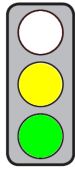


KERNPUNKTE

Ziel der Verordnung: Die Kommission will die Verbriefungsmärkte wiederbeleben.

Betroffene: An Verbriefungen beteiligte Akteure, institutionelle Anleger.



Pro: (1) Die Verbriefungsvorschriften und das Label für „einfache, transparente und standardisierte Verbriefungen“ (STS-Verbriefungen) können grundsätzlich das Vertrauen in die Verbriefungsmärkte stärken.

(2) Der Risikoselbstbehalt für die an der Verbriefung beteiligten Akteure trägt zur Vorbeugung von Moral-Hazard-Verhalten bei.

Contra: Das System der Selbstzertifizierung für STS-Verbriefungen ist wegen unspezifischer Kriterien für Finanzakteure mit finanziellen Risiken verbunden. Nicht auszuschließen ist daher, dass Finanzakteure auf das Label „STS-Verbriefung“ ganz verzichten.

INHALT

Titel

Vorschlag COM(2015) 472 vom 30. September 2015 für eine **Verordnung zur Festlegung gemeinsamer Vorschriften über die Verbriefung**, zur Schaffung eines europäischen Rahmens für eine einfache, transparente und standardisierte Verbriefung und zur Änderung der Richtlinien 2009/65/EC, 2009/138/EC, 2011/61/EU und der Verordnungen (EU) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 648/2012.

Kurzdarstellung

► Begriffe

- Bei einer „Verbriefung“ wird eine Vielzahl von Forderungen eines oder (selten) mehrerer Gläubiger („Originator“), – etwa Kreditforderungen einer Bank oder Handelsforderungen eines Unternehmens – gebündelt und anschließend in handelbare Wertpapiere umgewandelt. Diese werden dann verkauft. (S. 2, Art. 2 Ziff. 1 und 3)
- Ein „Originator“ ist Gläubiger der zu verbriefenden Forderungen. Er begründet die Forderungen entweder selbst oder erwirbt sie von Dritten, etwa von den ursprünglichen „Kreditgebern“. (Art. 2 Ziff. 3)
- Eine „Verbriefungszweckgesellschaft“ ist eine von den Originatoren unabhängige und von dritten Parteien zur Durchführung einer oder mehrerer Verbriefungen gegründete Gesellschaft. Sie erwirbt die Forderungen von dem Originator bzw. den Originatoren („True-sale-Verbriefung“) oder nur die damit verbundene Risiken („synthetische Verbriefung“) und emittiert die Wertpapiere. (Art. 2 Abs. 2, 9 und 10)
- Bei einem „Verbriefungsprogramm“ werden sowohl die Forderungen als auch die begebenen Wertpapiere laufend durch neue Forderungen und Wertpapiere ersetzt.
- Ein „Programm forderungsgedeckter Geldmarktpapiere“ („Asset backed commercial papers programme, ABCP programme“) ist ein Verbriefungsprogramm, bei dem die begebenen Wertpapiere vorwiegend aus durch Forderungen besicherten Geldmarktpapieren mit einer Restlaufzeit von maximal einem Jahr bestehen (Art. 2 Ziff. 7 und Erwägungsgrund 14).
- Ein „Sponsor“ ist eine Bank, die Verbriefungsprogramme „auflegt und verwaltet“, selbst jedoch nicht Originator ist (Art. 2 Ziff. 5). Der Sponsor fungiert gegenüber der Zweckgesellschaft als Garantgeber für etwaige Liquiditäts- oder Kreditrisiken (Erwägungsgrund 14).
- „Institutionelle Anleger“ – im Folgenden „Anleger“ – sind Banken, Wertpapierfirmen, (Rück-)Versicherungen, Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung (EbAV) und Investmentfonds (Art. 2 Ziff. 12).

