EUROPÄISCHE
KOMMISSION

Brüssel, den 24.7.2020
COM(2020) 284 final

BERICHT DER KOMMISSION AN DAS EUROPÄISCHE PARLAMENT UND DEN RAT

über die Schaffung eines spezifischen Rahmens für einfache, transparente und standardisierte synthetische Verbriefungen, der auf synthetische Bilanzverbriefungen beschränkt ist

(Text von Bedeutung für den EWR)

{SWD(2020) 120}

1. HINTERGRUND UND BEGRÜNDUNG

Gemäß Artikel 45 Absatz 1 der Verordnung (EU) Nr. 2017/2402[1] (*im Folgenden „Verbriefungsverordnung“*) muss die Europäische Bankenaufsichtsbehörde (*im Folgenden „EBA“*) einen Bericht über die Möglichkeit der Schaffung eines spezifischen Rahmens für einfache, transparente und standardisierte synthetische Verbriefungen (*„simple, transparent and standardised“ – im Folgenden „STS“*) veröffentlichen, der auf synthetische Bilanzverbriefungen beschränkt ist. Bei synthetischen Bilanzverbriefungen handelt es sich um Verbriefungstransaktionen, bei denen der Originator, in der Regel eine Bank, Finanzgarantien oder Kreditderivate verwendet, um das Kreditrisiko eines bestimmten Pools von Vermögenswerten, die er in seiner Bilanz hält und bei denen er in den allermeisten Fällen auch der ursprüngliche Kreditgeber war, auf Dritte zu übertragen. Bei den zugrunde liegenden Vermögenswerten handelt es sich in der Regel um Unternehmenskredite, KMU-Kredite oder Handelsfinanzierungen – Vermögenswerte, für die eine traditionelle Verbriefung für den Originator aus verschiedenen Gründen schwieriger oder weniger attraktiv ist. Synthetische Bilanzverbriefungen lassen sich eindeutig von synthetischen Arbitrage-Verbriefungen abgrenzen, bei denen der Originator der Verbriefung nicht zwangsläufig Eigentümer der zugrunde liegenden Vermögenswerte ist. Das Hauptziel einer synthetischen Arbitrage-Verbriefung besteht nicht darin, ein Kreditrisiko abzusichern, sondern es geht darum, Arbitragemöglichkeiten zu nutzen, die sich aus den Unterschieden bei der Bepreisung eines Pools von Vermögenswerten oder Produktindizes bedingt durch Kreditqualität und der Bepreisung des daraus resultierenden Verbriefungsproduktes ergeben.

In Erwägungsgrund 24 der Verbriefungsverordnung wird die EBA ferner aufgefordert, einschlägige Kriterien für diesen spezifischen Rahmen „im Hinblick auf die Finanzierung der Realwirtschaft und insbesondere der KMU, denen solche Verbriefungen am meisten nützen“ festzulegen.

Gemäß Artikel 45 Absatz 2 der Verbriefungsverordnung muss die Kommission dem Europäischen Parlament und dem Rat auf der Grundlage des genannten EBA-Berichts einen Bericht über die Schaffung eines spezifischen STS-Rahmens für synthetische Bilanzverbriefungen vorlegen und diesem gegebenenfalls einen Gesetzgebungsvorschlag beifügen.

Der EBA-Bericht wurde am 6. Mai 2020[2] veröffentlicht. Der Bericht baut auf dem vorausgehenden EBA-Bericht über synthetische Verbriefungen auf, der im Dezember 2015[3] veröffentlicht wurde und dessen Empfehlungen bereits in die Eigenmittelverordnung[4] eingegangen sind. Ferner basiert er auf dem im September 2017 veröffentlichten Diskussionspapier über die Übertragung signifikanter Risiken[5] bei Verbriefungen[6]. Die Übertragung signifikanter Risiken ist für synthetische Verbriefungen besonders wichtig, da die Risikoübertragung und die damit verbundene Eigenkapitalentlastung zu den Beweggründen für diese Art von Verbriefung gehören.

In Vorbereitung auf den vorliegenden Bericht hat die EBA im September 2019 ein Diskussionspapier veröffentlicht, mit dem eine zweimonatige Konsultation eingeleitet wurde. In den meisten Antworten werden sowohl der Analyse des Marktes als auch der Begründung für die Entwicklung eines STS-

[1] Verordnung (EU) 2017/2402 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 12. Dezember 2017 zur Festlegung eines allgemeinen Rahmens für Verbriefungen und zur Schaffung eines spezifischen Rahmens für einfache, transparente und standardisierte Verbriefung und zur Änderung der Richtlinien 2009/65/EG, 2009/138/EG, 2011/61/EU und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 648/2012.

[2] https://eba.europa.eu/eba-proposes-framework-sts-synthetic-securitisation

[3] https://eba.europa.eu/eba-issues-advice-on-synthetic-securitisation-for-smes

[4] Verordnung (EU) 2017/2401 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 12. Dezember 2017 zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 575/2013 über Aufsichtsanforderungen an Kreditinstitute und Wertpapierfirmen.

[5] Eine Übertragung des signifikanten Risikos ist erforderlich, damit der Originator im Falle einer traditionellen Verbriefung die verbrieften Risikopositionen aus seinen risikogewichteten Aktiva ausschließen oder im Falle einer synthetischen Verbriefung seine risikogewichteten Aktiva gemäß Artikel 251 und 252 der Eigenmittelverordnung berechnen kann.

[6] https://eba.europa.eu/regulation-and-policy/securitisation-and-covered-bonds/discussion-paper-on-the-significant-risk-transfer-in-securitisation

Rahmens für synthetische Verbriefungen nachdrücklich zugestimmt. Somit baut der EBA-Bericht auf einem breiten Konsens der Interessenträger hinsichtlich der Machbarkeit eines solchen Rahmens ebenso wie hinsichtlich der einschlägigen Kriterien auf, durch die synthetische Verbriefungen darin einbezogen werden könnten.

2. BESONDERHEITEN SYNTHETISCHER BILANZVERBRIEFUNGEN

Synthetische Verbriefungen und traditionelle oder „True-Sale"-Verbriefungen unterscheiden sich hinsichtlich der Art der zugrunde liegenden Risikopositionen, der Tranchierung der Risiken und der Kapitalstrukturen (Wasserfallprinzip) nicht grundlegend. Sie unterscheiden sich jedoch erheblich in der Art und Weise, in der das Risiko vom Originator auf den Anleger übertragen wird.

Bei einer traditionellen Verbriefung werden die Vermögenswerte durch den Emittenten der Wertpapiere tatsächlich rechtsgültig übertragen, und zwar so, dass das Eigentum tatsächlich auf eine Verbriefungszweckgesellschaft übergeht, die somit Anspruch auf die durch diese Vermögenswerte generierten Zahlungsströme erhält. Bei synthetischen Bilanzverbriefungen wird das Risiko durch eine Sicherungsvereinbarung (Kreditderivate oder Finanzgarantien) vom Originator auf den Anleger übertragen, während die zugrunde liegenden Risikopositionen selbst nicht auf den Anleger übergehen, sondern in der Bilanz des Originators verbleiben. Für die traditionelle Verbriefung sind daher sowohl eine Verbriefungszweckgesellschaft als auch die tatsächliche Emission von Wertpapieren erforderlich, wohingegen keines dieser beiden Elemente für synthetische Verbriefungen unbedingt vorhanden sein muss.

