

031803/EU XXIV.GP
Eingelangt am 28/05/10

DE

DE

DE



EUROPÄISCHE KOMMISSION

Brüssel, den 28.5.2010
KOM(2010)262 endgültig

**BERICHT DER KOMMISSION AN DEN RAT UND DAS EUROPÄISCHE
PARLAMENT**

**ERWARTETE AUSWIRKUNGEN VON ARTIKEL 122A DER RICHTLINIE
2006/48/EG**

BERICHT DER KOMMISSION AN DEN RAT UND DAS EUROPÄISCHE PARLAMENT

ERWARTETE AUSWIRKUNGEN VON ARTIKEL 122A DER RICHTLINIE 2006/48/EG

1. Bei der Verbriefung handelt es sich um ein Geschäftsmodell, bei dem der Emittent¹ Darlehen oder andere mit einem Kreditrisiko behaftete Vermögenswerte auf die Anleger in Form von Tranchen überträgt. Diese Tranchen stellen Forderungen an verbrieftete Vermögenswerte mit unterschiedlichem Vorrang dar. Der Vorrang von Forderungen bestimmt, in welcher Reihenfolge auftretende Verluste bei den verbrieften Vermögenswerten die Anleger in den unterschiedlichen Tranchen betreffen. Seit Sommer 2007 befinden sich die Verbriefungsmärkte in einer tiefen Krise, nachdem die Verbriefungen von Hypothekendarlehen zu unerwartet hohen Verlusten führten. Der Erholungsprozess verläuft nur langsam und umfasst nicht alle Marktbereiche. Da diese Notlage das Finanzsystem und die Volkswirtschaften stark getroffen hat, ist es von ausschlaggebender Bedeutung, dass Rechtsvorschriften die eigentlichen Ursachen der unerwartet hohen Verluste bei bestimmten Verbriefungen regulieren. Eine eigentliche Ursache kann die Nichtexistenz solider Darlehensübernahmepraktiken seitens der Emittenten sein. Diese Situation konnte erst dadurch entstehen, weil die professionellen Anleger² in Verbriefungstranchen keine 'Due Diligence'—Prüfungen bei ihren Anlagen vornahmten und folglich den Emittenten keine wirksame Disziplin abforderten.
2. Artikel 122a³ schreibt den Kreditinstituten in der Europäischen Union vor sicherzustellen, dass sie nur in Verbriefungen investieren, wenn sie die angemessene 'Due Diligence'—Prüfung durchgeführt und die Originatoren ein Interesse haben, bei der Übernahme der zu verbrieften Darlehen vorsichtig zu handeln. Der Artikel verpflichtet die Kreditinstitute zudem - sofern sie nicht selbst als Originatoren agieren -, für die einschlägigen Offenlegungen zu sorgen, die die Anleger für ihre Prüfung benötigen. Dieser Artikel wurde während des Legislativprozesses stark geändert. Angesichts der schwierigen Lage der Verbriefungsmärkte wurde überdies keine Folgenabschätzung der Anforderungen in ihrer endgültigen Fassung vorgenommen. Während des Rechtsetzungsprozesses wurden insbesondere Bedenken hinsichtlich der Effizienz eines seiner Bestandteile laut, und zwar die Anforderung für Emittenten von Verbriefungen, Risiken der Verbriefung bei sich zu behalten ('Vorschrift über den Selbstbehalt'), so dass sie ein Interesse haben, Darlehen unter dem Vorbehalt der Prüfung zu originieren. Diese Bedenken führten zur Aufnahme folgender Bestimmung:

¹ Für die Zwecke dieses Berichts bezieht sich der Begriff 'Emittent' auf Banken, die beide Tätigkeiten ausüben, auch wenn die besagten Wertpapiere streng genommen von einer Zweckgesellschaft ausgegeben werden und der Emittent technisch gesehen ein Sponsor oder Originator im Sinne der Richtlinie ist.

² Kleinanleger waren von den Verbriefungstranchen nur in sehr geringem Umfang betroffen. Z.B. kauften sie Finanzprodukte mit Verbriefungstranchen, bei denen sie die Risiken sowohl in Bezug auf die Verkaufspraktiken als auch in Bezug auf eine unangemessene Produkttransparenz unterschätzten.