► Hintergrund und Ziele

- Verbriefungen ermöglichen es Kreditgebern, ihre Kreditrisiken zu diversifizieren. Durch den Verkauf von Forderungen an Zweckgesellschaften wird knappes Eigenkapital freigesetzt, das Banken anschließend zur erneuten Kreditvergabe einsetzen können (S. 2).
- Die Lage der Verbriefungsmärkte in der EU ist laut Kommission seit Ausbruch der Finanzkrise nur „verhalten“. Dagegen haben die US-Märkte trotz höherer Verluste wieder „an Fahrt gewonnen“. (S. 3)
- Mit der Verordnung will die Kommission die Verbriefungsmärkte in der EU wiederbeleben und das Vertrauen in Verbriefungen stärken (S. 3).
- Dies soll erfolgen durch (S. 9)
 - Regeln zum Risikoselbstbehalt für Kreditgeber, Originator oder Sponsor,
 - Transparenzanforderungen an Originator, Sponsor und Zweckgesellschaft,
 - Sorgfaltspflichten für Anleger („Due Diligence“), und
 - die Etablierung eines Labels für „einfache, transparente und standardisierte Verbriefungen“ („simple, transparent and standardised securitisations“, „STS-Verbriefungen“).

- Die Verordnung wird begleitet von einer weiteren Verordnung, welche für Banken die Eigenmittelanforderungen für Anlagen in STS-Verbriefungen und Nicht-STS-Verbriefungen ändert [Vorschlag COM(2015) 473].

► **Risikselbstbehalt für Kreditgeber, Originatoren und Sponsoren**

- Bei einer Verbriefung muss entweder der Kreditgeber oder der Originator oder der Sponsor „kontinuierlich“ mindestens 5% des Nominalwerts der verbrieften Forderungen behalten („Risikselbstbehalt“). Eine Aufteilung ist nicht gestattet. Im Konfliktfall muss der Originator den Anteil halten. (Art. 4 Abs. 1)
- Ein Risikselbstbehalt ist nicht notwendig, wenn die verbrieften Forderungen gegenüber Zentralbanken, Gebietskörperschaften, öffentlichen Stellen oder multilateralen Entwicklungsbanken bestehen oder von diesen garantiert werden (Art. 4 Abs. 4).
- Die Europäische Bankenaufsichtsbehörde (EBA) erstellt binnen sechs Monaten nach Inkrafttreten der Verordnung technische Standards zur Regelung des Risikselbstbehalts (Art. 4 Abs. 5).

► **Transparenzanforderungen an Originatoren, Sponsoren und Zweckgesellschaften**

- Der Originator, der Sponsor oder die Zweckgesellschaft muss den Anlegern und zuständigen Behörden eine Reihe von Informationen „zeitnah, klar verständlich und kostenlos“ bereitstellen. Das sind insbesondere Informationen zu den verbrieften Forderungen. Auch Prospekte, Anlegerberichte, Derivate- und Garantieverträge, Besicherungsvereinbarungen sowie Informationen zur Zahlungsrangfolge müssen vorgelegt werden. (Art. 5 Abs. 1 und 2)
- Die Informationen müssen auf einer „zuverlässigen und sicher funktionierenden“ Website bereitgestellt werden, die über ein Kontrollsystem zur Datenqualität verfügt. Die Daten müssen mindestens fünf Jahren nach Fälligkeit der Verbriefung verfügbar sein. (Art. 5 Abs. 2)
- Die Europäischen Finanzaufsichtsbehörden erstellen binnen zwölf Monaten nach Inkrafttreten der Verordnung technische Standards zur Bereitstellung der Informationen und zur Gestaltung der Websites (Art. 5 Abs. 3).