Aufgrund der größeren Flexibilität des synthetischen Mechanismus ist die Durchführung von synthetischen Bilanzverbriefungen tendenziell einfacher als die traditionelle Verbriefung. Darüber hinaus lässt sich dieser in der Regel kostengünstiger und schneller organisieren. Der Originator kann damit den rechtlichen und operativen Schwierigkeiten aus dem Weg gehen, die mit der Übertragung des Eigentums an den zugrunde liegenden Risikopositionen im Rahmen einer traditionellen Transaktion verbunden sein können.

In den letzten Jahren sind die Marktpraktiken für synthetische Bilanzverbriefungen erheblich vereinfacht worden. Beobachtungen der Branche zeigen, dass der Umfang der Unterlagen, die einem solchen Instrument beigefügt sind, von rund 500 Seiten vor der weltweiten Finanzkrise auf weniger als 50 Seiten zurückgegangen ist. Das lässt auf eine erhebliche Verringerung der Komplexität schließen.[7]

Die Übertragung des Risikos ist bei synthetischen Verbriefungen nicht nur von der Kapitalstruktur der Transaktion (d. h. der Tranchierung) und potenziellen Mechanismen der Unterstützung durch den Originator (wie das bei „True-Sale"-Verbriefungen der Fall ist) abhängig, sondern auch von den Merkmalen der von den Parteien geschlossenen Sicherungsvereinbarung sowie von der Kreditwürdigkeit des Anlegers. Der Rückgriff auf eine Besicherung, insbesondere wenn diese ohne Sicherheitsleistungen erfolgt und von nicht öffentlichen Sicherungsgebern bereitgestellt wird, setzt einzelne Banken einem Gegenparteirisiko aus und kann im Falle einer hohen Konzentration von Sicherungsgebern eine Verflechtung im Finanzsystem schaffen, die systemische Auswirkungen haben kann (wie sich dies in der Finanzkrise 2008/2009 gezeigt hat). Ungeachtet dessen gilt: Wenn beide Parteien das Geschäft in voller Kenntnis der zugrunde liegenden Risiken abschließen, wird das Risiko abweichender Interessen des Originators und des Anlegers gemindert, da das Risikomanagement für den Sicherungsgeber ebenso wichtig ist wie für den Sicherungsnehmer.

Die synthetische Verbriefung unterscheidet sich auch hinsichtlich ihrer Zweckbestimmung von der traditionellen Verbriefung. Die Verwendung synthetischer Verbriefungen hat sich in der Tat als nützliches Instrument für eine große Zahl von Banken bei ihren Aktivitäten im Bereich Kreditrisiko- und Kapitalmanagement erwiesen, da sie ihre Kreditrisiken damit effizient auf die privaten Kapitalmärkte übertragen können. Auf diese Weise kann Kapital für die Steigerung der Kreditvergabe

[7] Synthetic securitisation: Making a silent comeback, Deutsche Bank EU-Monitor, 21. Februar 2017.

freigesetzt werden, damit Banken ihre entsprechenden Aktivitäten fortsetzen können. Traditionelle Verbriefungen werden dagegen häufiger genutzt, um Finanzmittel aus dem Verkauf von Vermögenswerten zu erhalten, und nicht als Instrument für das Kreditrisikomanagement.

3. MARKTLEISTUNG

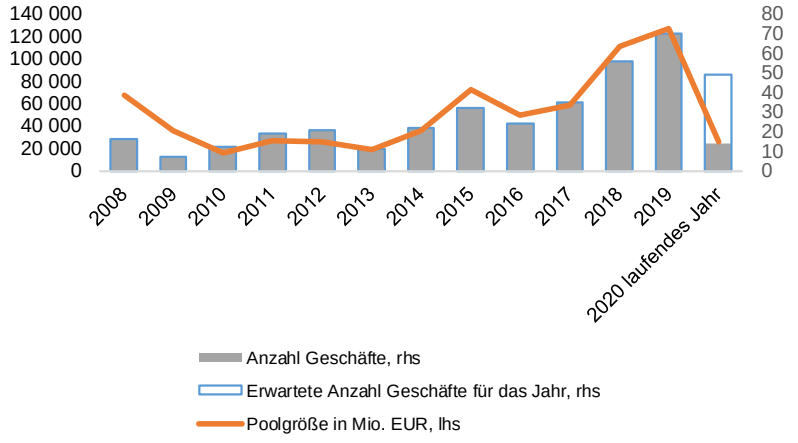
Die Dynamik des Marktes

Das STS-Gütesiegel wurde in der Verordnung (EU) 2017/2402 unter anderem hauptsächlich deshalb auf traditionelle Verbriefungen beschränkt, weil umfassende Daten zu Marktentwicklungen und zur Wertentwicklung synthetischer Verbriefungen fehlten. Die EBA hat diese Lücke durch Erhebung von i) Daten zum Transaktionsaktionsvolumen synthetischer Bilanzverbriefungen im Zeitraum zwischen 2008 und Anfang 2019; ii) Ausfalldaten synthetischer Bilanzverbriefungen im gleichen Zeitraum; iii) Aufsichtsdaten zu Transaktionen, bei denen die Übertragung signifikanter Risiken erreicht wurde; und iv) Informationen aus der Branche, die im Rahmen eines Rundtischgesprächs im März 2019 gesammelt wurden, sowie andere Marktanalysen gefüllt. Das Bild ist jedoch trotz dieser erheblichen Anstrengungen nicht vollständig, was insbesondere am bilateralen und privaten Charakter dieser Transaktionen in den Jahren seit der globalen Finanzkrise liegt. Darüber hinaus wurden viele der gemeldeten Transaktionen in den letzten Jahren initiiert und haben daher noch keinen vollständigen Konjunkturzyklus durchlaufen. Schließlich wurden einige der Daten mittels Erhebungen bei Marktteilnehmern gesammelt und sind daher möglicherweise nicht in vollem Umfang repräsentativ für den gesamten Markt.

Die gesammelten Informationen haben gezeigt, dass die Finanzkrise 2008 den Markt für synthetische Verbriefungen grundlegend umgestaltet hat. Vor der Krise wurde bei den synthetischen Verbriefungen im Zeitraum 2004–2005 mit einem Volumen von über 180 Mrd. EUR ein Höchststand erreicht, da ein sehr großes Angebot an synthetischen Arbitrage-Transaktionen vorhanden war. Letztere erlitten während der Krise erhebliche Verluste, die auf ihre Komplexität, mangelnde Transparenz und die unzureichende Übereinstimmung der Interessen zurückzuführen waren. Sie scheinen weitgehend verschwunden zu sein, und der Markt besteht nun in erster Linie aus Bilanzverbriefungen.

