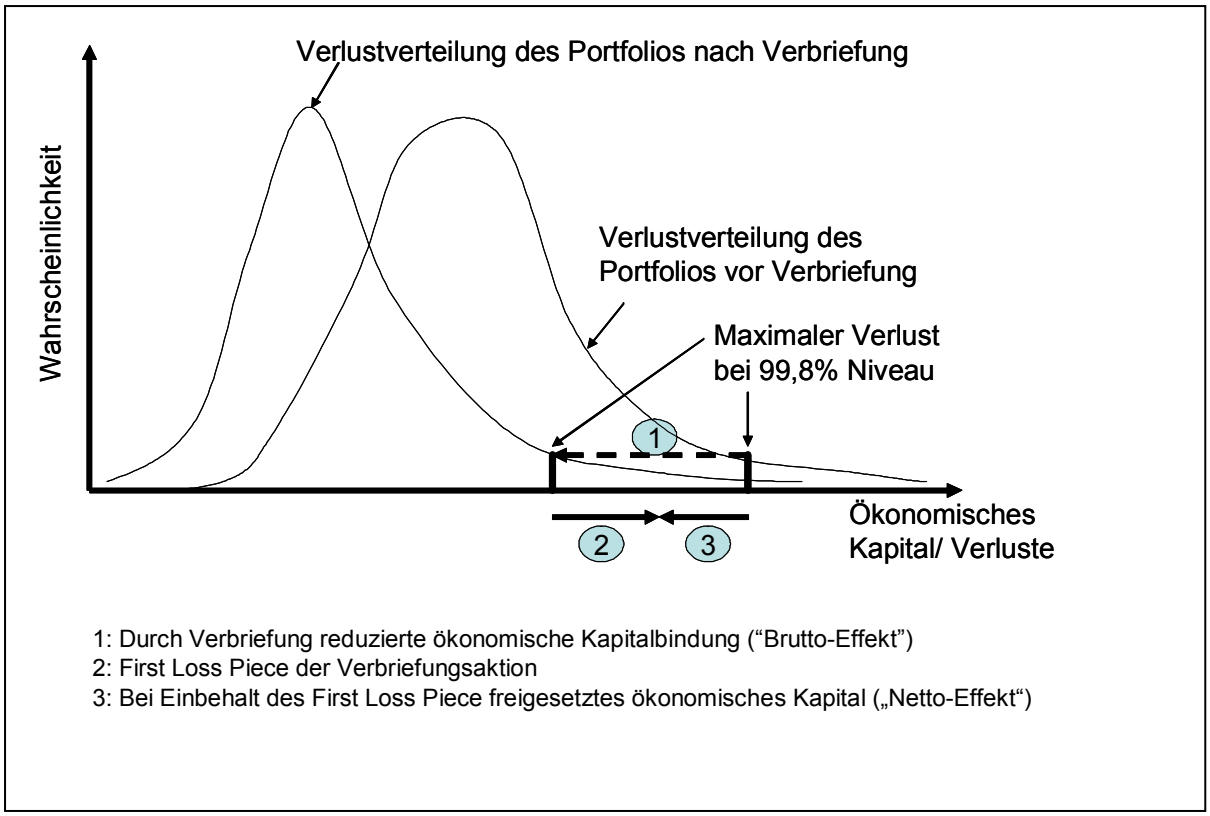
[12] Vgl. GBRW (2004), S. 24 sowie Europäischer Investmentfonds/ KfW Bankengruppe (2005).

einsetzen, um anschließend zu analysieren, welche Konsequenzen sich für die Kreditvergabe ergeben.

Aus Sicht der Kreditinstitute spielt gerade bei synthetischen Verbriefungen heute noch die regulatorische Eigenkapitalentlastung eine wichtige Rolle. Nach dem derzeitigen Grundsatz I, KWG, muss das Ausfallrisiko von Krediten pauschal mit 8 % Eigenkapital unterlegt werden, d. h. eine Bank kann maximal das 12,5 fache ihres Eigenkapitals als Kreditvolumen ausreichen und wird so in ihren Geschäftsmöglichkeiten beschränkt. Werden die Kredite verbrieft, so muss die Bank i.d.R. nur das einbehaltene First Loss Piece voll mit Eigenkapital unterlegen, d. h. das aus regulatorischen Gründen vorzuhaltende Kapital sinkt auf 3-5 %. Mit der Umsetzung von „Basel II“ wird der regulatorische Anreiz allerdings sinken, weil die Eigenkapitalunterlegung nicht mehr pauschal erfolgt, sondern sich am Risikogehalt der Forderungen orientiert (der wiederum die Größe des First Loss Pieces bestimmt). Daher werden in Zukunft die im Folgenden beschriebenen ökonomische Überlegungen treibende Kraft für den Verbriefungsmarkt sein.

