

Schwerpunkt Europäische Kapitalmarktunion

Neue Vorschläge der EBA zur Förderung qualitativ hochwertiger Verbriefungen

Obwohl die Ausfälle im europäischen Verbriefungsmarkt gering waren, leidet das Segment weiterhin an einer gewissen Stigmatisierung und die Volumina haben nicht an das Vorkrisenniveau anknüpfen können. Zur Förderung dieser Assetklasse soll, als Teil einer Initiative zur Integration der europäischen Kapitalmärkte, ein Rechtsrahmen für hochwertige Verbriefungen geschaffen werden. Diese haben sich durch Einfachheit, Standardisierung und Transparenz auszuzeichnen. Konkrete Vorschläge hierzu gibt es von der EBA. Irritierend ist, dass die EBA trotz deutlicher Kritik aus der Praxis, synthetische Verbriefungen bisher ausnimmt und ihnen nicht die gleichen Vorteile, unter anderem bei der Eigenkapitalanrechnung, zuordnen will. Die Einhaltung der aufgestellten Kriterien sollte aus Sicht des Autors für deutsche Transaktion in vielen Fällen gelingen und im Falle der Umsetzung zahlreiche Transaktionen davon profitieren können. **Red.**

Im Zuge der Finanzkrise sind das Vertrauen und folglich die Investitionen in den Verbriefungsmarkt auch innerhalb der Europäischen Union stark gesunken. Obwohl die Ausfälle im Rahmen von Verbriefungstransaktionen in Europa (und gerade in Deutschland) begrenzt waren, hat der Verbriefungsmarkt bisher nicht an das Vorkrisenvolumen anknüpfen können.

Als Gründe hierfür werden neben psychologischen Faktoren (das heißt einer noch immer nicht überwundenen Stigmatisierung des Verbriefungsmarkts) die fortlaufenden Verschärfungen der regulatorischen Rahmenbedingungen von Verbriefungen genannt, die sich durch strengere Eigenmittelanforderungen vor allem auf regulierte Investoren auswirken.

Hinzu treten Rechtsunsicherheiten für Originatoren und Investoren aufgrund der zahlreichen unterschiedlichen Regelungen, die sich auf Verbriefungen beziehen.

Der Autor

Dr. Burkhard Rinne

Rechtsanwalt, Bank- und Kapitalmarktrecht Linklaters LLP, Frankfurt am Main



Um dieser Entwicklung entgegenzusteuern, veröffentlichte die European Banking Authority (EBA) im Oktober 2014 auf Anfrage (call for advice) der Europäischen Kommission ein Diskussionspapier mit dem Ziel, Merkmale qualitativ hochwertiger Verbriefungstransaktionen zu identifizieren und zu ermitteln, ob Positionen aus solchen Verbriefungstransaktionen bei den Eigenmittelanforderungen im Rahmen der europäischen Eigenmittelverordnung (Capital Requirements Regulation – CRR) begünstigt werden können.

Regelungsinitiativen für hochwertige Verbriefungen

Die Entwicklung einheitlicher Kriterien sollte auch dazu beitragen, Investoren eine fundierte Investmententscheidung zu ermöglichen. Die EBA stellte bereits in ihrem Diskussionspapier ausdrücklich fest, dass ein gut funktionierender Verbriefungsmarkt in der EU die Widerstandsfähigkeit des europäischen Finanzsystems stärken, weil er der Realwirtschaft alternativer Finanzierungsmöglichkeiten biete und für eine verbesserte Verteilung von Risiken Sorge.

Das Diskussionspapier war Teil einer Initiative zur Integration der europäischen Kapitalmärkte und zur Verbesserung der Finanzierung der Realwirtschaft. Am 18. Februar 2015 veröffentlichte die Europäische Kommission ihr „Grünbuch“ (Green Paper) zur Schaffung eines echten Binnenmarktes in Form einer Kapitalmarktunion für alle Mit-

gliedsstaaten, zur Steigerung des Investitionsniveaus der EU und zur Stärkung der Kapitalmärkte als Ergänzung der Finanzierung über Banken.

Simple, standard and transparent

Zeitgleich begann die Kommission einen öffentlichen Konsultationsprozess zur Schaffung eines Rechtsrahmens für hochwertige Verbriefungen, die sich durch Einfachheit, Standardisierung und Transparenz auszeichnen sollen (simple, standard and transparent securitisations – SSTS).