Die Daten zur Ausgabe deuten auf einen Aufwärtstrend hin. Nach einigen Jahren gedämpfter Aktivitäten nach der Finanzkrise, die die Stigmatisierung des Instruments der Verbriefung widerspiegeln, hat sich der synthetische Markt in den letzten Jahren erholt. Sowohl die Zahl als auch das Volumen der Transaktionen hat dabei stetig zugenommen. Von der International Association of Credit Portfolio Managers (IACPM) erhobene Daten zeigen, dass 2018 rund 49 Transaktionen mit einem Gesamtvolumen von 105 Mrd. EUR initiiert wurden, das höchste seit der Finanzkrise (siehe Abbildung 1).

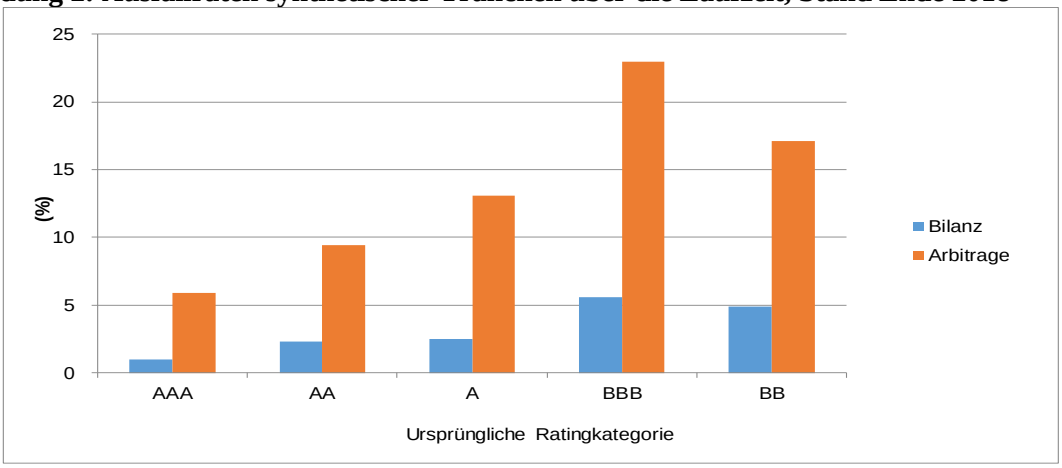
Abbildung 1: Ausgabe synthetischer Bilanzverbriefungen in Europa nach der weltweiten Finanzkrise



Quelle: EBA, IACPM

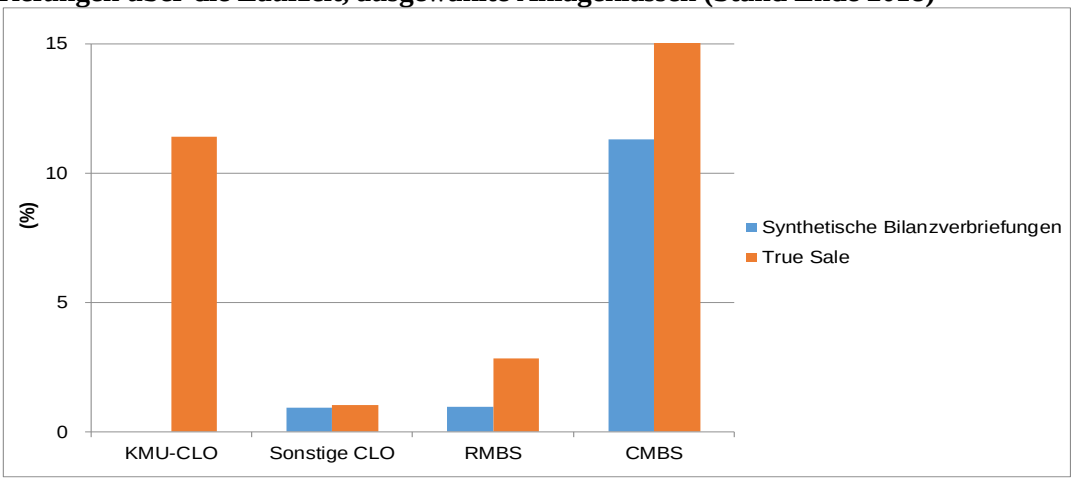
Die wesentliche Veränderung des europäischen Marktes für synthetische Verbriefungen und die vorherrschende Nutzung des Segments der Bilanzverbriefungen könnten durch die niedrigen Ausfallraten dieses Instruments selbst während der Finanzkrise 2008 erklärt werden. Nach den von der EBA erhobenen Daten waren die Verluste von Anlegern in synthetischen Bilanzverbriefungen wesentlich geringer als die von Anlegern in synthetischen Arbitrage-Transaktionen (siehe Abbildung 2). Tatsächlich schnitten auch die Ausfallraten der Bilanzverbriefungen über die Laufzeit in allen Ratingstufen und Anlageklassen tendenziell besser ab als die traditioneller Verbriefungen (siehe Abbildung 3).

Abbildung 2: Ausfallraten synthetischer Tranchen über die Laufzeit, Stand Ende 2018



Quelle: EBA, S&P

Abbildung 3: Ausfallraten von synthetischen Bilanzverbriefungen und „True-Sale"-Verbriefungen über die Laufzeit, ausgewählte Anlageklassen (Stand Ende 2018)



Quelle: EBA

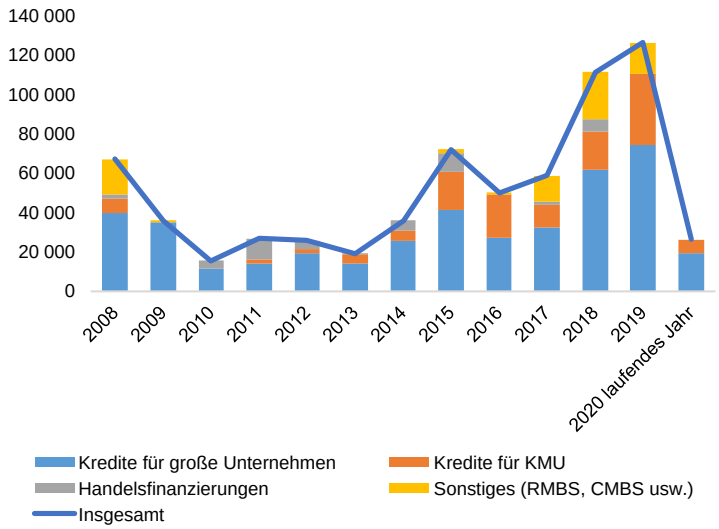
Zusammensetzung der Vermögenswerte, Käufer und Verkäufer

Die von der EBA erhobenen Daten zeigen, dass synthetische Bilanzverbriefungen offenbar in weitaus höherem Maße als traditionelle Verbriefungen dazu genutzt werden, Unternehmensrisiken von Banken auf die Kapitalmärkte zu übertragen. Die vorherrschenden Anlageklassen bei Bilanzverbriefungen sind Kredite für große Unternehmen und KMU, gefolgt von der Handelsfinanzierung (siehe Abbildung 4).[8]