Von zentraler Bedeutung ist, dass Banken Verbriefungstransaktionen nutzen können, um ihr Risikomanagement und ihr Ertrags-/ Risiko-Profil zu verbessern. Kreditinstitute müssen zur Abdeckung der sogenannten „unerwarteten Verluste“ Eigenkapital vorhalten („ökonomisches Kapital“), um auch in wirtschaftlichen Krisenszenarien zahlungsfähig zu bleiben.[13]

[13] Die „erwarteten Verluste“ (= durchschnittliche Verluste/ Erwartungswert der Verlustverteilung) sollen als „Standard-Risikokosten“ in die Margenkalkulation einfließen und bereits bei der Kreditvergabe berücksichtigt werden. Die unerwarteten Verluste stellen die Schwankungen (Volatilität) der realisierten Verluste um den Erwartungswert dar. Der unerwartete Verlust kann aus der Verlustverteilung abgeleitet werden und ist die Differenz von einem maximalen Verlustbetrag, der mit einer bestimmten Wahrscheinlichkeit (z. B. 99,8 %) nicht überschritten wird, und dem erwarteten Verlust. In der Höhe entspricht er dem „ökonomischen Kapital“, das die Bank zur Deckung des Kreditrisikos vorhalten muss, wenn sie selbst in 99,8 % der Szenarien zahlungsfähig bleiben will (diese Größe lässt sich auch als angestrebtes „Zielrating“ der Bank – hier etwa A – interpretieren).



Grafik 4: Ökonomische Kapitalbindung vor und nach Verbriefung

In welcher Höhe ökonomisches Kapital vorzuhalten ist, wird heute i.d.R. unter Verwendung komplexer interner Kreditportfoliomodelle bestimmt, in denen die Ausfallkorrelation zwischen Kreditnehmern eine wichtige Rolle spielt. Bestraft werden dabei vor allem Risikokonzentrationen bei Einzelschuldnern, Branchen oder Regionen (sogenannte Klumpenrisiken), während ein hoher Diversifikationsgrad vorteilhaft wirkt. Mit Hilfe von Verbriefungen lässt sich die ökonomische Kapitalbindung verringern, indem Kreditportfolien durch An- und Verkauf von Forderungen bzw. Kreditrisiken gezielt diversifiziert und die Klumpenrisiken abgebaut werden. Dies wird vereinfacht in Grafik 4 dargestellt.

Da sich die Verlustverteilung des Kreditportfolios durch die Ausplatzierung eines Teils der Kreditrisiken nach links verschiebt, muss die Bank weniger Kapital zur Deckung unerwarteter Verluste vorhalten („Brutto-Effekt"). Berücksichtigt man, dass das First Loss Piece in der Regel vom Originator einbehalten wird (s.o.) und wegen der sehr hohen Ausfallwahrscheinlichkeit voll mit Kapital zu unterlegen ist, fällt der „Netto-Effekt" geringer aus. In welchem Umfang Kapital freigesetzt wird, ist damit abhängig von der Größe des einbehaltenen First Loss Piece. Auch bei Einbehalt des First Loss Piece kann die Bank jedoch i.d.R. durch die Ausplat-

zierung der mezzaninen Tranchen in nennenswerten Umfang Risiken abgeben und damit ökonomisches Kapital frei setzen. Dieses frei gesetzte Kapital steht dann zur Verfügung, um neue Kredite zu vergeben.[14] Die verbriefende Bank kann dabei ihre Eigenkapitalrendite steigern, wenn die im Neugeschäft erzielte risikoadjustierte Nettomarge über den Verbriefungskosten liegt.

Für die langfristige Entwicklung der Märkte ist außerdem von großer Bedeutung, dass eine Bank durch die Nutzung von Verbriefungen ihre strategische Ausrichtung im Kreditgeschäft von einem „Buy-and-Hold“ basierten Geschäftsmodell hin zum „Aktiven Kreditportfolio-Management“ weiter entwickeln kann. Im „Buy-and-Hold“-Modell werden Kredite vergeben und dann bis zur Endfälligkeit gehalten, wobei eventuelle Verluste und Risikokonzentrationen passiv hingenommen werden. Beim aktiven Kreditportfolio-Management hingegen werden die Kredit(risiken) zu einem geeigneten Zeitpunkt verkauft. So lässt sich das Kreditgeschäft mit sehr viel niedrigerer – im Grenzfall ohne – Eigenkapitalbindung betreiben. Das frei gesetzte (regulatorische und ökonomische) Kapital und die ggf. zufließende Liquidität können genutzt werden, um zusätzliches Neugeschäft zu akquirieren und damit auch zu einer besseren Auslastung der Fixkosten beitragen. Die Bank wird hier zum „Kreditvermittler“ und stellt ihre Bilanz nur noch als „Zwischenlager“ für Kredite zur Verfügung, die Erträge aus dem Kreditgeschäft abzüglich Verbriefungskosten werden – da sie kaum mehr Eigenkapital binden – quasi zu „Provisionserträgen“.

