

## Aktueller Kommentar

### KMU-Pfandbriefe: Ein Instrument mit viel Potenzial

12. Februar 2015

**Die Probleme kleiner und mittlerer Unternehmen (KMUs) beim Zugang zu Finanzierungsmitteln stellen in vielen europäischen Ländern ein beträchtliches Hindernis für die wirtschaftliche Erholung dar, weswegen es Rufe nach Unterstützungsmaßnahmen der Politik gibt. Als eine mögliche Option, um die Kreditvergabe an KMUs anzukurbeln, werden derzeit KMU-Pfandbriefe diskutiert. Diese bieten sowohl für Investoren als auch für Emittenten eine Reihe von Vorteilen, jedoch gibt es verschiedene Hindernisse, aufgrund derer KMU-Pfandbriefe aktuell nur eingeschränkt zur Belebung der Kreditvergabe an den Mittelstand beitragen können.**

Um kleinen und mittleren Unternehmen den Zugang zu Finanzierungsmitteln zu erleichtern, diskutieren Politik und Regulierer zurzeit die Möglichkeiten von Pfandbriefen, die mit KMU-Krediten besichert sind. KMUs sind das Rückgrat der Wirtschaft des Euroraums; sie machen 58% der Bruttowertschöpfung und 67% der Beschäftigung aus und spielen deshalb eine entscheidende Rolle für die wirtschaftliche Erholung. Deshalb sind Schritte zur Ankurbelung der Kreditvergabe an den Mittelstand von großer Bedeutung.

Im Allgemeinen bieten Pfandbriefe – wie andere besicherte Wertpapiere – den Banken Zugang zu Marktliquidität und eröffnen zusätzliche Refinanzierungsquellen. Außerdem ermöglichen Pfandbriefe aufgrund des „dynamischen“ Pools zugrundeliegender Vermögenswerte eine umgekehrte Fristentransformation, d.h. sie erlauben den Banken, Schuldverschreibungen zu emittieren, deren Laufzeiten länger sind als die ihrer Kredite. Im Unterschied zu True-Sale-Verbriefungen reduzieren Pfandbriefe zudem die Finanzierungskosten der Banken dank der doppelten Besicherung durch den Pool von Vermögenswerten und den Emittenten selbst. Aus all diesen Gründen könnten Pfandbriefe im Prinzip die Kreditvergabe der Banken, einschließlich der Kreditvergabe an KMUs, erleichtern. Inwiefern KMU-Pfandbriefe die Kreditvergabe an den Mittelstand unter den gegenwärtigen Umständen tatsächlich neu beleben können, hängt jedoch 1. vom rechtlichen Rahmen, 2. der Nachfrage seitens der Investoren und 3. der Fähigkeit der Banken ab, diese Produkte anzubieten.

Auf den ersten Blick sind KMU-Pfandbriefe „einfache“ festverzinsliche Wertpapiere mit einem Pool von KMU-Krediten von hoher Qualität als Sicherheit. Dieser Deckungsstock ist dynamisch, d.h. auslaufende sowie notleidende Mittelstandskredite (abhängig von vertraglichen und gesetzlichen Regelungen) werden ersetzt, um jederzeit eine volle Besicherung zu gewährleisten. Um das höchstmögliche Rating zu erreichen und ggf. regulatorische Anforderungen zu erfüllen, weisen KMU-Pfandbriefe eine Überdeckung auf. Mit anderen Worten, der Wert des Kreditpools ist größer als der Nennwert der emittierten Anleihen. Im Gegensatz zu anderen besicherten Wertpapieren bleiben Pfandbriefe in der Bilanz des Emittenten (normalerweise Banken) und sind nicht nur durch die Deckungsmasse, sondern auch durch die Bilanz des Emittenten besichert (Doppelbesicherung/„dual recourse“). Für die emittierenden Institutionen gibt es ebenfalls Vorteile: Neben den allgemeinen, oben genannten Vorzügen von Pfandbriefen bieten KMU-Pfandbriefe den Banken eine größere Flexibilität bezüglich des Sicherheitenspektrums, d.h. sie erlauben die Verwendung einer weiteren Assetklasse zur Besicherung dieser Wertpapiere, über die typischen Hypotheken oder Kredite an die öffentliche Hand hinaus. Insgesamt bieten KMU-Pfandbriefe sowohl den Investoren als auch den Emittenten Vorteile. In der Praxis haben jedoch bisher rechtliche Fragen und die Marktdynamik die Möglichkeiten solcher Pfandbriefe begrenzt, rasch zur Wiederbelebung der Kreditvergabe an den Mittelstand beizutragen.