[8] Daten aus den letzten Jahren deuten auf eine zunehmende Diversifizierung der Anlageklassen hin, die nun auch Spezialfinanzierungen (Infrastrukturkredite), Gewerbeimmobilien, Wohnimmobilien, Forderungen aus

Originatoren synthetischer Bilanzverbriefungen neigen dazu, Anlageklassen mit hohem Risikogewicht auszuwählen, um das Ziel der Eigenkapitalentlastung in möglichst maximalem Umfang zu erfüllen. Darüber hinaus deutet die EBA-Analyse darauf hin, dass Originatoren synthetischer Bilanzverbriefungen tendenziell Portfolios auswählen, die ihr Kerngeschäft repräsentieren. Dies könnte die Nachfrage von Anlegern widerspiegeln, die eine Übereinstimmung der Interessen sicherstellen möchten. In der Tat werden seltener notleidende oder überschuldete Vermögenswerte in synthetische Bilanzverbriefungen einbezogen, als dies bei traditionellen Verbriefungen der Fall ist. Dies könnte teilweise den beobachteten Unterschied bei den Ausfallraten erklären. Auch Retailforderungen, beispielsweise durch Hypotheken auf Wohnimmobilien besicherte Wertpapiere (Residential Mortgage-Backed Securities – RMBS) oder Verbraucherkredite, sind in synthetischen Bilanzverbriefungen seltener zu finden, da sie ein geringeres Risikogewicht haben. Sie bringen daher weniger Nutzen im Hinblick auf die Eigenkapitalentlastung und unterliegen eher internen Konzentrationslimits, beispielsweise in Bezug auf die geografische Lage, die Art des Kreditnehmers oder den Wirtschaftssektor, wodurch sie für traditionelle Verbriefungen besser geeignet sind.

Abbildung 4: Aufschlüsselung nach Anlageklassen, in Mio. EUR



Quelle: EBA, IACPM

Merkmale des Marktes

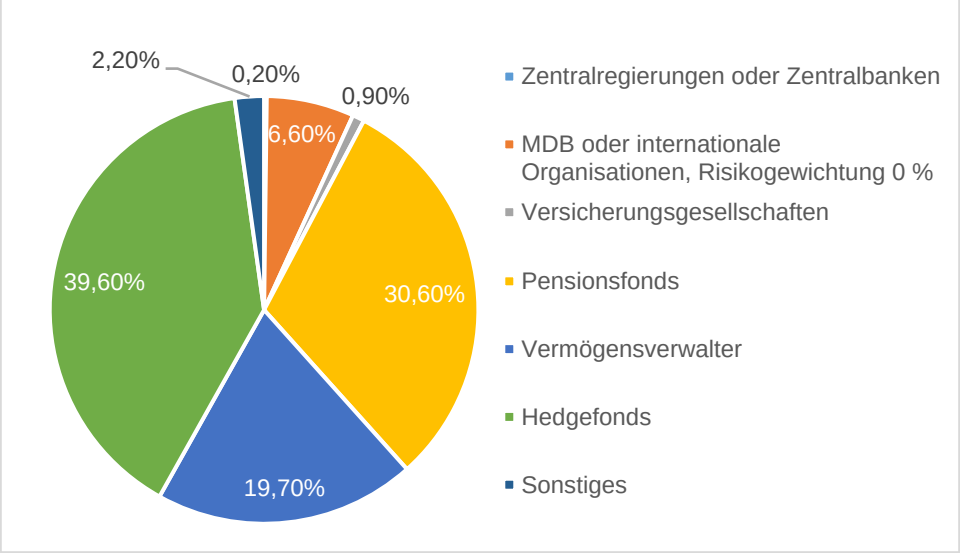
Die Originatoren sind heute überwiegend Banken, insbesondere große und systemrelevante Banken, die interne Ratingmodelle zur Berechnung der Eigenkapitalanforderungen nutzen. Die Hauptgründe, aus denen ein Originator die Ausgabe einer synthetischen Bilanzverbriefung anstrebt, sind das Kreditrisikomanagement und die Freisetzung von Kapital. Letzteres gewinnt angesichts aufsichtsrechtlicher Entwicklungen wie der Übernahme des Basel-III-Rahmenwerks und der Anwendung des IFRS 9 zunehmend an Bedeutung.

Die Mehrheit der Anleger in synthetischen Verbriefungen sind Nichtbanken, die sich in der Regel stark auf Kreditinvestitionen spezialisiert haben und über Erfahrung mit den Sorgfaltspflichten hinsichtlich des Portfolios verfügen. Der Anlegerpool besteht in erster Linie aus Hedgefonds, Pensionsfonds und Vermögensverwaltern, während Versicherungsgesellschaften eine vernachlässigbare Minderheit darstellen (siehe Abbildung 5). In den letzten Jahren sind multilaterale Entwicklungsbanken[9] und internationale Organisationen (einschließlich EIB/EIF, die nach wie vor wichtige Anleger auf dem KMU-Markt sind) hinzugekommen.

Lieferungen und Leistungen, Kfz-Darlehen sowie exotischere Kategorien wie Mikrokredite und landwirtschaftliche Kredite umfassen.

[9] Risikopositionen gegenüber bestimmten multilateralen Entwicklungsbanken, die in Artikel 117 Absatz 2 der Eigenmittelverordnung aufgeführt sind, können mit einem Risikogewicht von 0 % bewertet werden.

Abbildung 5: Anleger in % des Volumens der im Zeitraum 2008–2019 vertriebenen Tranchen



Quelle: IACPM, EBA. Hinweis: MEB – Multilaterale Entwicklungsbank

Die in synthetischen Bilanzverbriefungen genutzten Sicherungsmechanismen wurden nach der weltweiten Finanzkrise erheblich weiterentwickelt. Absicherungsmechanismen ohne Sicherheitsleistung (bilaterale, privat ausgehandelte Kreditderivatkontrakte wie Kreditausfallswaps) wurden fast vollständig durch eine Besicherung mit Sicherheitsleistung ersetzt (einschließlich einer Vorauszahlung an den Sicherungsnehmer, wodurch das Gegenparteiausfallrisiko wegfällt, z. B. synthetische Unternehmensanleihen). Tatsächlich hebt die EBA in ihrem Bericht hervor, dass es sich bei der von privaten Anlegern bereitgestellten Kreditbesicherung nun zu 90 % um eine Besicherung mit Sicherheitsleistung handelt.

Über diese zusätzliche Sicherheit hinaus, die durch die veränderte Nutzung von Sicherungsmechanismen geschaffen wurde, hat die Finanzkrise zu erheblichen Veränderungen in der Art und Weise geführt, in der Risiken auf dem Markt aufgeteilt und übertragen werden. Gemäß der Analyse der EBA übertragen Originatoren nun tendenziell das nachrangige und/oder mezzanine Element des Kreditrisikos des Portfolios und behalten die vorrangige Tranche desselben Portfolios. Die vorrangige Tranche ist in der Regel die größte Tranche und macht im Durchschnitt etwa 87 % des gesamten Transaktionsvolumens aus. Dies ist eine wichtige Änderung in der Praxis gegenüber der Zeit vor der Krise, denn damals wurde in der Regel eine sogenannte „Super-Senior-Tranche“[10] bei den Anlegern platziert. Die EBA stellte fest, dass nachrangige Tranchen infolge des Inkrafttretens des neuen Rahmenwerks für die Verbriefung offenbar dicker geworden sind, was neue Anleger für den Markt gewinnen könnte.