Auf diese Weise wird auch der Konflikt zwischen einer aus Vertriebssicht wünschenswerten Spezialisierung auf bestimmte Regionen, Branchen oder Kunden(gruppen) und der aus Risikoperspektive notwendigen Diversifizierung aufgelöst. Dieser Konflikt wird auch als „Credit paradox“ bezeichnet: Einerseits ist es vorteilhaft, ein langfristiges Commitment gegenüber dem Kunden zu zeigen sowie sich auf bestimmte Marktsegmente zu spezialisieren, um kosteneffizient arbeiten zu können und aus der Kundenbeziehung (bzw. Regionen- oder Branchenexpertise) erwachsende komparative Stärken zu nutzen. Andererseits sind aus Risikoüberlegungen eher kürzere Haltedauern von Vorteil und zunehmende Konzentrationen in

[14] Wenn eine Bank ihre Kredite im Schnitt mit 8 % Eigenkapital unterlegen muss und ein First Loss Piece in Höhe von 2,5 % des verbrieften Portfolios einbehält, dann kann sie die Kreditvergabe bei Verbriefung des gesamten Portfolios theoretisch um den Faktor 3,2 ausweiten (8 % geteilt durch 2,5 %). In der Praxis dürfte die Ausweitung allerdings geringer ausfallen, da ein nur aus First-Loss-Positionen bestehendes Portfolio wohl als sehr riskant eingeschätzt würde und die Eigenkapitalgeber der Bank folglich deutlich höhere Renditeforderungen stellen würden.

einzelnen Adressen/ Branchen/ Regionen binden überproportional ökonomisches Kapital.[15] Liquide Sekundärmärkte erweitern hier den Handlungsspielraum für die Banken entscheidend: sie können sich voll auf ihre Stärken konzentrieren und in ihren Kerngeschäftsfeldern weiter expandieren, Kreditrisiken verkaufen, um ihre Limite zu entlasten sowie gezielt in unterrepräsentierten, mit dem bestehenden Portfolio möglichst wenig korrelierten Marktsegmenten Risiken zukaufen. Das ist gerade für kleinere, regional agierende Banken von großer Bedeutung, weil sie auf Grund ihres Geschäftsmodells im Kreditgeschäft kaum Diversifikationsmöglichkeiten besitzen. Diese Institute spielen andererseits für die kmU-Finanzierung oft eine besonders wichtige Rolle. Auf Grund der zu einem großen Teil fixen Transaktionskosten lohnt sich die Verbriefung von Mittelstandskrediten erst ab einer gewissen Portfoliogröße.[16] Dieser Nachteil für kleinere Institute kann durch so genannte Multi-Seller-Transaktionen beseitigt werden. Dabei werden Portfolien gebündelt und dann im Rahmen einer größeren Transaktion verbrieft. Kosten, die durch die Erstellung der Dokumentation, der Platzierung der Notes usw. entstehen, werden so im Vergleich zu mehreren Einzeltransaktion erheblich reduziert. Multi-Seller-Transaktionen sind aber ihrerseits mit verschiedenen Problemen behaftet, für die sich jedoch Lösungsmöglichkeiten abzeichnen.[17] Gemeinsam mit dem genossenschaftlichen Finanzverbund hat die KfW inzwischen mehrere Multi-Seller-Transaktionen für wohnwirtschaftliche Kredite durchgeführt, und mit Proscore VR-2005 auch eine Transaktion, der über 3.000 kleingewerbliche, grundpfandrechtlich besicherte Immobiliendarlehen zu Grunde liegen.

Des weiteren forciert Verbriefung die Standardisierung (z. B. von Dokumentationen, Sicherheiten etc.) und erhöht die Transparenz im Kreditmarkt. Denn in Zukunft werden Banken bereits bei der Vergabe eines Kredites verstärkt auf seine „Sekundärmarktfähigkeit“ achten, d. h. schon beim Abschluss eines Neugeschäfts wird berücksichtigt, ob, wie und zu welchem Preis es weiterplatziert werden kann.[18] Kapitalmarkt und Kreditmarkt wachsen damit zusammen, und die Kapitalmarktpreise setzen Orientierungsmarken für die Konditionen am Primärmarkt. Damit wird auch eine organisatorische Neuausrichtung des Kreditgeschäfts geför-

---

[15] Mit anderen Worten: während im Kreditgeschäft bezogen auf Transaktionskosten und Einzelrisikobeurteilung positive Skaleneffekte realisiert werden können, wird es bezogen auf die Risikokosten durch negative Skaleneffekte geprägt.

[16] Oft wird hier eine Größenordnung von mindestens 500 Mio. EUR genannt. Kleinere Transaktionen – wie z. B. Symvonie 2004, Nationalbank Essen, mit 200 Mio. EUR – dürften bislang praktisch nur mit Unterstützung von Förderinstituten zustande gekommen sein.

[17] Vgl. auch Glüder/ Böhm (2003).