³ S. Anhang für einen Auszug aus dem Richtlinienentwurf.

"Die Kommission erstellt bis zum 31. Dezember 2009 einen Bericht über die voraussichtlichen Auswirkungen von Artikel 122a und unterbreitet diesen Bericht dem Europäischen Parlament und dem Rat zusammen mit einem geeigneten Vorschlag. Die Kommission erstellt ihren Bericht nach Anhörung des Ausschusses der europäischen Bankaufsichtsbehörden. In dem Bericht wird insbesondere geprüft, ob der in Artikel 122a Absatz 1 festgelegte Mindestselbstbehalt zu dem Ziel beiträgt, die Interessen der Originatoren oder Sponsoren und der Investoren besser aufeinander abzustimmen und die Finanzstabilität zu verbessern, und ob es unter Berücksichtigung der internationalen Entwicklungen angezeigt wäre, den Mindestselbstbehalt zu erhöhen."⁴

3. Folglich wird in diesem Bericht eine Bewertung der allgemeinen Auswirkungen von Artikel 122a auf hohem Niveau vorgenommen (Teil 1 des Berichts), um sodann auf Fragen über die Effizienz der Vorschrift über den Selbstbehalt und die Zweckmäßigkeit der Erhöhung des Mindestselbstbehalts einzugehen (Teil 2). In Teil 3 des Berichts werden dann die entsprechenden Schlussfolgerungen gezogen. Im Anhang zum Bericht werden technische Vorschläge des CEBS zur Verbesserung spezifischer Aspekte der Vorschrift über den Selbstbehalt erörtert. Die Kommission macht darauf aufmerksam, dass dieser Bericht zu erstellen ist, bevor die entsprechende Richtlinienanforderung in einzelstaatliches Recht umzusetzen ist. In diesem Bericht wird folglich auf die *erwarteten* Auswirkungen der Anforderung und die *erwarteten* Vorteile der Erhöhung des Mindestselbstbehalts eingegangen, ohne dass konkrete Erfahrungen mit der Anwendung der Anforderung zugrunde gelegt werden könnten.

1. ERWARTETE ALLGEMEINE AUSWIRKUNGEN VON ARTIKEL 122A

4. Die erwartete Auswirkungen von Artikel 122a müssen vor dem Hintergrund der aktuellen Lage auf den Verbriefungsmärkten gesehen werden. Vor der Krise wurde die Verbriefung weitgehend als ein stabilisierendes Element des Finanzsystems angesehen. Sie galt als ein wesentlicher Baustein in einem effizienteren Kreditallokationsprozess, der das Risiko in einer größeren und unterschiedlicheren Gruppe von Anlegern weit streute anstatt es in einer Bankbilanz zu konzentrieren. Folglich sollten das Bank- und Weltfinanzsystem widerstandsfähiger sein, große Bankzusammenbrüche vermieden werden und Kreditzyklen ruhiger verlaufen. Es stellte sich jedoch heraus, dass der Risikostreuungsgrad alles andere als ideal war. So hielten oftmals andere Banken direkt oder indirekt Verbriefungen, ohne in vielen Fällen das Risiko, in das sie investierten, richtig zu verstehen.
5. Die Verbriefung verursachte auch schwerwiegende Probleme im Verhältnis Eigenhändler/ Bevollmächtigter, da es zu schlecht angepassten Anreizen zwischen Emittenten und Endanlegern kam. Da die Risiken kaskadenhaft weitergegeben wurden, konzentrierten sich diejenigen, die in Bezug auf die Darlehensübernahme und die Überwachungsstandards am Besten platziert waren, eher auf eine Maximierung der Vergütungen. Darüber hinaus nahmen die Anleger am Ende der Kette keine angemessene 'Due Diligence'-Prüfung vor und verließen sich bei ihren Risikobewertungen zu stark auf die Ratingagenturen. Dieses übermäßige Vertrauen

⁴ Siehe Artikel 156 Unterabsatz 9.

in die Ratings rührte teilweise von der wachsenden Komplexität der Produkte und der Durchführung von Inhouse-Analysen her. Die Ratingagenturen ihrerseits verwendeten oftmals nicht korrekte Methoden und Daten bei der Festlegung der Ratings, und die Anleger, die auf sie vertrauten, verfügten nicht in allen Fällen über ausreichende analytische Fähigkeiten und Informationen, um die Ratings in Frage zu stellen und die Anlagen selbst bewerten zu können.