Hinsichtlich der geografischen Verteilung konzentrierten sich viele der größeren Transaktionen auf einige wenige Mitgliedstaaten (Vereinigtes Königreich, Deutschland, Spanien, Frankreich und Italien), aber auch in anderen EU-Mitgliedstaaten waren Transaktionen zu beobachten. Aus der Analyse der EBA geht auch hervor, dass die meisten Transaktionen mehrere Länder betreffende Risikopositionen umfassen, zumeist mit Risikopositionen außerhalb Europas.

[10] Die Bezeichnung einer „Super-Senior-Tranche“ war eine von Originatoren synthetischer Verbriefungen vor der weltweiten Finanzkrise angewandte Methode, um den als risikofrei angesehenen Charakter der höchstrangigen Tranche in der Verbriefungsstruktur hervorzuheben. In der Regel wurde die Tranche unterhalb der „Super-Senior-Tranche“ mit AAA bewertet und der „Super-Senior-Tranche“ wurde die offiziell gar nicht existierende Bewertung „AAAA“ zugewiesen.

4. WÄRE EIN SPEZIFISCHER STS-RAHMEN FÜR SYNTHETISCHE BILANZVERBRIEFUNGEN ERFORDERLICH?

Zweckmäßigkeitsanalyse

Aus der von der EBA durchgeführten Pro- und Contra-Analyse geht hervor, dass die Einführung eines spezifischen STS-Rahmens für synthetische Bilanzverbriefungen wohl viele langfristige Vorteile für die Finanzmärkte und die Realwirtschaft mit sich bringen würde und insofern die Finanzstabilität insgesamt verbessern dürfte.

Die Hauptvorteile einer Erweiterung des STS-Gütesiegels liegen, wie dies der Name bereits impliziert, in einer Verbesserung der Einfachheit, Transparenz und Standardisierung des synthetischen Verbriefungsproduktes. Damit würden einige der wichtigsten Bedenken im Zusammenhang mit synthetischen Verbriefungen ausgeräumt, wie ihre wahrgenommene Komplexität, ihr risikobehafteter Charakter, die Wahrscheinlichkeit von Arbitrage und Betrug sowie die damit verbundenen Informationsasymmetrien. Die Risiken könnten durch die beteiligten Parteien und die Aufsichtsbehörden besser bewertet werden und die Überwachung des Marktes würde insgesamt erheblich erleichtert. Selbst wenn die Produkte auf dem Markt weiterhin einen weitgehend maßgeschneiderten und bilateralen Charakter hätten, würden die zuständigen Behörden über jede Transaktion, die das STS-Gütesiegel beansprucht, unterrichtet und hätten die Möglichkeit, bei den beteiligten Parteien nachzufassen. Schließlich würde der Eintritt in den Markt für neue Originatoren durch eine Marktstandardisierung erleichtert und es könnten dadurch zudem auch neue Anleger gewonnen werden.

Darüber hinaus würde die Einführung der finalen Elemente der Basel-III-Reform dazu führen, dass Instrumente für das Kreditrisiko- und das Kapitalmanagement, wie etwa synthetische Bilanzverbriefungen, noch mehr an Bedeutung gewinnen. Vor diesem Hintergrund wird durch ein Vorgehen, das sicherstellt, dass sich der Markt innerhalb der Parameter des robusten STS-Rahmens entwickelt, das Risiko eines erneuten Auftretens der aus der Vergangenheit bekannten schädlichen Praktiken vermieden, und dies würde der Finanzstabilität zugute kommen.

Die EBA warnt jedoch, dass die Einführung eines spezifischen STS-Rahmens für synthetische Bilanzverbriefungen sorgfältig beaufsichtigt werden müsse, um negative Auswirkungen zu vermeiden. Insbesondere könnte, wie beim STS-Gütesiegel für Barverbriefungen, das moralische Risiko, beispielsweise Fahrlässigkeit durch weniger versierte Anleger, größer werden, da möglicherweise angenommen wird, dass das STS-Gütesiegel grundsätzlich ein Produkt mit geringem Risiko bezeichnet, unabhängig von Unterschieden zwischen einzelnen Transaktionen oder Positionen innerhalb von Transaktionen.

Zusätzlich stellt sich die Frage, ob die Einführung eines STS-Rahmens für synthetische Bilanzverbriefungen dazu führen könnte, dass weniger traditionelle STS-Verbriefungen ausgegeben werden. Es ist jedoch sehr unwahrscheinlich, dass diese Folge eintritt. Auch die EBA weist darauf hin, dass angesichts der unterschiedlichen Funktionen und Ziele der beiden Instrumente – sowohl für Originatoren als auch für Anleger – keine wesentlichen Auswirkungen auf die traditionelle Verbriefung zu erwarten sind.

Schließlich ist darauf hinzuweisen, dass der derzeit vom Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (BCBS) und der Internationalen Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden (IOSCO) entwickelte internationale Rahmen für einfache, transparente und vergleichbare Verbriefungen synthetische Verbriefungen aus seinem Anwendungsbereich ausschließt. Auf der Grundlage der erhobenen Daten und der von der EBA durchgeführten technischen Analyse spricht aus aufsichtlicher Sicht vieles dafür, dass ein spezifischer STS-Rahmen für synthetische Verbriefungen in Betracht gezogen werden sollte.

Durchführbarkeitsanalyse

Der EBA zufolge müsste ein spezifischer STS-Rahmen für synthetische Verbriefungen den strukturellen Besonderheiten des Produktes Rechnung tragen, die es von der traditionellen Verbriefung unterscheiden. Dazu gehören insbesondere das Gegenparteiausfallrisiko, die Modalitäten der Übertragung des Kreditrisikos sowie die verschiedenen Beweggründe und Sichtweisen der Sicherungsnehmer und -geber.

Auf der Grundlage der bestehenden STS-Kriterien für „True-Sale"-Verbriefungen hat die EBA eine Reihe von STS-Kriterien ermittelt, die auf synthetische Verbriefungen anwendbar sein können und zugleich deren Besonderheiten berücksichtigen. Mit den ermittelten Kriterien soll auch sichergestellt werden, dass risikobehaftete Vermögenswerte, die in traditionellen STS-Verbriefungen nicht berücksichtigt werden, wie notleidende Kredite, durch Gewerbeimmobilien besicherte Wertpapiere (Commercial Mortgage-Backed Securities – CMBS) oder besicherte Kreditverpflichtungen (Collateralised Loan Obligations – CLO), aus dem STS-Gütesiegel weiterhin ausgenommen würden.