[18] Diese Entwicklung lässt sich in den USA im Hypothekengeschäft am Beispiel der „Mortgage Loan Conduits“ beobachten.

dert, die durch die Zerlegung der Wertschöpfungskette in die Funktionen Vertrieb, Produktion und Portfoliomanagement gekennzeichnet ist. Einige Banken werden sich etwa voll auf den Ausbau ihrer Kernkompetenzen im Vertrieb spezialisieren bei gleichzeitiger Auslagerung anderer Funktionen und Vernetzung mit Dritten (z. B. externen Servicern). Auf diese Weise lassen sich gerade im kleinteiligen Kreditgeschäft noch Kostensenkungspotenziale erschließen.

Auch wenn viele Kreditinstitute heute die Vorteile eines aktiven Kreditrisikomanagements noch nicht voll realisieren können, weil ihnen noch die notwendige Erfahrung im Umgang mit den häufig gerade erst entwickelten internen Portfoliomodellen fehlt und auch die Sekundärmärkte noch nicht ausreichend liquide erscheinen: Der Abbau bestimmter Risikokonzentrationen durch Verbriefung ist bereits heute möglich und sicherlich oftmals auch sinnvoll, allein schon um den eigenen Investoren sowie den Ratingagenturen Handlungsfähigkeit zu signalisieren und damit ggf. indirekt die Refinanzierungskosten zu senken.

Bei True Sale Transaktionen ist meist die Verbesserung der Refinanzierungsbedingungen das dominierende Verbriefungsmotiv. Es geht dabei nicht nur die Senkung der Refinanzierungskosten, sondern auch um eine größere Diversifikation der Refinanzierungsquellen. Gerade der letztere Aspekt gewinnt vor dem Hintergrund sinkender Kundeneinlagen bei vielen Banken immer mehr an Bedeutung, denn gerade in vermeintlichen Krisenzeiten kann es günstiger sein, durch Forderungen gedeckte ABS zu emittieren als ungedeckte Schuldverschreibungen zu emittieren.[19] In Spanien nutzen kleinere Banken Multi-Seller-Verbriefungen, um sich gemeinsam günstiger Mittel beschaffen zu können als durch einen individuellen Auftritt am Kapitalmarkt („Club-Funding“). Ebenfalls von großer Bedeutung ist das Refinanzierungsmotiv schließlich für Nicht-Banken wie Leasinggesellschaften, die in der Mittelstandsfinanzierung aktiv sind; so finanzieren sich z. B. in Italien viele Leasinggesellschaften über True Sale-Verbriefungstransaktionen.

6. Verbesserte Finanzierungsbedingungen für den Mittelstand.

Ziel der KfW ist es, durch den gezielten Einsatz marktkonformer Förderinstrumente die Finanzierungsbedingungen für bestimmte Zielgruppen – insbesondere mittelständische Unternehmen – nachhaltig zu verbessern, notwendige Anpassungs- und Veränderungsprozesse zu unterstützen und Strukturwandel zu erleichtern. Die KfW hält die beschriebenen Entwick-

[19] Vgl. die Situation der beiden US-amerikanischen Automobilhersteller General Motors und Ford Anfang 2005.

lungen angesichts der damit verbundenen einzelwirtschaftlichen Vorteile für die Kreditwirtschaft für unaufhaltbar und muss sie daher bei der Konzeption von Förderinstrumenten beachten. Darüber hinaus sind liquide Sekundärmärkte für Kreditrisiken aber auch aus gesamtwirtschaftlicher Perspektive wünschenswert, so dass die KfW es als förderpolitische Aufgabe betrachtet, ihren Aufbau zu unterstützen. Schließlich werden mittelständische Unternehmen auch langfristig auf Bankkredite als Finanzierungsquelle angewiesen sein. Daher ist es in ihrem Interesse, dass das Kreditgeschäft für die Banken attraktiv bleibt und deren Eigenkapitalrenditeansprüchen genügt – ohne dass es dabei zu übermäßigen Margenerhöhungen kommt. Für die These, dass Verbriefung das Angebot an kmU-Finanzierungen erhöht und einen Margen und Kreditzins senkenden Einfluss hat, spricht eine Reihe überzeugender Argumente:

- Die Verbriefung von Teilen ihrer Kreditbestände ermöglicht es den Kreditinstituten, bei gleicher Eigenkapitalausstattung zusätzliche Kredite zu vergeben. Mit Hilfe von True Sale Verbriefungen können darüber hinaus auch Restriktionen auf der Refinanzierungsseite gelockert werden. Verbriefung sorgt damit tendenziell für ein höheres Kreditangebot durch die Banken und führt „ceteris paribus“ zu sinkenden Preisen am Kreditmarkt (siehe Kasten 2). Die zusätzlichen Kreditrisiken können von den internationalen Kapitalmärkten problemlos absorbiert werden. Viele institutionelle Investoren sind sehr daran interessiert, als „Portfoliobeimischung“ in diversifizierte deutsche Mittelstandsrisiken zu investieren. Die Verbriefung wird auf diese Weise für den Mittelstand das „Tor zum Kapitalmarkt“.