6. Die globalen Bruttoverbriefungen stiegen von einem unbedeutenden Wert Anfang der 90er Jahre auf fast 5 Mrd. \$ im Jahr 2006. Seitdem sind die Volumina wieder stark rückläufig. Tatsächlich sind die privaten (im Gegensatz zu den regierungsgeförderten) mit Hypotheken unterlegten Verbriefungen in den USA fast völlig zusammengebrochen. Dieser Kollaps wurde aber zum Teil durch die steigenden europäischen Emissionen wieder wettgemacht, die fast ausschließlich aus Wertpapieren bestehen und von Emittenten als Sicherheiten gehalten werden, um so Zugang zu den Zentralbankliquiditätsfazilitäten zu erhalten. Die Emission von Nichthypotheken-Verbriefungen ist relativ stabil geblieben, was wiederum den Zentralbankfazilitäten zu verdanken ist. Auf der anderen Seite – auch wenn sich die Wertentwicklung von Darlehen, auf die sich die meisten Hypothekenverbriefungen⁵ stützen, verschlechtern dürfte – scheinen die professionellen Anleger damit nach wie vor relativ glücklich zu sein. Diese Anziehungskraft dürfte weitgehend darauf zurückzuführen sein, dass die Strukturen und die Wertentwicklungsdynamik besser verstanden werden und die Emittenten ein großes Eigeninteresse haben dürften, weil sie einen Teil des Risikos der von ihnen verbrieften Forderungen selbst behalten.
7. Vor diesem Hintergrund geht die Kommission davon aus, dass sich Artikel 122a positiv auf die Verbriefungen auswirken dürfte. Mit diesem Artikel dürften die Interessen der Emittenten und der Anleger besser aufeinander abgestimmt und somit die Verbriefungen solider gestaltet werden, was dieser Finanzierungsquelle wieder mehr Vertrauen einbringen dürfte. Letztendlich dürften die Verbriefungen wieder stark an Volumen gewinnen und als Refinanzierungsquelle für die Ausleihungen des Finanzsektors an die Realwirtschaft dienen, wobei die im Laufe der Krise⁶ zu Tage getretenen Exzesse zu vermeiden sind. Der Ansatz von Artikel 122a ist unter drei Aspekten zu sehen: Erstens müssen Anleger aus dem Banksektor eine Liste von 'Due Diligence'-Maßnahmen einhalten (und die Aufsichtsbehörden haben diese Einhaltung zu überwachen). Zu diesen Maßnahmen gehört, dass der Anleger zu den vom ihm erworbenen Wertpapieren Stresstests durchführt und dabei das Darlehenportfolio analysiert. Zweitens haben die Originatoren aus dem Banksektor zu gewährleisten, dass die Anleger über die für eine angemessene 'Due Diligence'-Prüfung erforderlichen Informationen verfügen. Drittens müssen die Emittenten von Verbriefungen einen materiellen Anteil an ihren Emissionen von nicht weniger als 5 % halten. All diese drei Aspekte des Ansatzes zielen auf eine Anpassung der Interessen von Anlegern und Originatoren ab und sollen Folgendes sicherstellen:
 - die Anleger sollen nicht blind in Anlagen investieren, die sie nicht wirklich verstehen;

⁵ Wie z.B. Kreditkartenforderungen oder Autokaufdarlehen.

⁶ Die Anforderungen finden nur auf Neuemissionen Anwendung und nach einer Übergangszeit auch auf 'alte' Verbriefungen, die mit neuen zu verbriefenden Darlehen aufgestockt werden.