Neben dem EBA-Diskussionspapier sind weitere Initiativen zur Förderung des Verbriefungsmarktes ergriffen worden. Es handelt sich um eine gemeinsame Stellungnahme der Europäischen Zentralbank und der Bank of England vom Mai 2014, einem Konsultationsdokument des Baseler Ausschusses für Bankenaufsicht und der Internationalen Vereinigung der Wertpapieraufsichtsbehörden (BCBS und IOSCO) vom Dezember 2014 zu Kriterien für einfache, transparente und vergleichbare (comparable) Verbriefungen sowie in delegierten Verordnungen der Europäischen Kommission vom Oktober 2014 zur Liquiditätsdeckungsanforderung (Liquidity Coverage Ratio) im Rahmen der CRR mit bevorzugter Berücksichtigung von Verbriefungen mit hohen Qualitätsanforderungen (High Quality Securitisations) und zu günstigeren Kapitalanforderungen für Risiken aus hochwertigen Senior-Verbriefungstranchen (auch Typ 1- Verbriefungen genannt) im Rahmen der Solvency II-Verordnung.

Zweistufiger EBA-Ansatz

Am 9. Juli 2015 hat die EBA einen detaillierten Bericht zu qualifizierenden Verbriefungen (EBA Report on qualifying Securitisation) sowie eine Stellungnahme (Opinion) zu einem europäischen Rahmenwerk für qualifizierende Verbriefungen veröffentlicht. Darin sieht die

EBA einen zweistufigen Ansatz bei den Anforderungen an qualifizierende Verbriefungen vor, die eine bevorzugte regulatorische Behandlung rechtfertigen: zunächst die Festlegung von Kriterien für einfache, standardisierte und transparente Verbriefungen und sodann die Erfüllung bestimmter Anforderungen an das Kreditrisiko der verbrieften Vermögenswerte.

Hintergrund für die Entwicklung von Kriterien für SSTs sind die Erkenntnisse aus der Finanzkrise.

Ursachen für geringe Ausfälle bei europäischen Transaktionen

So werden im Bericht der EBA insbesondere folgende Ursachen für den Ausfall von US-amerikanischen Verbriefungen genannt: divergierende Interessen von Originatoren und Investoren, die zu niedrigen Standards bei der Vergabe von verbrieften Darlehen führten, fehlerhafte Modellannahmen von Ratingagenturen und Investoren sowie die Komplexität der Transaktionen und der Mangel an Transparenz gegenüber den Investoren.

Demgegenüber werden als Gründe für die geringen Ausfälle europäischer Verbriefungen folgende Faktoren aufgeführt: die geringe Verbreitung von Modellen, bei denen Darlehen ausgereicht wurden, um sie kurzfristig zu verbiefen (originate to distribute), granulare und diversifizierte Verbriefungsportfolios, ein hoher Grad von Bonitätsverbesserungen (credit enhancements), der unterbliebene Einsatz von Hebelmechanismen (leverage) sowie das Absehen von Fristentransformationen. Die Einführung der neuen Kriterien verfolgt daher insbesondere das Ziel, das Investorenvertrauen durch harmonisierte Verfahren im Verbriefungsmarkt zu stärken und die Investorenbasis für Verbriefungen zu erweitern. Darüber hinaus sollen die neuen Kriterien die Basis für ein zukünftig stärkeres risikobewusstes aufsichtsrechtliches Regelwerk bilden, das zwischen verschiedenen Verbriefungsprodukten mit unterschiedlichen Risiken und historischen Ausfallraten differenzieren können soll.

Synthetische Verbriefungen weiterhin ausgenommen

In der Konsultation zum ursprünglichen Diskussionspapier war bemängelt wor-

den, dass Asset-Backed Commercial Paper (ABCP) den Anforderungen nicht zugänglich waren. Diesen Einwand hat die EBA aufgegriffen und in ihrem Bericht nun eigenständige Kriterien für ABCP aufgestellt.

