

Einfach und hochwertig muss es sein

Auswirkungen von Solvency II auf den Luxemburger Verbriefungsmarkt für deutsche institutionelle Investoren

Börsen-Zeitung, 27.9.2014
Nachdem der Luxemburger Verbriefungsmarkt im Jahre 2008 seinen Höchststand von über 700 Mrd. Euro Verbriefungsvolumen erreicht hat, zeigten sich die Investoren, bedingt durch die aus der Subprime-Hypothekenkrise resultierende welt-



Von
René Thiel...

Managing Director,
LRI Invest
Securitisation S.A.

weite Finanzkrise, zunächst äußert zurückhaltend und zogen entsprechende Mittel ab, so dass im Jahr 2011 nur noch ein Verbriefungsvolumen von rund 234 Mrd. Euro in Luxemburg verzeichnet werden konnte. Die Talsohle dürfte aber nunmehr erreicht sein. Die Marktteilnehmer haben unserer Kenntnis nach wieder neues Vertrauen gefasst und erwarten ein langsames – aber anhaltendes – Wachstum in diesem Segment.

Insbesondere Akteure des Finanzwesens wie Investmentfonds und Versicherungen nutzen die flexiblen Möglichkeiten des Luxemburger Verbriefungsgesetzes, um bestimmte Vermögensgegenstände, die sie andernfalls nicht unmittelbar halten dürften oder deren Halten sich – insbesondere aufgrund von restriktiven Anrechnungsbestimmungen des Auf-

sichtsrechts – negativ auf die Flexibilität und Auswahl hinsichtlich der Portfoliozusammensetzung und -gestaltung auswirkt, zu erwerben. Luxemburg bietet mit dem im März 2004 in Kraft getretenen Verbriefungsgesetz sowohl den Originatoren als auch den Investoren die Möglichkeit, insbesondere im Bereich der unregulierten Verbriefungen, eines schnellen und unbürokratischen Zugangs zu Strukturierungslösungen für die Verbriefung einer Vielzahl von Vermögensgegenständen. Dabei können Emissionen der Verbriefungsvorteil flexibel in Aktien, Schuldverschreibungen etc. durch die Verbriefungsgesellschaft begeben und je nach Bedarf

auch an einer Börse notiert und/oder mit einem entsprechenden Rating versehen werden.

Vor allem den deutschen institutionellen regulierten Investoren stehen in der nächsten Zeit umfangreiche aufsichtsrechtliche Neuerungen bevor, die wir Ihnen nachfolgend am Beispiel einer deutschen Versicherung insbesondere unter Solvency II aufzeigen wollen.

Bisherige Systematik

Nach den derzeit geltenden rechtlichen Vorgaben in Deutschland dürfen die zum Direktversicherungsgeschäft zugelassenen Versicherungsunternehmen die Bestände des Sicherungsvermögens und das sonstige gebundene Vermögen (sogenannte gebundene Vermögen) gemäß

den Vorgaben des Versicherungsaufsichtsgesetzes (VAG) in Verbindung mit der hierzu erlassenen Anlageverordnung nur in bestimmte Vermögensanlagen, in die sogenannten Anlageklassen anlegen. Des Weiteren wird vorausgesetzt, dass die jeweilige Anlage die hierfür geltenden qualitativen Voraussetzungen (sogenannte Sicherungsvermögensfähigkeit) erfüllt. Nicht qualifizierte Anlagen sind allenfalls in begrenztem Umfang über die sogenannte Öffnungsklausel erwerbbar.

In quantitativer Hinsicht besteht für die grundsätzlich erwerbenden Vermögensgegenstände lediglich das Gebot der Mischung und Streuung, welches sich durch die in der Anlageverordnung für die einzelnen Anlageklassen bzw. auch Gruppen von Anlageklassen vorgegebenen Anlagequoten und Ausstellergrenzen manifestiert. Eine unmittelbare Korrelation zwischen Eigenmitteln und Kapitalanlagen besteht systematisch insoweit nicht.

Klare Vorgaben

Verbriefungen in Form von Asset Backed Securities (ABS) und Credit Linked Notes (CLN) sowie andere Anlagen, deren Ertrag oder Rückzahlung an Kreditrisiken gebunden sind, sind nach der derzeitigen gesetzlichen Systematik grundsätzlich erwerbbar Vermögensanlagen. Voraussetzung der Sicherungsvermögensfähigkeit ist aber, dass das schulden Unternehmen bzw. emittierende Unternehmen seinen Sitz in einem Staat des EWR oder einem Vollmitgliedstaat der OECD hat oder aber die Papiere über eine entsprechende Börsennotierung verfügen.