- Für die Förderpolitik ist häufig von Interesse, dass auch länger laufende Kredite (10 bis 20 Jahre Laufzeit mit Festsatz) vergeben werden. Die Banken sind bei solchen Krediten einem erhöhten Migrationsrisiko ausgesetzt (Verschlechterung der Kreditqualität innerhalb dieses Zeitraums). Über die Nutzung des Kapitalmarktes kann dieses Risiko auf eine Vielzahl von Investoren verteilt und für die Bank auf den „First Loss“ begrenzt werden; das erhöht die Bereitschaft zur Vergabe langfristiger kmU-Kredite.

- Es entstehen unter Wettbewerbsbedingungen Marktpreise für Mittelstandskredite, und die wachsende Markttransparenz wirkt disziplinierend auf die Margengestaltung am Primärmarkt. Mit der Zeit können die Originatoren einen „track record“ aufbauen und den Investoren zeigen, dass ihre Portfolien eine stabile (d. h. dem ursprünglichen Rating entsprechende) Performance aufweisen und sie effiziente Servicer sind. Mit zunehmender Erfahrung werden die Investoren zudem sicherer in der Beurteilung von Mittelstandsrisiken. Das zusammen wird dazu führen, dass die Größe des First

Loss Piece im Zeitablauf abnehmen kann und damit die Verbriefungskosten sinken. Diese Kostensenkung wiederum wird bei einem funktionierenden Wettbewerb an die Kunden weiter gereicht.

- Mit einer geringeren ökonomischen Kapitalbindung sinken auch die geforderten Risikoprämien. Bei einem funktionierenden Wettbewerb und liquiden Märkten kann eine Bank dem Kreditnehmer – neben den spezifischen Standardrisikokosten für die erwarteten Verluste – nur die systematische Komponente des Kreditrisikos „in Rechnung stellen“ und muss die unsystematischen Risiken durch Diversifikation beseitigen. Zudem kann der „Illiquiditätszuschlag“ entfallen, den eine Bank eigentlich einpreisen müsste, wenn sie gezwungen ist, das Kreditrisiko über die gesamte Laufzeit in ihren Büchern zu halten.

- Die Standardisierung von Kreditprodukten und –prozessen ist eine wichtige Voraussetzung für die Durchführbarkeit von Verbriefungstransaktionen und wird daher stärker voran getrieben. Gerade in Verbindung mit dem oben angesprochenen Trend zur Spezialisierung auf einzelne Elemente der Wertschöpfungskette können so die administrativen Kosten im bearbeitungsintensiven kmU-Kreditgeschäft deutlich reduziert werden. Darüber hinaus können auch die bestehenden Ressourcen (IT-Systeme, Mitarbeiter) besser ausgelastet werden, wenn durch Verbriefung das Kreditvolumen gesteigert wird, was ebenfalls die spezifischen Kreditbearbeitungskosten verringert (Fixkostendegression).

- Schließlich können Unternehmen die Verbriefungstechnologie auch nutzen, um sich durch den Verkauf eigener Forderungsportfolien direkt Zugang zum Kapitalmarkt zu verschaffen. Die Forderungsverbriefung hilft ihnen, Finanzierungskosten zu senken, Bilanzrelationen zu verbessern und – last but not least – ein größeres Maß an Unabhängigkeit von Bankkrediten zu erlangen. Es ist vorstellbar, dass in Zukunft noch weitere Aktiva, wie z. B. Cash-Flows aus Patenten, Leasing- oder Franchisevereinbarungen, über Verbriefungstransaktionen mobilisiert werden können und den Unternehmen neue Finanzierungsspielräume eröffnen.[20]

---

[20] Vgl. Streuer (2003). Angesichts des hohen Prüfungs- und Strukturierungsaufwands sind Verbriefungen von Forderungsportfolien erst ab einem Forderungsvolumen von mind. 20 Mio. EUR kosteneffizient darstellbar. Bislang können daher nur größere Mittelständler das Instrument einsetzen. Lassen sich die Kosten derartiger Transaktionen deutlich verringern, so kann das Instrument aber auch für kleinere Unternehmen zu einer interessanten Alternative zum Bankkredit werden.

Kasten 2 Gleichgewicht im Kreditmarkt unter Berücksichtigung von Verbriefungen

Die Verbriefung von kmU-Krediten erhöht den Kreditvergabespielraum der Banken. Eine entsprechende Nachfrage voraus gesetzt, können die Banken folglich die Kreditvergabe an kmU ausweiten. Dies lässt sich vereinfacht an Hand folgender Grafik skizzieren.