Synthetische Verbriefungen nimmt die EBA trotz deutlicher Kritik aus der Praxis, die im Rahmen der Anhörungen geäußert worden war, vom Anwendungsbereich der neuen Kriterien – und damit auch der vorgesehenen Begünstigungen bei der Kapitalunterlegung – weiterhin aus. Sie führt hierzu aus, dass sich die Merkmale der Einfachheit, der Standardisierung und der Transparenz bei synthetischen Verbriefungen nicht angemessen ermitteln ließen.

Eine Verbriefungsstruktur soll als einfach gelten, sofern es sich um eine Verbriefung (securitisation) im Sinne der in der CRR enthaltenen Definition handelt, das heißt das Kreditrisiko aus einem Portfolio tranchiert wird. Wiederverbriefungen werden vom Anwendungsbereich ausgenommen. Die Aufnahme der unterliegenden Vermögenswerte in das Verbriefungsportfolio muss vor bestimmten und klar definierten Auswahlkriterien unterliegen, die auch für nachträglich (das heißt im Wege eines sogenannten Replenishments) hinzugefügte Vermögenswerte gelten.

Homogenität gefordert

Ein aktives Portfoliomanagement auf Ermessensbasis (wie dies häufig bei CDO-Strukturen der Fall war) ist nicht zulässig; die Ersetzung von Vermögenswerten, die gegen Gewährleistungen verstoßen, soll aber möglich sein.

Nur Verbriefungen mit Übertragung der Vermögenswerte (das heißt True Sale-Transaktionen) sind erfasst. Ähnlich wie bei den Kriterien der Europäischen Zentralbank wird dies dahingehend spezifiziert, dass die Vermögenswerte dem Zugriff des Originators und dessen Gläubigern insbesondere im Falle der Insolvenz des Originators entzogen sind. Dies lässt erwarten, dass auch Strukturen geeignet sein werden, bei denen zwar die Vermögenswerte einstweilen nicht übertragen werden, aber wirksam in das Refinanzierungsregister des Originators eingetragen werden und daher im Falle einer Insolvenz ausgedeutert werden können.

Die zugrunde liegenden Vermögenswerte müssen im Hinblick auf ihre Art, Wäh-

rung und das anwendbare Recht homogen sein. Folglich erfüllen Verbriefungen gemischter Portfolios verschiedener Assetklassen dieses Merkmal nicht. Insbesondere müssen die Vermögenswerte periodische Zahlungen vorsehen und dürfen nicht von Zweckgesellschaften geschuldet sein. Die Verbriefung darf ferner nicht wesentlich von der Refinanzierung der zugrunde liegenden Vermögenswerte oder von den Wiederverkaufswerten der durch die Vermögenswerte finanzierten Gegenstände abhängen. Dies ist bei der Verbriefung von Leasingforderungen im Hinblick auf Restwertverbriefungen relevant.

Zum Zeitpunkt der Aufnahme der unterliegenden Vermögenswerte in das Verbriefungsportfolio dürfen diese keine bestrittenen Forderungen, keine ausgefallenen Forderungen (insbesondere Forderungen, deren Fälligkeit länger als 90 Tage zurückliegt), Forderungen gegen Schuldner mit mangelnder Kreditwürdigkeit, übertragbare Wertpapiere oder Derivate (mit Ausnahme von Derivaten, die im Rahmen der Verbriefung Währungs- oder Zinsrisiken absichern) sein. Ferner muss auf jeden Vermögenswert mindestens eine Zahlung des Schuldners geleistet worden sein (es sei denn, es handelt sich um revolving Verbriefungen von Überziehungskrediten, Kreditkartenforderungen, Handelsforderungen und so genannter Dealer Floorplan-Finanzierungen).

Um als standardisiert zu gelten, muss die Verbriefung insbesondere einen Risikoeinbehalt im Sinne der entsprechenden CRR-Vorschriften (beziehungsweise gleichwertiger Vorschriften außerhalb der EU) vorsehen. Zins- und Währungsrisiken müssen angemessen abgemildert werden. Die Verzinsung der Verbriefungsinstrumente soll auf üblichen Marktzinssätzen beruhen und darf sich nicht auf komplexe Formeln oder Derivate beziehen. Caps und Floors sind jedoch zulässig.