Hinsichtlich Einfachheit und Transparenz sind viele der STS-Kriterien für „True-Sale"-Transaktionen auch auf synthetische Transaktionen anwendbar. Einige der Kriterien müssten geändert oder ersetzt werden, da sie für synthetische Transaktionen nicht relevant sind. So sollten beispielsweise das „True-Sale"-Kriterium und seine Durchsetzung durch eine Definition des Begriffs „synthetische Bilanzverbriefung" ersetzt werden, die sorgfältig so formuliert ist, dass Arbitrage-Transaktionen ausgeschlossen sind, sowie durch Anforderungen, um die Robustheit der Sicherungsvereinbarung zu gewährleisten. Eine Reihe neuer Kriterien, wie etwa die Festlegung von Kreditbesicherungsprämien und Gründe für eine vorzeitige Kündigung, werden ebenfalls als notwendig betrachtet.

Die EBA schlägt eine grundlegende Revision der Kriterien für die Standardisierung vor, da nur einige wenige dieser Kriterien mit allgemeinem Charakter für synthetische Transaktionen relevant wären, wie etwa das Erfordernis des Risikoselbstbehalts. Andere Kriterien, beispielsweise die Minderung von Zins- und Währungsrisiken oder die Verteilung der Verluste und die Amortisierung von Tranchen, müssen geändert werden, um den Praktiken bei synthetischen Verbriefungen besser gerecht zu werden. Schließlich werden in einer Reihe neuer Kriterien zentrale Aspekte wie Sicherungsmechanismen, synthetische Überschussmarge, Kreditereignisse und Kreditbesicherungszahlungen festgelegt. Die Standardisierung dieses weitgehend auf maßgeschneiderten Produkten beruhenden Marktes wird als eine der größten Herausforderungen für die Schaffung eines effizienten STS-Rahmens betrachtet. Die bestehenden bewährten Marktpraktiken sind in den vorgeschlagenen Kriterien berücksichtigt, um so einen vernünftigen und in der Praxis umsetzbaren Standard zu schaffen.

In Anhang II ist eine vollständige Liste der von der EBA festgelegten STS-Kriterien aufgeführt.

Das STS-Gütesiegel für synthetische Verbriefungen sollte – wie das auch für als STS-konform gekennzeichnete „True-Sale"-Verbriefungen gilt – nicht so verstanden werden, dass die betreffende Verbriefung frei von Risiken ist, sondern soll verdeutlichen, dass das Produkt eine Reihe von Kriterien erfüllt und dass ein umsichtiger Sicherungsgeber und Sicherungsnehmer sowie eine zuständige nationale Behörde in der Lage sind, das damit verbundene Risiko zu analysieren. Die ermittelten Kriterien tragen den verschiedenen Zwecken synthetischer Verbriefungen Rechnung. Diese sind unter anderem, dass die Verbriefung zu Zwecken des Kapital-/Risikomanagements und nicht zu Finanzierungszwecken erfolgt, dass keine „True-Sale"-Übertragung der zugrunde liegenden Vermögenswerte stattfindet und kein Gegenparteiausfallrisiko vorliegt und dass daher ein Schutz sowohl des Originators als auch des Anlegers angestrebt wird (da der Originator zugleich Anleger der Transaktion ist und die vorrangige Tranche behält). Der STS-Rahmen für „True-Sale"-Verbriefungen zielt dagegen auf einen maximalen Schutz für den Anleger ab, da der Schutz des Originators durch den Verkauf der Vermögenswerte an eine Verbriefungszweckgesellschaft weniger wichtig ist.

5. BEVORZUGTE EIGENMITTELBEHANDLUNG

Aus aufsichtlicher Sicht werden synthetische Verbriefungen derzeit als traditionelle Nicht-STS-Verbriefungen („True-Sale“) behandelt. Die einzige Ausnahme von diesem Ansatz ist in Artikel 270 der Eigenmittelverordnung für synthetische Verbriefungen von KMU-Darlehen vorgesehen. Artikel 270 zielt auf die vorrangige Tranche ab, die beim Originator der synthetischen Verbriefungen verbleibt und die eine Reihe einschränkender Kriterien erfüllen muss:

- mindestens 70 % der verbrieften Risikopositionen müssen Risikopositionen gegenüber KMU im Sinne von Artikel 501 der Eigenmittelverordnung sein;
- die Verbriefung erfüllt die STS-Kriterien für „True-Sale“-Verbriefungen, insoweit diese auf eine synthetische Verbriefung anwendbar sind;
- das nicht beim Originator verbleibende Kreditrisiko wird durch eine Garantie oder Rückbürgschaft übertragen, die die Anforderungen der Eigenmittelverordnung zur Kreditrisikominderung erfüllt, und der Garantiegeber/Rückbürgschaftsgeber ist entweder a) eine Zentralregierung oder Zentralbank eines Mitgliedstaats, eine multilaterale Entwicklungsbank oder eine internationale Organisation und erfüllt die Voraussetzungen für eine Risikogewichtung von 0 % nach dem Standardansatz für Kreditrisiken; oder b) ein institutioneller Anleger, vorausgesetzt, die Garantie oder Rückbürgschaft des Letzteren ist durch bei den Originatoren hinterlegtes Bargeld vollständig besichert.

Die von der EBA durchgeführte technische Analyse könnte, trotz gewisser Einschränkungen in Bezug auf die erhobenen Daten und die praktischen Erfahrungen mit dem STS-Rahmen für traditionelle Verbriefungen, den Schluss zulassen, dass die mit synthetischen Bilanzverbriefungen verbundenen Risiken, sofern diese die entsprechend angepassten STS-Kriterien erfüllen, auch für eine Revision der Eigenmittelverordnung sprechen würden. Dabei sollte es um eine risikogerechtere Behandlung der höchstrangigen Tranche dieser Instrumente gehen, um die Vorzugsbehandlung traditioneller STS-Verbriefungen auch auf synthetische Bilanzverbriefungen auszudehnen. Wie von der EBA angemerkt, wäre dies durch die gute Leistung synthetischer Bilanzverbriefungen im Vergleich zu synthetischen Arbitrage-Verbriefungen und traditionellen Verbriefungen, insbesondere mit niedrigen Ausfall- und Verlustraten, gerechtfertigt. Darüber hinaus würde die Erweiterung des STS-Gütezeichens eine bessere Einschätzung einfacherer, stärker standardisierter und transparenterer synthetischer Verbriefungen ermöglichen, bei denen geringere Agency- und Modellrisiken zu erwarten sind.

Wie im EBA-Bericht erwähnt, sind synthetische Bilanzverbriefungen derzeit nicht Teil des vom Basler Ausschuss entwickelten STS-Rahmens, der sich auf traditionelle Verbriefungen konzentriert. Eine solche Abweichung von den Basler Standards wäre jedoch aus aufsichtlichem Blickwinkel durch Daten und technische Analysen begründet, die die aufsichtliche Solidität einer Ausweitung des STS-Rahmens auf synthetische Bilanzverbriefungen rechtfertigen.