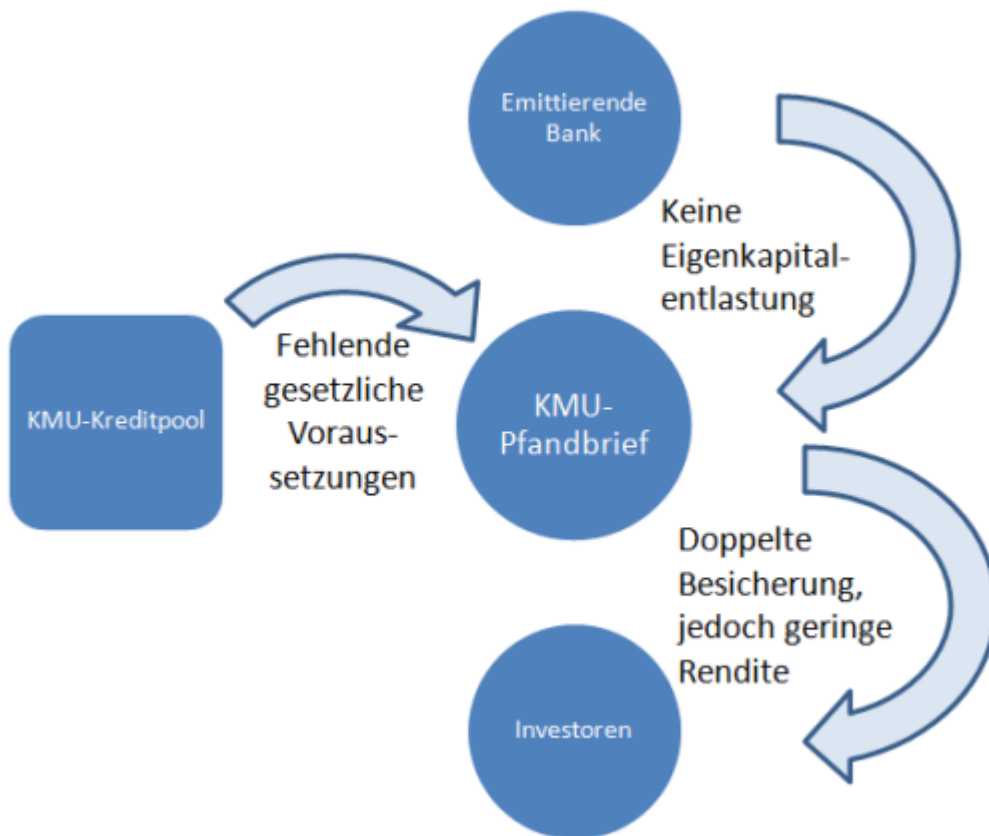
Vor allem fehlende gesetzliche Voraussetzungen sind ein großes Hindernis für die Begebung von KMU-Pfandbriefen. Im Unterschied zu klassischen Pfandbriefen, die auf einem klaren rechtlichen Rahmen aufbauen und regulatorische Vorteile wie z.B. eine bevorzugte Risikogewichtung gemäß der geltenden Eigenkapitalstandards genießen, ist die Verwendung von Mittelstandskrediten in Deckungsstocks in der EU im Prinzip noch nicht zulässig. Nur auf nationaler Ebene wurden in Bezug auf die rechtlichen Rahmenbedingungen gewisse Fortschritte erzielt. So zielt z.B. eine vor Kurzem vorgeschlagene Änderung des spanischen