- die Anleger sollen die Emittenten einer gewissen Disziplin unterwerfen können und
 - die Originatoren behalten ebenfalls ihre eigenen Finanzrisiken und sind nicht versucht, schlechte Darlehen zu verbrieften.
8. Auch wenn Artikel 122a Vorteile in Bezug auf angepasste Interessen bringt und somit ein Eingehen übermäßiger Risiken zu vermeiden hilft, sind mit diesem Artikel auch bestimmte Zusatzkosten für Verbriefungen verbunden. Diese Kosten resultieren aus der Tatsache, dass Emittenten Offenlegungen vornehmen müssen, Anleger Mittel zur Durchführung der 'Due Diligence'-Prüfung aufzubringen haben und Emittenten schließlich das Risiko ihrer eigenen Verbriefungen finanzieren müssen. Die Kommission geht davon aus, dass diese Zusatzkosten bei Geschäftsmodellen am Höchsten sein dürften, bei denen die Praktiken hinsichtlich der Offenlegung, der 'Due Diligence'-Prüfung und des Selbstbehalttrisikos vor der Krise unangemessen waren. Keine dieser Kosten kann jedoch als dem Verlust an sozialem Wohlergehen äquivalent angesehen werden. Ein Teil dieser Kosten wird eher einem Wirtschaftsteilnehmer angelastet und hätte eigentlich von einem anderen Wirtschaftsteilnehmer getragen werden müssen. Bei einer Anlage in seine eigenen Verbriefungen hat der Emittent lediglich die Kosten in Form der Refinanzierung und potenziell eintretender Kreditverluste zu tragen, die normalerweise von den Anlegern in Verbriefungen zu tragen wären. Der Selbstbehalt seitens des Emittenten verursacht folglich nur dann reale Kosten, wenn der Emittent besonders hohe Finanzierungskosten für das Halten einiger Risiken an der Verbriefung zu tragen hat, was bei einigen Nichtbank-Emittenten von Verbriefungen der Fall sein kann. Unter diesen Umständen kann es zu einem eingeschränkten Wettbewerb unter den Darlehensgebern kommen, der eventuell zu realen Kosten für den Selbstbehalt des Risikos führt.
9. Vor allem die Offenlegung und die 'Due Diligence'-Prüfung verursachen reale Transaktionskosten für das Verbriefungsgeschäftsmodell. Während eine Bank bei ihren üblichen Bankgeschäften Darlehen bewertet und Darlehensentscheidungen trifft und das Darlehen bis zur Fälligkeit in ihren Büchern führt, sieht das Verbriefungsmodell zumindest die Einbeziehung des Anlegers als weitere Partei vor, die ein zusätzliches Screening auf der Grundlage der vom Emittenten gemachten Offenlegungen vorsieht. Diese Kosten sind unvermeidlich, soll das Verbriefungsmodell solide umgesetzt werden, und die Richtlinie – durch die Vorschrift eines Mindeststandards für Offenlegung und 'Due Diligence' – die Verbriefungskosten nur dann erhöht, wenn die Tätigkeit ansonsten nicht mit der erforderlichen Disziplin ausgeübt werden würde. Aus diesem Grunde werden die zusätzlichen Transaktionskosten für Emittenten und Anleger zusammen mit jenen, die sich aus der öffentlichen Überwachung der Einhaltung der Anforderungen ergeben, durch den sozialen Nutzen eines widerstandsfähigeren Verbriefungsgeschäftsmodells wieder aufgewogen.