► **Sorgfaltspflichten für Anleger („Due Diligence“)**

- Bevor ein Anleger in eine Verbriefung investiert, muss er (Art. 3 Abs. 1 und 2)
 - prüfen, ob der Kreditgeber, der Originator bzw. der Sponsor die Regelung zum Risikselbstbehalt und die Transparenzanforderungen einhält,
 - prüfen, ob der Kreditgeber bzw. der Originator, sofern er keine Bank ist, die Kredite nach „soliden und genau definierten Kriterien“ gewährt hat und
 - u.a. die Risikomerkmale der Verbriefung und der verbrieften Forderungen sowie dafür relevante Einflussfaktoren, etwa Zahlungsrangfolgen, prüfen.
- Nachdem ein Anleger in eine Verbriefung investiert hat, muss er u.a. Verfahren zur Beobachtung der Wertentwicklung der Verbriefung und der verbrieften Forderungen einrichten und Stresstests durchführen. Er muss den Behörden „umfassende und gründliche Kenntnisse“ über die Verbriefung und die verbrieften Forderungen nachweisen können. (Art. 3 Abs. 3)

► **Label für einfache, transparente und standardisierte Verbriefungen („STS-Verbriefungen“)**

Es wird das Label „einfache, transparente und standardisierte Verbriefung“ geschaffen („simple, transparent and standardised securitisations, STS-Verbriefung“). Der Originator, der Sponsor und die Zweckgesellschaft dürfen das Label nutzen, wenn die Verbriefung eine Reihe von Anforderungen erfüllt und sie der Europäischen Wertpapieraufsichtsbehörde (ESMA) gemeldet wurde. (Art. 6)

Anforderungen an STS-Verbriefungen

- „Einfachheit“: Die Zweckgesellschaft muss die verbrieften Forderungen durch Kauf oder Abtretung erwerben („True-sale-Verbriefung“). Der Erwerb muss selbst bei Insolvenz des Verkäufers durchsetzbar sein. Der Verkäufer muss zusichern, dass die verbrieften Forderungen nicht anderweitig belastet sind. Die verbrieften Forderungen dürfen selbst keine Verbriefungen sein und müssen derselben Vermögenswertkategorie zugeordnet sein. Zum Zeitpunkt der Übertragung der Forderungen an die Zweckgesellschaft darf keine der Forderungen ausgefallen und die Bonität der Schuldner nicht beeinträchtigt sein. (Art. 8)
- „Transparenz“: Der Originator, der Sponsor und die Zweckgesellschaft müssen die Anleger über die historische Wertentwicklung von ähnlichen verbrieften Forderungen informieren, insbesondere über Verluste und Ausfälle. Dabei sind bei Forderungen gegen natürliche Personen oder kleine Unternehmen die letzten fünf Jahre, bei anderen Forderungen die letzten sieben Jahre zu berücksichtigen. Ein externer Prüfer muss vor der Wertpapieremission stichprobenhaft die Korrektheit der Angaben zu den verbrieften Forderungen untersuchen. (Art. 10)
- „Standardisierung“: Mit der Verbriefung verbundene Zins- und Währungsrisiken müssen „gemindert“ werden. Die verbrieften Forderungen dürfen keine Derivate sein; außer sie dienen der Absicherung von Zins- und Währungsrisiken. An Referenzwerte gebundene Zinszahlungen für verbriefte Forderungen müssen auf „marktüblichen“ Zinssätzen und dürfen nicht auf „komplexen Formeln“ basieren. (Art. 9)

Anforderungen an STS-Verbriefungen im Rahmen eines ABCP-Programms

- Das Label „STS-Verbriefung“ darf für ABCP-Verbriefungen genutzt werden, sofern diese die Anforderungen an STS-Verbriefungen „weitgehend“ erfüllen (Begründung S. 17, Art. 11, Art. 12 Abs. 1).