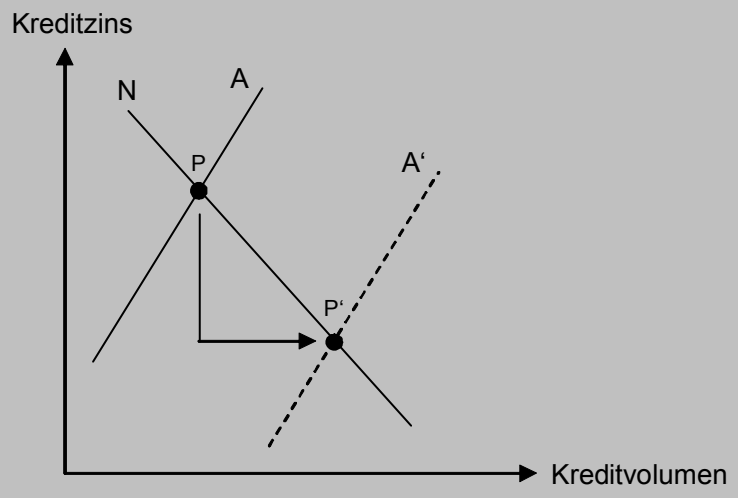
Die Kreditangebotskurve (A) stellt das Kreditvolumen dar, das den kmU in Abhängigkeit vom Kreditzins angeboten wird. Die Kreditnachfragekurve (N) beschreibt das Kreditvolumen, das die kmU – ebenfalls in Abhängigkeit vom reditzins – nachfragen. Im Schnittpunkt P von Angebots- und Nachfragekurve ist der Kreditmarkt im Gleichgewicht. Dies stellt den Ausgangspunkt der Betrachtung dar (Situation ohne Verbriefung).

Durch die Verbriefung werden Kreditrisiken aus dem Bankensektor an Kapitalmarktinvestoren transferiert. Damit können die Kreditinstitute wieder neue Kredite ausreichen. Die Verbriefung wirkt dabei positiv auf verschiedene Kosten-Bestandteile der Kreditmarge bzw. des Kreditzinses, den die Banken für die angebotenen Kredite verlangen:

- Die breitere Streuung und Diversifikation der Kreditrisiken senkt die Risikokosten.

- Die zunehmende Standardisierung von kmU-Krediten und die bessere Auslastung der bestehenden Ressourcen (Fixkostendegression) verringert die Bearbeitungskosten.

- Schließlich können Verbriefungen die Refinanzierungskosten reduzieren.



Zusammengenommen führen diese Effekte zu einer Verschiebung der Angebotskurve nach rechts (sinkende Grenzkosten des Kreditangebotes; A´). Im Kreditmarktgleichgewicht P’ nach Verbriefung ist das Kreditvolumen höher, während der Kreditzins sinkt. Die kmU profitieren damit von der Verbriefung, weil ihnen ein höheres Kreditangebot zu geringeren Zinsen - verglichen mit der Situation ohne Verbriefung - zur Verfügung steht.

Inzwischen werben einige Banken bereits gezielt Kredite für eine anschließende Verbriefung ein, d. h. sie planen von vorneherein, die Kredite nur übergangsweise auf die eigene Bilanz zu nehmen („asset warehousing“) und nach Ansammlung eines ausreichenden Volumens an den Kapitalmarkt zu veräußern (diese Motivation liegt beispielsweise der Transaktion PROMISE Mobility 2005 zu Grunde). Man kann hier geradezu von einer „umgekehrten Kausalität“ sprechen: Zunächst wird die Verbriefung geplant, erst danach werden Kredite ausgereicht, d. h. die Verbriefung treibt die Kreditvergabe. Noch einen Schritt weiter gehen Transaktionen, bei denen Kredite über ein SPV ohne Einschaltung einer Bank vergeben und an den Kapitalmarkt übertragen werden. Die Unternehmen erhalten ihre Finanzierung damit direkt vom Kapitalmarkt (vollständige Disintermediation). Diese Entwicklungen veranschaulichen sehr gut die durch Verbriefung induzierte Ausweitung des Angebots an kmU-

Finanzierungen. Gleichzeitig ebnen sie den Weg für eine noch engere Verknüpfung zwischen Primär- und Sekundärmarkt.

Die genannten Vorteile fallen natürlich auch bei der Verbriefung anderer Forderungsarten an. Umso wichtiger ist es, Mittelstandskredite als Asset-Klasse zu etablieren. Nur so kann sicher gestellt werden, dass ihre Attraktivität gegenüber anderen Kreditarten nicht sinkt, was mittelfristig den Zugang des Mittelstandes zu Finanzmitteln beeinträchtigen würde.[21]

Kasten 3 Gesamtwirtschaftliche Vorteile von Kreditverbriefungen

- Die zunehmenden Aktivitäten der Banken zum Transfer ihrer Kreditrisiken führen zu einer besseren Risikoallokation im Finanzsystem. Institutionelle Investoren wie Versicherungen, Pensionsfonds oder Investmentfonds übernehmen Risiken, die bislang alleine von den Banken getragen wurden und in die sie selbst noch nicht investiert haben. Zu einer besseren Risikoverteilung kommt es aber selbst dann, wenn ein Großteil des Handels zwischen Banken statt findet, da auch so regionale und sektorale Klumpenrisiken abgebaut werden können (z. B. wenn eine deutsche Sparkasse in verbriefte spanische kmU-Risiken investiert und umgekehrt).