Verbriefungsgesetzes darauf ab, Beschränkungen bei der Zulässigkeit von Sicherheiten abzuschaffen und dadurch die Verwendung von Mittelstandskrediten für Pfandbriefe automatisch zu erlauben. In Italien können mittlerweile mit den Obbligazioni Bancarie Collateralizzate KMU-Forderungen als Sicherheit verwendet werden. Außerdem haben in Deutschland und Frankreich einige Kreditgeber und Kreditplattformen angesichts fehlender rechtlicher Rahmenbedingungen Anleihen begeben, die zwar durch Mittelstandskredite besichert sind, bei denen die doppelte Besicherung jedoch allein auf vertraglichen Bestimmungen basiert.

Für Investoren ist die Möglichkeit, eine zuverlässige Kreditrisikoanalyse durchführen zu können, eine Voraussetzung, KMU-Pfandbriefe zu halten. Im Gegensatz zu den üblicherweise verwendeten Sicherheiten wie Hypotheken oder Krediten an die öffentliche Hand gibt es jedoch zu Mittelstandskrediten in der Regel keine standardisierten und transparenten Informationen. Dies macht es schwierig, die Bonität von KMU-Pfandbriefen verlässlich einzuschätzen. Darüber hinaus spielen Renditeüberlegungen für Investoren eine wichtige Rolle, wobei die Renditen dieser Produkte – aufgrund der Doppelbesicherung – bereits in „normalen“ Zeiten relativ niedrig sind. Dies gilt jetzt umso mehr, als die hohe Zentralbankliquidität bei allen Arten von Schuldverschreibungen, einschließlich Pfandbriefen, zu einer beträchtlichen Kurssteigerung geführt hat. Während z.B. 2013 begebene KMU-Pfandbriefe noch mit einem Kupon von 1-2% ausgestattet waren, fielen die Renditen in letzter Zeit auf rund 0,5%, was die Attraktivität für Investoren verringert.

Für die Banken verbleiben Pfandbriefe im Unterschied zu anderen Verbriefungen als Verbindlichkeit auf der Bilanz, während die entsprechenden Mittelstandskredite ein Vermögenswert bleiben. Da es keinen Risikotransfer an den Kapitalmarkt gibt, können die Banken keine regulatorische Kapitalentlastung erzielen, indem sie KMU-Pfandbriefe begeben. Sowohl der anhaltende Bilanzumbau (einschließlich des Aufbaus von Kapital) als auch die Versorgung mit extrem günstiger Liquidität durch die Zentralbanken dämpfen daher derzeit den Anreiz für die Banken, Pfandbriefe zu begeben.

Auch wenn KMU-Pfandbriefe für Investoren und Emittenten gleichermaßen lukrative Vorzüge bieten, dürfte ihr Potenzial, die Kreditvergabe an den Mittelstand neu zu beleben, angesichts fehlender rechtlicher Voraussetzungen und schwieriger Marktverhältnisse also alles in allem vorerst begrenzt bleiben.



Der Autor bedankt sich bei Dominik Wojnowski für seine Unterstützung bei der Erstellung dieses Kommentars.

Siehe auch:

Mittelstandsfinanzierung im Euroraum: Neue Lösungen für ein altes Problem

Publication of the English original: January 27.

Die Aktuellen Kommentare im Audio-Format finden Sie [hier](#)...



Autor:

Orcun Kaya (+49) 69 910-31732

mehr zum Research-Bereich **Banken, Finanzmärkte und Regulierung**  
Aktuelle Kommentare - Archiv

© Copyright 2015. Deutsche Bank AG, Deutsche Bank Research, 60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen.

In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis zur Erbringung von Bankgeschäften und Finanzdienstleistungen verfügt und unter der Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB) und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) steht. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Filiale London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die von der UK Prudential Regulation Authority (PRA) zugelassen wurde und der eingeschränkten Aufsicht der Financial Conduct Authority (FCA) (unter der Nummer 150018) sowie der PRA unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Limited, Tokyo Branch, genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jeglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.