Weiteres Erfordernis ist das Vorliegen mindestens eines externen Investment-Grade-Ratings einer anerkannten Ratingagentur sowie der Ausschluss von Hebelwirkungen. Liegen die vorgenannten Voraussetzungen vor, darf das Versicherungsunternehmen bis zu 7,5% (insgesamt)



...und
Timo Patrick Bernau

Rechtsanwalt, GSK
Stockmann + Kollegen

in derartige Anlagen investieren (Mischung), maximal allerdings bis zu 5% des gebundenen Vermögens in die Anlagen eines Ausstellers (Streuung). Andererseits geht mit dem Verlust des Investment-Grade-Ratings automatisch der Verlust der Sicherungsvermögensfähigkeit insgesamt einher. Dies schließt auch ein Halten über die Öffnungsklausel aus.

Vertiefte Kompetenz nötig

In organisatorischer Hinsicht sind die verbrieften Anlagen vor Erwerb, aber auch während der gesamten Anlagendauer sowohl hinsichtlich ihrer Struktur als auch bezogen auf die einzelnen Komponenten durch das Asset Management nachprüfbar umfassend auf rechtliche und wirtschaftliche Risiken hin zu analysieren,

was eine vertiefte Kompetenz des Investors mit der jeweiligen Produktgattung voraussetzt. Insgesamt darf man aber konstatieren, dass die bisherige Systematik auf eher formalistischen Vorgaben und damit auf einer weniger komplexen Basis beruht. Eine faktische Beschränkung dieser Anlageklasse bzw. eine Benachteiligung gegenüber anderen Anlageformen war bisher auch durch die vergleichsweise geringe Quotenvorgabe nicht auszumachen, da die Mehrzahl der Versicherungsunternehmen weit von einer Ausschöpfung der Quote entfernt ist.

Für Unternehmen, auf die Solvency II Anwendung findet, mithin sämtliche Erst- und Rückversicherungsunternehmen, sofern sie künftig nicht als sogenannte kleine Versicherungsunternehmen qualifizieren, werden die geltenden Kapitalanlagegrundsätze mit Wirkung zum 1. Januar 2016 grundlegend geändert. Die bestehende Beschränkung auf bestimmte Anlageklassen wird aufgehoben, und künftig müssen diese Unternehmen ihre Kapitalanlagen mit einer bestimmten Quote von Eigenkapital unterlegen, deren Höhe sich nach dem Risikogehalt der einzelnen Anlage bemisst. Die sich hieraus ergebenden Kapitalanforderungen kann das Versicherungsunternehmen ähnlich wie Banken unter den Basel-Regularien unter Verwendung der sogenannten Standardformel, eines partiellen internen Modells oder durch ein in Gänze individuell entwickeltes internes Modell berechnen. Die überwiegende Anzahl der Versicherungsunternehmen wird jedoch aus Kostengründen die Berechnung unter Anwendung des Standardansatzes vornehmen (müssen).

Ursprünglich benachteiligt

Die tatsächliche Höhe der Eigenkapitalunterlegung für die Kapitalanlage in Verbriefungen richtet sich im Standardansatz vorrangig nach dem sogenannten Spread-Risiko. Dieses bemisst sich einerseits nach den Risiken der verbrieften Kreditforderungen und andererseits nach den Risiken der Verpackung, also des Verbriefungspapiers selbst. Die hierdurch ermittelte Quote ist sodann in einem zweiten Schritt innerhalb eines Gesamtmodells zur Konsolidierung aller Risikoarten unter Berücksichtigung von Korrelations- bzw. Diversifikationseffekten gegebenenfalls entsprechend anzupassen.

Ursprünglich wurde das Spread-Risiko für Verbriefungen unter Solvency II zunächst einheitlich, das heißt unabhängig von den verbrieften Assets und sonstigen Qualitätsanforderungen, ausschließlich unter Zugrundelegung des jeweiligen Ratings und der Duration pauschal mit mindestens 7% angelegt, was auch bei „AAA“-Tranchen einer klassischen ABS-Struktur zu einer enorm erhöhten Eigenkapitalunterlegung zwischen 7 und 42% führte. Damit entsprach die notwendige Eigenkapitalunterlegung von Verbriefungen einem Vielfachen der Anforderungen bei einer gedeckten Banken- oder Unternehmensanleihe gleichen Ratings.

Hintergrund dieser restriktiven Einschätzung waren ganz offensichtlich die Erfahrungen mit den amerikanischen Subprime-Hypothekendarlehen während der Finanzkrise. Die hiermit gegenüber anderen vergleichbaren Anlageformen verbundene wirtschaftliche Nachteiligkeit für Versicherungen hätte jedoch die Anlageklasse der Verbriefungen für diese bedeutende Investorengruppe mehr oder minder ins Aus geführt.