- Im Zusammenhang mit „Basel II“ wird das Problem der „Prozyklizität“ diskutiert: eine Verschlechterung der allgemeinen Kreditqualität während eines Konjunkturabschwungs führt zu einer höheren (regulatorischen) Kapitalbindung im Bankensektor und verringert deshalb dessen Kreditvergabefähigkeit und -bereitschaft, was den Abschwung noch verstärken kann. Da durch die Verbriefung die Kapitalbindung und auch ihr Anstieg im Abschwung verringert werden (i.d.R. Begrenzung auf das First Loss Piece), wird auch die Zyklus-verstärkende Wirkung geringer ausfallen.

- Der über Verbriefung stattfindende Kredithandel ist, wie jede freiwillige Tauschhandlung, kein „Nullsummenspiel“: Nur weil sich beim Verkäufer die Risikoposition stärker verbessert (z. B. Abbau eines Klumpenrisikos), als sie sich beim Käufer verschlechtert (z. B. Investition in eine bislang noch gar nicht im Portfolio vertretene Asset-Klasse), ist es möglich, einen Preis zu finden, bei dem beide Seiten von der Transaktion profitieren.

- Verbriefung erhöht die Effizienz der Kreditmärkte, weil sie zur „Marktvervollständigung“ beiträgt. Insbesondere die Nutzung von Kreditderivaten im Rahmen synthetischer Verbriefungen ermöglicht es dabei, sehr genau die Risiken zu definieren, die an verschiedene Parteien übertragen werden sollen (Währungsrisiken, Zinsänderungsrisiken, Ausfallrisiken, Risken aus der Sicherheitenverwertung etc.).

[21] Vgl. GBRW (2004), S. 58.

7. Fazit und Ausblick.

Die Verbriefungsmärkte werden weiter wachsen: Zum einen verändert sich der Bankensektor. Die Banken als klassische Kreditgeber des Mittelstandes agieren stärker Risiko- und Eigenkapital orientiert, und immer mehr Institute verbessern das analytische Instrumentarium und ihre IT-Infrastruktur, um ein aktives Risikomanagement betreiben zu können. Zum anderen wurde bislang erst ein Bruchteil der bei Banken (oder auch Leasinggesellschaften) liegenden Kreditrisiken mobilisiert, während gleichzeitig seitens der Investoren das Interesse an neuen Anlagemöglichkeiten wie ABS gestiegen ist.

Die Verbriefung lässt Kapital- und Kreditmärkte stärker zusammenwachsen, und mit diesem Zusammenwachsen verändern sich auch die Finanzierungsbedingungen für mittelständische Unternehmen. Die kapitalmarktorientierte Unternehmensfinanzierung, die eine direktere Verbindung zwischen Kapitalmarkt und Kredit suchenden Unternehmen herstellt, wird in Zukunft an Bedeutung gewinnen („Disintermediation“). Damit bildet sich auch ein neuer Finanzierungskreislauf heraus, der neben den traditionellen Bank-basierten Finanzierungskreislauf tritt.

Auf die sich abzeichnenden Veränderungen hat die KfW frühzeitig mit der Entwicklung neuer Förderinstrumente reagiert. Die KfW hat dabei vor allem die Rolle eines „Katalysators“ gespielt und kmU-Verbriefungen angestoßen, für einen regelmäßigen „Deal-Flow“ gesorgt sowie anerkannte Marktstandards geschaffen. Die Verbriefungsplattform PROMISE hat auf diese Weise entscheidend dazu beigetragen, deutsche Mittelstandskredite als anerkannte „Asset-Klasse“ zu etablieren und neue Anlegergruppen als Investoren für Mittelstandskredite zu gewinnen. Die Effizienz und Aufnahmefähigkeit des Kapitalmarktes wird positiv auf die Vergabe neuer Mittelstandskredite zurück wirken.

Mit zunehmender Erfahrung der Originatoren, der Vertiefung des Verbriefungs-Know-hows und steigender Zuverlässigkeit der Risikobewertungsmodelle wird der Markt für Mittelstandsrisiken in den nächsten Jahren weiter an Tiefe und Breite gewinnen. Bereits im vergangenen Jahr kamen einige wegweisende Transaktionen an den Markt. So wurde mit Symvonie in Anlehnung an die klassische PROMISE-Struktur ein relativ kleines Mittelstandskredit-Portfolio einer Regionalbank (Nationalbank Essen) verbrieft. Das zeigt, dass auch kleine Institute Verbriefungen erfolgreich nutzen wollen und können, um das Kreditgeschäft mit ihren mittelständischen Kunden ausweiten zu können. Die zunehmende Reife des Verbriefungsmarktes für kmU Risiken zeigt sich zudem in einer Ausdifferenzierung der verbrieften Assets. Im Rahmen von zwei PREPS Transaktionen der Capital Efficiency Group AG wurden erstmals eigenkapitalnahe Mittelstandsforderungen (Genussrechte) am Kapitalmarkt platziert, die auch eigens für diese Verbriefungen akquiriert wurden. Schließlich setzt sich der Trend