Risikoeinbehalt gehört dazu

Bei revolving Verbriefungen muss bei Eintritt bestimmter Ereignisse (insbesondere bei Insolvenz des Originators oder des Servicers) der Erwerb weiterer Vermögenswerte beendet werden und eine Amortisation erfolgen.

Im Falle einer Leistungsstörung (event of default) oder vorzeitigen Fälligkeit der Verbriefungsinstrumente darf keine automatische Verwertung der verbief-

ten Vermögenswerte zu Marktpreisen vorgesehen sein; Regelungen zu Mehrheitsentscheidungen der Gläubiger über die Verwertung sind aber zulässig. Die Verbriefungsdokumentation muss sicherstellen, dass das Servicing bei Ausfall oder Insolvenz des Servicers nicht unterbrochen wird und weitere Transaktionsparteien bei Ausfall oder Insolvenz ersetzt werden. Weitere Regelungen betreffen unter anderem die Rolle von Treuhändern zugunsten der Investoren und Anforderungen an das Servicing.

Zur Erfüllung des Merkmals der Transparenz verlangt die EBA insbesondere die Bereitstellung von Informationen, die die in der europäischen Prospektverordnung niedergelegten Mindestanforderungen (beziehungsweise, soweit die unterliegenden Vermögenswerte nicht dem Recht eines EWR-Mitgliedsstaates unterliegen, vergleichbare Vorschriften der betreffenden Jurisdiktion) erfüllen. Dies soll auch bei prospektfreien Privatplatzierungen gelten, was dazu führen dürfte, dass in diesen Fällen prospektähnliche „Information Memoranda“ zu erstellen sein werden. Ferner sind die in Artikel 409 der CRR und Artikel 8 b der Verordnung über Ratingagenturen enthaltenen Informationspflichten zu erfüllen.

Des Weiteren muss die Transaktionsdokumentation detaillierte Regelungen zum Vorgehen bei Leistungsstörungen der unterliegenden Vermögenswerte enthalten. Den Investoren sind fortlaufend Cashflow-Modelle zur Verfügung zu stellen. Vor Begebung der Verbriefungstransaktion muss eine Stichprobe der unterliegenden Vermögenswerte von einem unabhängigen Dritten (der keine Ratingagentur sein darf) im Hinblick auf die Richtigkeit der den Investoren im Angebotsdokument zur Verfügung gestellten Daten geprüft werden.

Datenschutzregeln bestimmen Ausnahmen

Investoren müssen periodisch Zugang zu Daten der unterliegenden Vermögenswerte auf Einzelvermögenswertbasis erhalten. In diesem Zusammenhang wird wieder auf Artikel 8 b der Verordnung über Ratingagenturen verwiesen, dessen Regelung eine Ausnahme für Daten enthält, deren Veröffentlichung gegen Datenschutzregelungen verstoßen würde. Daher kann davon ausgegangen werden, dass die Bereitstellung dieser Daten so begrenzt werden darf, dass geltende Anforderungen an Bankgeheimnis und

Datenschutz erfüllt werden. Ferner sind mindestens quartalsweise Investorenreports zur Verfügung zu stellen, die bestimmten Standards genügen müssen.

Anforderungen an das Kreditrisiko

Neben Anforderungen an das Verfahren der Originierung der Vermögenswerte verlangt die EBA die Einhaltung bestimmter Portfolio- und Asset-Kriterien: So dürfen die offenen Positionen (Exposures) gegenüber einem Schuldner (oder einer Schuldnergruppe) im Portfolio anfänglich nicht mehr als 1 Prozent des Gesamtportfolios ausmachen. Je nach Art der Vermögenswerte dürfen diese bei Aufnahme in das Verbriefungsportfolio bestimmte Risikogewichte nicht überschreiten (die höchste Obergrenze liegt hierbei bei 100 Prozent; für grundpfandrechtlich besicherte private beziehungsweise gewerbliche Darlehen sowie Einzelhandelsforderungen (Retail) gelten jeweils niedrigere Obergrenzen). Sofern es sich um grundpfandrechtlich besicherte Darlehen handelt, dürfen nachrangig besicherte Darlehen nur Teil der Verbriefung sein, wenn auch die vorrangig besicherten Darlehen mit verbrieft sind. Bei grundpfandrechtlich besicherten privaten Darlehen darf der LTV 100 Prozent nicht übersteigen.