Durch die Ausweitung des STS-Rahmens auf synthetische Bilanzverbriefungen könnten auch diese die für die STS-Produkte geltende bevorzugte Eigenmittelbehandlung in Anspruch nehmen. Dies könnte gleichwohl umrahmt durch eine gezielte Revision von Artikel 270 der Eigenmittelverordnung erfolgen, mit der sichergestellt wird, dass a) die in diesem Artikel vorgesehene Vorzugsbehandlung auf alle STS-konformen synthetischen Bilanzverbriefungen ausgeweitet wird, unabhängig von der Art der zugrunde liegenden Risikoposition (durch Streichung von Bestimmungen, die derzeit diesen Artikel auf synthetische Bilanzverbriefungen beschränken, die sich aus mindestens 70 % verbrieften Risikopositionen gegenüber KMU zusammensetzen), während b) der bereits bestehende begrenzte Anwendungsbereich der Vorzugsbehandlung auf die als weniger riskant angesehene vorrangige Tranche, die beim Originator verbleibt, beibehalten wird. Infolge dieser Anpassungen würde für die beim Originator verbleibende vorrangige Tranche eine Risikogewichtsuntergrenze von 10 % gelten.

Insgesamt würde eine kombinierte Revision des STS-Rahmens und der Eigenmittelverordnung im Falle synthetischer Bilanzverbriefungen den Aufsichtsrahmen risikoempfindlicher und den STS-Rahmen attraktiver machen, indem die Möglichkeit geschaffen wird, STS-konforme synthetische

Bilanzverbriefungen aufsichtlich anders als Nicht-STS-konforme synthetische Bilanzverbriefungen und Arbitrage-Transaktionen zu behandeln.

6. SCHLUSSFOLGERUNGEN

Die von der EBA durchgeführte Analyse zeigt, dass es möglich ist, Standards für synthetische Verbriefungen festzulegen, die es ermöglichen, die Haupttreiber für Strukturrisiken, wie Agency- und Modellrisiken, in gleicher Weise wie für traditionelle Verbriefungen zu minimieren, und somit eine Untergruppe synthetischer Verbriefungen zu schaffen, die mit der traditionellen STS-Verbriefung vergleichbar ist. Tatsächlich zeigt sich, dass die historische Wertentwicklung synthetischer Bilanzverbriefungen tendenziell besser ist als die traditioneller Verbriefungen derselben Anlageklasse. Aus technischer Sicht gibt es keine Anhaltspunkte dafür, dass synthetische Verbriefungsstrukturen naturgemäß zu höheren Verlusten führen als traditionelle Verbriefungsstrukturen. Eine solide synthetische Struktur wirkt sich nicht negativ auf die Wertentwicklung der Verbriefung aus.

Die Analyse lässt keine wesentlichen negativen Auswirkungen erkennen, die vorhersehbar mit der Schaffung eines spezifischen STS-Rahmens für synthetische Bilanzverbriefungen verbunden wären. Eine Wiederbelebung des Marktes für synthetische Verbriefungen und die Gewährleistung, dass er sich innerhalb des robusten STS-Rahmens entwickelt, bringen dagegen eine Reihe positiver Auswirkungen für Banken, den Finanzmarkt und die Finanzstabilität im Allgemeinen mit sich. Die Übertragung des Risikos vom Banken- auf den Nichtbankensektor ist eines der Hauptziele der Kapitalmarktunion und könnte das Wirtschaftswachstum fördern, indem Kredite für diejenigen, die sie benötigen, leichter verfügbar gemacht werden.

Auf der Grundlage der Analyse der EBA ist es möglich, einen spezifischen Rahmen für mit einem STS-Siegel gekennzeichnete synthetische Bilanzverbriefungen zu schaffen und eine differenzierte rechtliche Behandlung für diese festzulegen. Diese würde sich darauf beschränken, die aufsichtliche Untergrenze für die vorrangige Tranche, die beim Originator verbleiben sollte, auf ein Niveau zu ändern, das den Vorgaben im traditionellen STS-Rahmen entspricht.

ANHÄNGE

Anhang I: Zusammenfassender Vergleich des Marktes für synthetische Verbriefungen vor und nach der Krise

	Markt für synthetische Verbriefungen vor der Krise	Markt für synthetische Verbriefungen nach der Krise
Markt	Öffentlich	Privat oder bilateral
Art der Verbriefung	Arbitrage und Bilanz	Nahezu ausschließlich Bilanz
Privat/öffentlich	Zumeist öffentlich und mit Rating	Zumeist privat und bilateral
Vermögensgegenstände	Zumeist Unternehmen	Zumeist Unternehmen, Diversifizierung und Hinzufügung neuer Anlageklassen
Originatoren	Größere bis mittelgroße Banken, standardisierte Banken, die zum IRB-Ansatz wechseln	Große Banken, meist systemrelevante Finanzinstitute
Anleger	Breit, vor allem ABS	Eng, vor allem alternativ
Struktur	Vollständig synthetische Struktur (vorrangig + nachrangig)	Nur mezzanin/nachrangig
Sicherungsmechanismus	Ohne Sicherheitsleistung	Mit Sicherheitsleistung, und ohne Sicherheitsleistung für öffentlich

Quelle: EBA, Integer Advisors

Anhang II: Überblick über STS-Kriterien und Vergleich mit STS-Kriterien für traditionelle Verbriefungen

Kriterium	Vergleich mit den Kriterien für traditionelle Verbriefungen (Nicht-ABCP-Verbriefungen) (Verweise auf Artikel in der Verbriefungsverordnung)
Einfachheit	
Kriterium 1: Synthetische Bilanzverbriefung, Kreditrisikominderung	Ersetzung des Kriteriums hinsichtlich True-Sale/Abtretung/Abtretung zu einem späteren Zeitpunkt, Rückforderungsvereinbarungen, Zusicherungen und Gewährleistungen zur Durchsetzung eines True-Sale (Artikel 20 Absätze 1 bis 5 der Verbriefungsverordnung) – durch Definition der synthetischen Bilanzverbriefung und Anforderung, die Robustheit der Sicherungsvereinbarung zu gewährleisten (Kriterien zur Kreditrisikominderung)
Kriterium 2: Zusicherungen und Gewährleistungen	Anpassung des Kriteriums der Zusicherungen und Gewährleistungen (Artikel 20 Absatz 6): Erweiterung der erforderlichen Zusicherungen und Gewährleistungen sowie Anpassung ihrer Ziele und Inhalte
Kriterium 3: Anerkennungskriterien, keine aktive Portfolioverwaltung	Anpassung des Kriteriums der Anerkennungskriterien, keine aktive Portfolioverwaltung (Artikel 20 Absatz 7): Anpassung der zulässigen Portfolioverwaltungstechniken, Aufnahme zusätzlicher Bedingungen für die Entfernung zugrunde liegender Risikopositionen in der Verbriefung
Kriterium 4: Homogenität, durchsetzbare Verpflichtungen, volles Rückgriffsrecht auf Schuldner, Zahlungsströme mit Zahlungsfristen	*Ähnlich (Artikel 20 Absatz 8)*
Kriterium 5: Keine übertragbaren Wertpapiere	*Ähnlich (Artikel 20 Absatz 8)*
Kriterium 6: Keine Wiederverbriefung	*Ähnlich (Artikel 20 Absatz 9)*
Kriterium 7: Vergabestandards und wesentliche Änderungen daran	Anpassung des Kriteriums der Vergabestandards und wesentlichen Änderungen daran (Artikel 20 Absatz 10): zusätzliche Klarstellung hinsichtlich der Arten anerkennungsfähiger Schuldner und hinsichtlich der Vergabe der zugrunde liegenden Risikopositionen
Kriterium 8: Kredite mit Eigenbescheinigung	*Ähnlich (Artikel 20 Absatz 10)*
Kriterium 9: Kreditwürdigkeit des Kreditnehmers	*Ähnlich (Artikel 20 Absatz 10)*
Kriterium 10: Erfahrung des Originators	*Ähnlich (Artikel 20 Absatz 10)*
Kriterium 11: Keine ausgefallenen Risikopositionen oder Risikopositionen, die Gegenstand ausstehender Streitigkeiten sind	*Ähnlich (Artikel 20 Absatz 11)*
Kriterium 12: Mindestens eine Zahlung wurde geleistet	*Ähnlich (Artikel 20 Absatz 12)*
NEUES Kriterium:	Festlegung, dass die Kreditbesicherungsprämien gebunden