fort, Verbriefungen im Rahmen des Risikomanagements zur ökonomische Kapitalentlastung einzusetzen. So hat die Deutsche Bank im Dezember 2004 eine Transaktion durchgeführt (GATE), bei der sie lediglich die unerwarteten Verluste eines Portfolios (die BBB und BBB minus Tranchen des Portfolios) mittels Verbriefung an den Kapitalmarkt übertragen hat, während sie den First Loss und die Senior Tranchen einbehalten hat.

Diese Weiterentwicklungen sind ein Beleg für die wachsende „Problemlösungskapazität" der Verbriefung. Sie gewinnt nicht nur als Steuerungsinstrument der Banken sondern immer stärker auch im Hinblick auf die Finanzierungsmöglichkeiten der mittelständischen Unternehmen selbst an Bedeutung. Denn Verbriefung leistet – gerade vor dem Hintergrund der Veränderungen im Bankensektor – einen wichtigen Beitrag, um ihnen den Zugang zu Finanzmitteln offen zu halten. Die Förderpolitik sollte daher die (Weiter-)Entwicklung des kmU-Verbriefungsmarktes aktiv unterstützen. Darüber hinaus sollte die Förderpolitik noch stärker als bisher versuchen, das Instrument Verbriefung für Förderzwecke zu instrumentalisieren und den wachsenden Kapitalmarkt-orientierten Finanzierungskreislauf „mittelstandsfreundlicher" zu gestalten.

Ansprechpartner: Dr. Omar Ranné 069/7431-4758

Literatur zu Kapitel 3:

Acs, Zoltan (1999): The Development and Expansion of Secondary Markets for Small Business Loans, RISE Business Research Institute for small and Emerging Businesses.

Bushaw, Amy (1998): Small Business Loans: Testing the waters, in: The Journal of Small & Emerging Business Law, Vol. 2, S. 197-257.

European Investment Fund/ KfW Bankengruppe (2005): Securitisation and Access to Finance for European SMEs: too small a market? *Conference Report (*http://www.kfw.de/EN/Securitisation/EuropeanSe9/Workshopon.jsp)

European Investment Fund: Securitisation as a means to enhance SME financing (http://www.eif.org/attachments/news/news27.pdf).

GBRW Ltd. (2004): Study on Asset-Backed Securities: Impact and Use of ABS on SME Finance, Final Report dated 30 November 2004 (http://europa.eu.int/comm/enterprise/entrepreneurship/financing/docs/report_e.pdf).

Glüder, Dieter/ Böhm, Hannelore (2003): Neue KfW-Modelle – Innovationen im Fördergeschäft, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, S. 646-651.

Glüder, Dieter/ Ranné, Omar (2005): Der Nutzen von Kreditderivaten aus Sicht einer Förderbank, in: Zerey, Jean-Claude/ Auerbach, Dirk (Hrsg.), erscheint demnächst.

Krämer-Eis, Helmut/ Schneider, Claudia/ Tiskens, Christoph (2001): Die Verbriefung von Mittelstandskrediten durch die KfW, in: Mittelstands- und Strukturpolitik Nr. 21, S. 24-30.

Leinberger, Detlef (2004): Verbriefungsprogramme der KfW: Motivation und Wirkungsweise, in: Pfingsten, Andreas (Hrsg.): Spezialisten und Universalisten als Wettbewerber im Finanzdienstleistungssektor (Tagungsband zu den Münsteraner Bankentagen 2003), S.89-102.

Moody´s (2005): SME CLOs are spreading among Japan's Regional Banks – Japan's SME CLO Market Overview; Special Report.

Ortseifen, Stefan (2004): Verbriefung zur Portfoliosteuerung, in: Paul, Stephan/ Stein, Stefan (Hrsg.): Brennpunkt Kreditgeschäft, S. 83-100.

Ranné, Omar (2005): German SME CLOs: The Maturing of an Asset Class, in: Global Securitization and Structured Finance Guide 2005, erscheint demnächst.

Reich, Hans W. (2002): Mittelstandsförderung im 21. Jahrhundert, in: Gabler Bank Lexikon, 13. Auflage, S. 1442-1449.

Streuer, Olaf (2003): Mittelstandsfinanzierung im Fokus: Asset Securitisation für den Mittelstand – Finanzoptimierung durch Forderungsverbriefung, in IKB-Unternehmerthemen 11/ 2003, S. 31-39.

Temkin, Kenneth/ Kormendi, Roger C. (2003): An Exploration of a Secondary Market for Small Business Loans; Report commissioned by the Small Business Administration.