- Die verbrieften Forderungen in einem ABCP-Programm dürfen gewichtet nur eine durchschnittliche Restlaufzeit von maximal zwei Jahre haben. Forderungen mit einer Restlaufzeit von mehr als drei Jahren und Hypothekarkredite sind nicht zulässig. (Art. 12 Abs. 2)

Meldung von STS-Verbriefungen, Haftung und Sanktionen

- Der Originator, der Sponsor und die Zweckgesellschaft müssen gemeinsam der ESMA melden, dass eine Verbriefung die Anforderungen für STS-Verbriefungen erfüllt oder nicht länger erfüllt. Sie informieren zudem die für sie zuständige Behörde, u.a. die Banken-, Versicherungs- oder Wertpapieraufsichtsbehörde. Die ESMA veröffentlicht die Meldung auf ihrer Website. (Art. 14 Abs. 1 und 3)
- Die ESMA oder die zuständige Behörde bescheinigt die Erfüllung der STS-Anforderungen nicht. Für die Erfüllung haften der Originator, der Sponsor und die Zweckgesellschaft. (Erwägungsgrund 20)
- Die Mitgliedstaaten müssen „wirksame, angemessene und abschreckende“ Sanktionen für Verstöße der Kreditgeber, Originatoren, Sponsoren, Zweckgesellschaften und Anleger gegen die Verordnung festlegen (Art. 17).

Wesentliche Änderungen zum Status Quo

- ▶ Neu ist die Pflicht für in der EU ansässige Kreditgeber, Originatoren und Sponsoren, den Risikoselbstbehalt vorzuhalten („direkter Ansatz“).
- ▶ Bereits heute dürfen in der EU ansässige Banken, Versicherungen und alternative Investmentfonds nur in eine Verbriefung investieren, wenn der Kreditgeber, der Originator oder der Sponsor einen Risikoselbstbehalt von 5% vorhält („indirekter Ansatz“). Künftig gilt dies auch für sich an Kleinanleger richtende OGAW-Investmentfonds und für Einrichtungen der betrieblichen Altersvorsorge (EbAV).
- ▶ Bereits heute gelten für Originatoren, Sponsoren und Zweckgesellschaften unter der Verordnung zu Ratingagenturen [Verordnung (EG) Nr. 1060/2009, s. [cepAnalyse](#)] und der Prospekt-Richtlinie [Richtlinie 2003/71/EG, s. [cepAnalyse](#)] Transparenzanforderungen zu Verbriefungen. Diese bleiben bestehen. Für Banken, die Kreditgeber, Originator oder Sponsor sind, gelten zusätzlich spezifische Transparenzanforderungen aufgrund der EU-Eigenkapitalverordnung [Verordnung (EU) Nr. 575/2013, s. [cepAnalyse](#)]. Diese Anforderungen werden durch die der vorliegenden Verordnung ersetzt. Für Kreditgeber, Originatoren und Sponsoren, die keine Banken sind, sind die Transparenzanforderungen der Verordnung neu.
- ▶ Bereits heute müssen Banken, Versicherungen und alternative Investmentfonds bei Investitionen in Verbriefungen Sorgfaltspflichten erfüllen. Für OGAW-Investmentfonds und EbAV gilt dies bisher nicht. Künftig gelten für alle institutionellen Anleger die Sorgfaltspflichten der vorliegenden Verordnung.
- ▶ Bereits heute gibt es Kriterien für STS-Verbriefungen. Diese finden sich in der delegierten Verordnung zur Liquiditätsdeckungsanforderung an Banken [Delegierte Verordnung (EU) 2015/61, s. [cepInput](#)] und in der delegierten Verordnung zur Solvabilität-II Richtlinie für Versicherungen [Delegierte Verordnung (EU) 2015/35]. Künftig werden sie durch die STS-Kriterien dieser Verordnung ersetzt.

Politischer Kontext

Die Kommission kündigte im Grünbuch zur Kapitalmarktunion vom Februar 2015 Maßnahmen zur Wiederbelebung der Verbriefungsmärkte an [COM(2015) 63, s. [cepAnalyse](#)]. Der Europäische Rat forderte die Kommission im Juni 2015 auf, einen Rechtsrahmen für STS-Verbriefungen vorzulegen. Das Europäische Parlament begrüßte dies im Juli 2015 in einer Entschließung zur Kapitalmarktunion.