Günstigere EK-Unterlegung bei Erfüllung der Kriterien

Erfüllt eine Verbriefung sowohl die Anforderungen an eine SSTS als auch an das Kreditrisiko der unterliegenden Vermögenswerte, sollen nach dem Vorschlag der EBA grundsätzlich über alle Risikotranchen hinweg geringere Risikogewichte bei der Eigenkapitalunterlegung durch Investoren, die Eigenkapitalunterlegungspflichten unterliegen, Anwendung finden als bisher. Dieser Effekt soll für den Standardansatz, den auf externen Ratings basierten Ansatz und den auf internen Ratings basierten Ansatz gelten. Lediglich für diejenigen Risikotranchen, deren Unterlegung schon bisher eine Risikogewichtung von 1250 Prozent (das heißt einen Vollabzug) vorsah, verbleibt es bei der bisherigen Einordnung.

Die vorgeschlagenen Kriterien für ABCP unterscheiden nach Kriterien für die einzelnen Verbriefungstransaktionen innerhalb eines ABCP-Programms und Kriterien für die Programme selbst.

Die Anforderungen auf Transaktionsebene an die SSTS entsprechen zum großen Teil den oben aufgeführten Anforderungen. Unterschiede beruhen im Wesentlichen auf der Natur der ABCP-Transaktionen beziehungsweise -programme. So sind zum Beispiel bei den Homogenitätskriterien auch Verwässerungsrisiken zu berücksichtigen und darf die Restlaufzeit der Vermögenswerte nicht länger als ein Jahr betragen. Vorzeitige Amortisationen bei Insolvenzereignissen auf Seiten des Originators oder Servicers sind nicht zwingend vorzusehen.

Daten nicht auf Einzelebene nötig

Die Bereitstellung von Daten muss nicht auf Einzelvermögenswertbasis erfolgen. Deutlichere Unterschiede bestehen im Rahmen der vorgesehenen Anforderungen an das Kreditrisiko. So sind zum Beispiel grundpfandrechtlich besicherte Darlehen als unterliegende Vermögenswerte ausgeschlossen, wohingegen keine Anforderungen an die Granularität des Portfolios gestellt werden.

Auf Programmebene legen die EBA-Anforderungen insbesondere fest, dass alle einbezogenen Verbriefungstransaktionen die Anforderungen an SSTS und die Kreditrisikokriterien für ABCP erfüllen müssen. Programmweite Kreditverbesserungen (credit enhancements) dürfen nicht in der Schaffung zusätzlicher Tranchen münden. Liquiditätsfazilitäten auf Transaktionsebene müssen alle Liquiditäts-, Kredit- und wesentlichen Verwässerungsrisiken der verbrieften Vermögenswerte abdecken (full support). Die Rolle des Sponsors und des programmweiten Liquidity Facility Providers müssen in einer Hand liegen. Die emittierten Papiere dürfen keine Call-Optionen oder Verlängerungsklauseln enthalten.

Auf Basis einer Schichtung

Die Anforderungen an das programmweite Hedging entsprechen denjenigen für standardisierte Verbriefungen außerhalb von ABCP. Das programmweite Reporting muss nicht auf Einzelvermögenswertbasis, sondern darf auf Basis einer Schichtung erfolgen. Auf Programmebene darf das Exposure gegenüber einem Schuldner (oder einer Schuldnergruppe) im Portfolio anfänglich nicht mehr als 1 Prozent des Gesamtwerts der kombinierten Portfolios betragen, es sei denn, das Ausfallrisiko

(nach Abzug etwaiger Kaufpreisabschlüsse) ist vollständig durch Kreditversicherungen abgedeckt.

Nachbesserungs- und Klarstellungsbedarf

Der Vorstoß der EBA ist grundsätzlich begrüßenswert. Der nun veröffentlichte Bericht greift diverse Vorschläge aus der Praxis auf. Nachbesserungs- und Klarstellungsbedarf besteht zwar noch im Detail. So erscheinen etwa die Anforderungen an die Bereitstellung von Daten an einigen Punkten, insbesondere im Hinblick auf Verbriefungstransaktionen, die nicht öffentlich sind, überzogen. Dies sollte jedoch den Prozess einer Umsetzung in europäisches Aufsichtsrecht nicht grundlegend hindern. Aus deutscher Sicht darf prognostiziert werden, dass die Einhaltung der aufgestellten Kriterien in vielen Fällen gelingen wird, so dass im Falle einer Umsetzung zahlreiche Transaktionen davon profitieren können.