2. WIRKSAMKEIT DES MINDESTSELBSTBEHALT-NIVEAUS

10. Infolge der vom CEBS erhaltenen Stellungnahme vertritt die Kommission die Auffassung, dass es kein bestimmtes Niveau oder eine bestimmte Form⁷ des Selbstbehalts gibt, die für alle Verbriefungen optimal wäre. Da das Ziel des Selbstbehalts seitens des Emittenten eine Anpassung seiner Interessen an die des Anlegers ist, ist die ausschlaggebende Determinante für ein optimales Selbstbehaltniveau eine potenzielle schlechte Anpassung der Anreize in einer bestimmten Verbriefung. Eine potenzielle schlechte Anpassung sollte unter dem Aspekt der Möglichkeiten für den Emittenten gesehen werden, Vermögenswerte auszuwählen, sie in einer Verbriefung zu kombinieren und die Transaktion so zu strukturieren, dass seine eigenen Gewinne auf Kosten der Anleger gesteigert werden. Die entscheidende Frage betrifft den Umfang, in dem der Anleger in der Lage ist, das Risiko- und Ertragsprofil der Verbriefung zu verstehen. Im einen Extremfall, in dem die potenziellen Anleger über keinerlei Informationen und Verständnis des Risikos und des Ertrags der Verbriefung verfügen, bestünde die optimale Lösung für den potenziellen Emittenten darin, sämtliche Risiken und Erträge selbst zu behalten, d.h. die Vermögenswerte zunächst einmal nicht zu verbrieften. Ansonsten hätte der Emittent einen starken Anreiz, die unwissenden Anleger über das wahre Risiko nicht zu informieren.
11. Wenn der Emittent im anderen Extremfall keinen Informationsvorteil in Bezug auf die Risiken jedes einzelnen Basisvermögenswerts im Vergleich zum Anleger hat, kann eine schlechte Anpassung der Interessen eigentlich nicht eintreten und ein Risikoselbstbehalt wäre nicht erforderlich. Es liegt auf der Hand, dass kein Extremfall bei Verbriefungen im 'echten Leben' realistisch ist. Klar ist aber auch, dass der Emittent fast immer einen Wettbewerbsvorteil vor dem Anleger haben wird, wenn es um den Zugang zu Informationen und die Fähigkeit ihrer Bewertung geht. Oftmals hat der Emittent das Darlehen selbst originiert und verfügt über jahrelange Erfahrungen im relevanten Marktsegment, wohingegen ein Anleger nur gelegentlich eine Verbriefung der jeweiligen Darlehen zwecks Aufnahme in ein diversifiziertes Portfolio erwirbt.
12. Um den strukturellen Wettbewerbsnachteil des Anlegers im Sinne des Informationszugangs und der Fähigkeit der Informationsbewertung zu kompensieren, spielt der Selbstbehalt bei der Anpassung der Interessen eine große Rolle. Die richtige Höhe und Form des Selbstbehalts hängt jedoch von der Größenordnung dieses Nachteils ab. Unterschiedliche Verbriefungen rufen unterschiedliche Informationsasymmetrien hervor, die beispielsweise vom Typ der Basisvermögenswerte abhängen, die wiederum von Darlehen an Unternehmen mit umfangreichen öffentlichen Finanzinformationen bis hin zu Darlehen an Privatkunden oder komplexen strukturierten Projektfinanzierungsdarlehen mit nur wenigen öffentlich verfügbaren Informationen reichen. Deshalb machen unterschiedliche Verbriefungen verschiedene Selbstbehaltmaßnahmen erforderlich, um eine Anpassung der Interessen zwecks Kompensierung der Informationsasymmetrien sicher zu stellen. Die richtige Höhe und Form des Selbstbehalts in jedem Einzelfall hängen von einer Reihe qualitativer oder nur schwer zu bestimmender Faktoren ab, so dass es nicht möglich ist, in der Richtlinie

⁷ Z.B. Erstverlust oder verschiedene Verbriefungstranchen.

einen formelhaften Ansatz zur Bestimmung des optimalen Selbstbehaltniveaus festzulegen.