Politische Einflussmöglichkeiten

| | |
|-----------------------------------|---|
| Federführende Generaldirektion: | GD Finanzstabilität, Finanzdienstleistungen und Kapitalmarktunion |
| Federführende Ausschüsse des EP: | Wirtschaft und Währung, Berichterstatter: Tang Paul (S&D, NL) |
| Federführendes Bundesministerium: | Bundesministerium für Finanzen |
| Federführender Ausschuss des BT: | Finanzausschuss |

BEWERTUNG

Ökonomische Folgenabschätzung

Verbriefungen sind grundsätzlich ein volkswirtschaftlich sinnvolles Instrument. Sie erleichtern die Risikostreuung auf den Finanzmärkten und steigern das Kreditvergabepotential der Banken. Sie haben jedoch im Zuge der Finanzkrise ein Stigma erhalten. **Die geplanten Verbriefungsvorschriften können grundsätzlich helfen, dem Stigma entgegenzuwirken und das Vertrauen in die Verbriefungsmärkte wieder zu stärken.**

Der Risikoselbstbehalt für die an der Verbriefung beteiligten Akteure – Kreditgeber, Originatoren und Sponsoren – von 5% des Nominalwerts der verbrieften Forderungen **trägt zur Vorbeugung von Moral-Hazard-Verhalten bei.** Denn wenn diese Akteure für Ausfälle mithaften müssen, sinkt ihr Anreiz, Kredite an bonitätsschwache Schuldner zu vergeben oder sie von Dritten zu übernehmen. Indem die Kommission dabei künftig neben dem indirekten auch den direkten Ansatz einführt, werden Ausweichmöglichkeiten geringer: Kreditgeber, Originatoren und Sponsoren aus der EU können sich auch bei Verbriefungen, die an außereuropäische Anleger verkauft werden sollen, der Selbstbehaltspflicht nicht entziehen. Wegen der starken internationalen Vernetzung im Finanzsektor trägt dies zur Finanzmarktstabilität, auch in der EU bei.

Allerdings darf der Nutzen des Selbstbehalts für die Finanzmarktstabilität nicht überschätzt werden. Auch vor Ausbruch der Finanzkrise haben Anleger häufig Risikoselbstbehalte verlangt, aber letztlich zu sehr auf eine positive Preisentwicklung der den Verbriefungen unterliegenden Vermögenswerte vertraut.

Originatoren, Sponsoren und Zweckgesellschaften haben gegenüber den Anlegern in der Regel einen Wissensvorsprung hinsichtlich der Qualität der verbrieften Forderungen. Die vorgesehenen Transparenzanforderungen können dieser Informationsasymmetrie entgegenwirken. Außerdem sind sie für die Anleger eine Grundvoraussetzung für eine eigenständige Risikoanalyse und die Erfüllung ihrer eigenen Sorgfaltspflichten. Sie senken damit auch deren Abhängigkeit von den Bonitätseinstufungen der Ratingagenturen, die den Verbriefungen vor Ausbruch der Finanzkrise häufig zu positive Bewertungen ausgestellt hatten.

Sorgfaltspflichten für Anleger sind aufgrund ihrer Bedeutung für die Stabilität des Finanzsystems **geboten**. Obwohl die Anleger ein Eigeninteresse an einer gründlichen Prüfung ihrer Anlagen haben sollten, besteht – wie die Vergangenheit gezeigt hat – die Gefahr, dass sie sich dabei auf dritte Parteien wie Ratingagenturen verlassen und die eigenständige Risikoanalyse vernachlässigen. Für die Sorgfaltspflichten spricht ebenfalls, dass auch zukünftig unbeteiligte Dritte – etwa Bankenabwicklungsfonds oder der Steuerzahler – an den Kosten der Abwicklung großer Anleger wie Banken oder Versicherungen beteiligt werden dürften. Auch bei STS-Verbriefungen sind Sorgfaltspflichten geboten: Die Risiken der in STS-Verbriefungen gebündelten Forderungen sind nicht per se geringer als die von Forderungen in Verbriefungen, die die STS-Kriterien nicht erfüllen.