Erleichterungen

Auf Initiative der Europäischen Zentralbank (EZB) hat die Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung (EIOPA) die bisherigen Grundsätze betreffend die Einordnung von Verbriefungen einer grundlegenden Überprüfung unterzogen und eine differenzierte Betrachtungsweise bei der notwendigen Kapitalunterlegung vorgeschlagen. Nach dem dahingehenden Vorschlag seitens EIOPA in den Technischen Standards zur Umsetzung von Solvency II wird künftig zwischen sogenannten hochwertigen (Typ 1) und weniger hochwertigen (Typ 2)

Verbriefungen unterschieden. Die Einstufung als hochwertige Verbriefung bestimmt sich nach einem vergleichsweise umfangreichen Katalog von 15 Kriterien, welcher vorwiegend in Anlehnung an die bereits bekannten Kriterien der EZB zur Akzeptanz von Verbriefungen als Sicherheit entwickelt wurde.

Erklärtes Ziel der Kategorisierung ist es, einerseits hochwertige Verbriefungen angemessen von den risikoreicheren Verbriefungen abgrenzen zu können und andererseits den Versicherungsunternehmen bzw. den Aufsichtsbehörden die entsprechende Einordnung zu erleichtern. Demnach sollen etwaige Interpretationsspielräume ausgeschlossen werden. Die Kriterien umfassen unter anderem:

- ein Mindestrating (Bonitätsstufe 3 oder besser),
 - die Notierung der Papiere an einem regulierten Markt,
 - das Verbot einer Nachrangigkeit,
 - das Verbot von Claw-back-Klauseln,
 - eine Beschränkung auf bestimmte im verbrieften Pool enthaltene Assets sowie
 - das Fehlen eines Default bei Begebung.
- Auf Asset-Ebene werden nur die folgenden Forderungen zugelassen:
- Hypothekendarlehen für Wohnimmobilien oder vollständig garantierte Darlehen für Wohnimmobilien,
 - Kredite an kleine und mittlere Unternehmen,
 - Autokredite und Autoleasingverträge,
 - Leasinggegenstände, und
 - Verbraucherkredite und
 - Kreditkartenforderungen.

Die nach der neuen Systematik anzusetzenden Werte im Spread-Risiko für Verbriefungen, die die vorgenannten Kriterien erfüllen, sind gegenüber den bisher geltenden Quoten deutlich geringer und rangieren, abhängig von der Bonitätseinstufung, zwischen 2,1 und 8,5%, was die Attraktivität dieser Anlagen deutlich erhöhen sollte. Die weniger hochwertigen Verbriefungen fallen hingegen weiter ab und liegen künftig zwischen 12,5 und 100%.

Abgesehen von der Eigenkapitalunterlegungspflicht führt Solvency II zu erhöhten organisatorischen Vorkehrungen der Versicherer bei der Investition in Verbriefungen. Die diesbezüglichen Leitlinien von EIOPA gehen in vielerlei Hinsicht über die bis-

„Die ohnehin am Markt bereits aufkeimende Tendenz zu einfacheren und transparenteren Strukturen wird sich mutmaßlich deutlich verstärken.“

herigen Voraussetzungen der Versicherungsaufsicht hinaus. Insbesondere müssen die Versicherungsunternehmen einen Interessengleichlauf zum Originator sicherstellen und sich dezidiert mit dessen Geschäft auseinandersetzen. So muss das Versicherungsunternehmen prüfen, ob die Verbriefung seitens des Originators nicht etwa nur deswegen initiiert wird, weil die Marktbedingungen für das betreffende Asset risikoreicher geworden sind oder aber seine eigene Maklertätigkeit im Vordergrund der Transaktion steht.

Mehr Qualität

In der Gesamtschau muss man davon ausgehen, dass die Neuregulierung jedenfalls partiell prohibitiv wirkt. Neben den gesteigerten Eigenkapitalanforderungen führt auch die gegenüber dem jetzigen System gestiegene Komplexität zu einer deutlichen Erschwernis bei der Einordnung von strukturierten Produkten. Zu begrüßen sind allerdings die deutlich gelockerten Eigenmittelanforderungen hinsichtlich hochwertiger Verbriefungen und die dahingehende klare Grenzziehung. Die ohnehin am Markt bereits aufkeimende Tendenz zu einfacheren und transparenteren Strukturen wird sich mutmaßlich deutlich verstärken. Riskantere bzw. komplexere Strukturen stehen aufgrund der deutlichen Nachteile künftig wohl weniger im Fokus institutioneller Investoren.