Kreditbesicherungsprämien	sein sollten, d. h., der tatsächliche Betrag der gezahlten Prämie sollte sich nach der Größe und dem Kreditrisiko der besicherten Tranche richten. Garantierte Prämien, Prämienvorauszahlungen, Rabattmechanismen oder andere ähnliche Mechanismen sind nicht zulässig.
NEUES Kriterium: Gründe für eine vorzeitige Kündigung	Festlegung einer erschöpfend aufgelisteten, begrenzten Zahl von Gründen für eine vorzeitige Kündigung
Standardisierung	
Kriterium 13: Anforderungen in Bezug auf den Risikoselbstbehalt	*Ähnlich (Artikel 21 Absatz 1)*
Kriterium 14: Angemessene Minderung der Zins- und Währungsrisiken	Anpassung des Kriteriums der angemessenen Minderung von Zins- und Währungsrisiken (Artikel 21 Absatz 2): Festlegung weiterer Maßnahmen zur angemessenen Minderung von Zins- und Währungsrisiken, angepasst an synthetische Verbriefungen
Kriterium 15: An einen Referenzwert gebundene Zinszahlungen	*Ähnlich (Artikel 21 Absatz 3)*
Kriterium 16: Anforderungen nach einem Beitreibungsbescheid oder einer Mitteilung über die vorzeitige Fälligstellung	Anpassung des Kriteriums der Anforderungen nach einem Beitreibungsbescheid oder einer Mitteilung über die vorzeitige Fälligstellung (Artikel 21 Absatz 4): Anpassung an die Tatsache, dass nicht alle synthetischen Verbriefungen Verbriefungszweckgesellschaften nutzen
Kriterium 17: Verteilung von Verlusten und Amortisierung von Tranchen	Anpassung des Kriteriums der Anforderungen hinsichtlich einer nichtsequentiellen Zahlungsrangfolge (Artikel 21 Absatz 5): Anpassung mit zusätzlichen Anforderungen hinsichtlich einer anteiligen Amortisierung und Verteilung von Verlusten
Kriterium 18: Klauseln der vorzeitigen Rückzahlung/auslösende Ereignisse für die Beendigung der revolvierenden Periode	Anpassung des Kriteriums hinsichtlich der Klauseln der vorzeitigen Rückzahlung/auslösenden Ereignisse für die Beendigung der revolvierenden Periode (Artikel 21 Absatz 6): Anpassung mit Anforderungen für die vorzeitige Rückzahlung nur im Falle der Nutzung einer Verbriefungszweckgesellschaft
Kriterium 19: Unterlagen zu der Transaktion	Anpassung des Kriteriums hinsichtlich Unterlagen zu der Transaktion (Artikel 21 Absatz 7): Zusätzliche Anforderungen an Verwaltungsstandards und -verfahren
Kriterium 20: Erfahrung des Forderungsverwalters	*Ähnlich (Artikel 21 Absatz 8)*
Kriterium 21: Referenzregister	Ersetzung des Kriteriums hinsichtlich Definitionen und Abhilfemaßnahmen in den Unterlagen zu der Transaktion (Artikel 21 Absatz 9): Anforderungen, dass die Unterlagen zu der Transaktion Zahlungsbedingungen enthalten müssen, sind in gesonderten Kriterien abgedeckt
Kriterium 22: Zeitnahe Lösung von Konflikten zwischen den Anlegern	*Ähnlich (Artikel 21 Absatz 10)*
NEUES Kriterium: Kreditereignisse	Definition von Kreditereignissen, einschließlich Verweis auf den bestehenden Text der Eigenmittelverordnung, und Stundungsmaßnahmen
NEUES Kriterium: Kreditbesicherungszahlungen	Kriterien für Kreditbesicherungszahlungen, einschließlich der Tatsache, dass sie auf dem tatsächlich realisierten

	Verlust beruhen sollten
NEUES Kriterium: Kreditbesicherungszahlungen nach Abschluss/Schlussabrechnung bei Ablauf der gesetzlichen Endfälligkeit der Sicherungsvereinbarung	Festlegung von Kriterien zur Gewährleistung eines Mindestmaßes an Rechtzeitigkeit der Kreditbesicherungszahlungen
NEUES Kriterium: Synthetische Überschussmarge	Festlegung der Bedingungen, unter denen es dem Originator erlaubt wäre, sich zu einer synthetischen Überschussmarge in der Transaktion zu verpflichten. Das Zusammenspiel zwischen synthetischer Überschussmarge und einer möglichen Bewertung des Erreichens einer signifikanten und angemessenen Risikoübertragung durch die Aufsichtsbehörde sollte festgelegt werden.
NEUES Kriterium: Anerkennungsfähige Kreditbesicherung, Gegenparteien und Sicherheiten	Festlegung klarer Regeln für die Kreditbesicherung und die Sicherheiten in der Transaktion.
Transparenz	
Kriterium 23: Daten über die historische Wertentwicklung	*Ähnlich (Artikel 22 Absatz 1)*
Kriterium 24: Externe Überprüfung der Stichprobe	*Ähnlich (Artikel 22 Absatz 2)*
Kriterium 25: Liability-Cashflow-Modell	*Ähnlich (Artikel 22 Absatz 3)*
Kriterium 26: Umweltbilanz der Vermögenswerte	*Ähnlich (Artikel 22 Absatz 4)*
Kriterium 27: Einhaltung der Transparenzanforderungen	*Ähnlich (Artikel 22 Absatz 5)*
NEUES Kriterium: Überprüfungsstelle	Festlegung der Notwendigkeit der Benennung einer unabhängigen Überprüfungsstelle, die angegebene Elemente der Kreditmitteilung für jede zugrunde liegende Risikoposition überprüft.

Quelle: EBA