Ein Label für „einfache, transparente und standardisierte Verbriefungen“ (STS-Verbriefungen) schafft einen Verbriefungstypus, dessen Risiken Anleger aufgrund der Transparenz und ihrer geringeren Komplexität einfacher analysieren können. Das **kann grundsätzlich das Vertrauen der Anleger in solche Verbriefungen stärken**. Allerdings sind einige der Kriterien für STS-Verbriefungen zu unspezifisch und könnten je nach Mitgliedstaat unterschiedlich interpretiert werden. Das gilt etwa für die Fragen, wann Forderungen derselben Vermögenswertkategorie angehören und wann die Bonität eines Schuldners beeinträchtigt ist. **Dies erschwert die rechtssichere Einhaltung der Kriterien** durch Originator, Sponsor und Zweckgesellschaft. **Das System der Selbstzertifizierung der STS-Konformität ist** daher wegen der Haftung für fehlerhafte Meldungen und für die Erfüllung der STS-Kriterien **mit erheblichen finanziellen Risiken für Originator, Sponsor und Zweckgesellschaft verbunden**. **Nicht auszuschließen ist daher, dass Finanzakteure auf das Label „STS-Verbriefung“ ganz verzichten**.

Dafür spricht ebenfalls, dass einige der Kriterien für STS-Verbriefungen unnötig einschränkend sind. Das gilt etwa für die Begrenzung der Restlaufzeit von verbrieften Forderungen bei ABCP-Programmen auf durchschnittlich zwei Jahre. Ein Merkmal von ABCP-Programmen ist, dass die verbrieften Forderungen zumeist eine deutlich längere Laufzeit aufweisen als die von den Zweckgesellschaften begebenen Anleihen. Diese Fristenkongruenz schafft Liquiditätsrisiken. Zwar kann eine Begrenzung der Restlaufzeiten diese Risiken verringern. Da Anleger jedoch mindestens doppelt abgesichert sind – nicht nur über die verbrieften Vermögenswerte, sondern auch durch die Garantie des Sponsors – sind Restlaufzeiten über die vorgesehenen zwei Jahre hinaus vertretbar. Anderenfalls dürften ABCP-Programme kaum in der Lage sein, die STS-Kriterien zu erfüllen.

Juristische Bewertung

Kompetenz

Die Verordnung wird zu Recht auf die Binnenmarktkompetenz (Art. 114 AEUV) gestützt, da sie Wettbewerbsverzerrungen im Binnenmarkt vermindert.

Subsidiarität

Unproblematisch.

Verhältnismäßigkeit gegenüber den Mitgliedstaaten

Unproblematisch.

Sonstige Vereinbarkeit mit EU-Recht

Unproblematisch.

Auswirkungen auf das deutsche Recht

Die Verordnung gilt unmittelbar in jedem Mitgliedstaat (Art. 288 UAbs. 2 S. 2 AEUV), sodass keine nationalen Umsetzungsakte erforderlich sind. Viele Aspekte der Verordnung sind zudem bereits in anderen EU-Verordnungen geregelt, sodass keine Anpassungen des nationalen Rechts aus Gründen der Rechtsklarheit notwendig sind.

Zusammenfassung der Bewertung

Die Verbriefungsvorschriften und das Label für „einfache, transparente und standardisierte Verbriefungen“ (STS-Verbriefungen) können grundsätzlich das Vertrauen der Anleger in die Verbriefungsmärkte stärken. Der Risikoselbstbehalt für die an der Verbriefung beteiligten Akteure trägt zur Vorbeugung von Moral-Hazard-Verhalten bei. Sorgfaltspflichten für Anleger sind geboten. Das System der Selbstzertifizierung für STS-Verbriefungen ist wegen unspezifischer Kriterien für Finanzakteure mit finanziellen Risiken verbunden. Nicht auszuschließen ist daher, dass Finanzakteure auf das Label „STS-Verbriefung“ ganz verzichten.