Divergierende Bestimmungen vereinheitlichen

Die Initiative ist daher geeignet, den Verbriefungsmarkt stärker zu beleben und die Rolle der Verbriefung als Alternative zu klassischen Finanzierungswegen von Banken und der Realwirtschaft zu stärken. Wichtig wird in diesem Zusammenhang aber auch sein, divergierende Bestimmungen zu hochwertigen Verbriefungen in verschiedenen Regelwerken zu vereinheitlichen, um Rechtsunsicherheiten zu vermeiden.

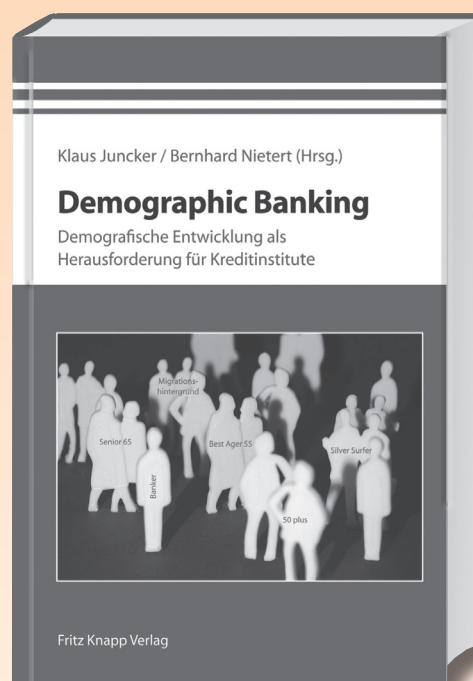
Nicht zu rechtfertigen ist es allerdings, synthetischen Verbriefungen den Zugang zur Einordnung als qualifizierende Verbriefungen pauschal zu versagen. Die Begründung der EBA hierfür überzeugt nicht. Abgesehen vom lediglich synthetischen Risikotransfer sind synthetische Verbriefungen allen drei Regelungselementen von SSTS und den Kriterien für die Kreditrisiken ebenso zugänglich wie traditionelle Verbriefungen. Da synthetische Verbriefungstransaktionen die Kreditkosten senken, sind sie aus realwirtschaftlicher Sicht nicht weniger förderungswürdig als andere Transaktionen. Bleibt diese Verbriefungsform ausgenommen, besteht die Gefahr, dass Banken der Zugang zu diesem wichtigen Steuerungsinstrument in Zukunft erschwert wird.



Demografischer Wandel – sind die Banken dafür gerüstet?

Der demografische Wandel unserer Gesellschaft stellt auch die Finanzwirtschaft vor neue Herausforderungen. Durch die fortschreitende strukturelle Veränderung der Bevölkerung und damit der potenziellen Zielgruppen werden langfristig neue Strategien und Produkte im Bankbereich erforderlich. Dies haben die Kreditinstitute zwar durchaus erkannt, bisher aber nur unzureichend darauf reagiert.

Namhafte Bankpraktiker zeigen in diesem Buch auf, welche Auswirkungen der demografische Wandel auf Kapitalmärkte und Bankgeschäfte hat und wie den dabei auftretenden Problemen begegnet werden kann. Sie bieten praxisorientierte Lösungsansätze und geben wichtige Hinweise zur sinnvollen Anpassung von Bankstrategien und Bankgeschäftsfeldern im Privat- und Firmenkundengeschäft.



Demographic Banking
Demografische Entwicklung als Herausforderung für Kreditinstitute
Von Klaus Juncker und Bernhard Nietert (Hrsg.)
2010. 368 Seiten,
gebunden, 56,00 Euro.
ISBN 978-3-8314-0819-1.

Fritz Knapp Verlag | Postfach 111151 | 60046 Frankfurt
Tel. (069) 97 08 33-21 | Fax (069) 707 84 00 | E-Mail: vertrieb@kreditwesen.de
Besuchen Sie uns im Internet unter www.kreditwesen.de.