13. Folglich fordert die Richtlinie nur ein moderates Mindestmaß an Selbstbehalt und die Anleger auf, die vom Emittenten gewählte Selbstbehaltstrategie ausdrücklich zu bewerten. Dies wiederum bedeutet, dass die Anleger auf den Erwerb von Verbriefungen verzichten sollten, bei denen das Selbstbehaltniveau – auch wenn es die vorgeschriebene Mindesthöhe von 5 % erreicht – im Lichte der Transparenz der Basisrisiken unzureichend ist. Folglich können die derzeitigen Selbstbehaltniveaus über dem geforderten Minimum liegen.
14. Die Überlegung, dass Selbstbehaltniveaus von einer Verbriefung zur anderen variieren sollten, ist mit dem breiten Spektrum an Selbstbehaltniveaus kohärent, das bei derzeitigen Verbriefungen besteht und von fast Null bis 100 % reicht, wobei im letzteren Fall die Basiswerte zu 100 % vom Emittenten garantiert sein können. Der CEBS-Bericht enthält detaillierte Daten zu den Selbstbehaltniveaus, die nach Transaktionstyp und Ursprung gegliedert sind. Was die Auswirkungen der Vorschrift über den Selbstbehalt betrifft, sei an dieser Stelle darauf verwiesen, dass die Verbriefungen keinen zusätzlichen Bestimmungen unterworfen werden, wenn die Selbstbehaltniveaus unabhängig von dieser Anforderung bereits über 5 % liegen. Aus politischer Sicht muss man jedoch unbedingt anerkennen, dass es Hinweise darauf gibt, dass in der Euphorie vor der Krise die Selbstbehaltniveaus für bestimmte Verbriefungstypen in der Tat auf derart niedrige Niveaus gefallen sind, die angesichts des strukturellen Informationsnachteils für Anleger⁸ als unhaltbar niedrig erscheinen. Folglich erscheint ein regulatorisch vorgeschriebenes Mindestselbstbehaltniveau als regulatorischer Unterstützungsmechanismus zur Verbesserung der Widerstandsfähigkeit der Märkte in Zeiten, in denen sich Blasen bilden, sehr zweckmäßig zu sein. Allerdings sollte dieser regulatorische Mechanismus nicht zu hoch angesiedelt sein. Bei relativ transparenten Verbriefungen, bei denen der Informationsnachteil der Anleger gering ist, kann der moderate Mindestwert von 5 % derzeit ein angemessenes Niveau darstellen. In diesen Fällen könnte eine höhere Mindestselbstbehaltanforderung ein unnötiges regulatorisches Hindernis für die Marktteilnehmer sein. Eine unnötig hohe Mindestselbstbehaltanforderung kann zu realen Kosten führen, wenn sich verschiedene potenzielle Verbriefungsemittenten sehr unterschiedlichen Finanzierungskosten gegenüber sehen. In einem solchen Fall könnte eine höhere als erforderliche Selbstbehaltanforderung potenziell bewirken, dass bestimmte Nichtbank-Emittenten Verbriefungen nicht mehr als ein attraktives Geschäftsmodell ansehen, was zu einer Abwanderung aus dem Markt und zu weniger Wettbewerb zwischen den Darlehensgebern führen könnte.

⁸ Z.B. Franke, G. und Krahen, J.P. (2008) *"The Future of Securitization"*, mimeo oder der *"Global Financial Stability Report"* des IWF vom Oktober 2009.

3. SCHLUSSFOLGERUNGEN

15. Was die allgemeinen Auswirkungen angeht, erwartet die Kommission von Artikel 122a eine bessere Anpassung der Interessen für Emittenten und Anleger. Dadurch dürften die Verbriefungen solider gestaltet werden, was dieser Finanzierungsquelle wieder mehr Vertrauen einbringen dürfte. Letztendlich werden die Verbriefungen wieder stark an Volumen gewinnen und als Refinanzierungsquelle für die Ausleihungen des Finanzsektors an die Realwirtschaft dienen, wobei die im Laufe der Krise zu Tage getretenen Exzesse zu vermeiden sind. Was die spezielle Frage der Effizienz des gewählten Mindestselbstbehaltneiveaus angeht, kommt die Kommission zu dem Schluss, dass das bereits bestehende moderate Mindestselbstbehaltneiveau von 5 % aufrecht erhalten werden sollte. Allerdings sollten die Anleger je nach Verbriefungstyp auch höhere Selbstbehaltneiveaus fordern.
16. Folglich ist davon auszugehen, dass die allgemeine Konzeption von Artikel 122a ihren Zweck erfüllt. Am Ende dieses Berichts möchte die Kommission auf eine Reihe technischer Fragen verweisen, die vom CEBS angesprochen wurden und auf die kurz im Anhang zu diesem Bericht eingegangen wird. In diesem Zusammenhang vertritt die Kommission die Auffassung, dass kein unmittelbarer Handlungsbedarf in Bezug auf den Vorschlag rechtlicher Änderungen zu Artikel 122a besteht. Dennoch wird die Kommission die einschlägigen internationalen Entwicklungen sehr genau verfolgen. Auch erkennt sie an, dass Drittländer ein Interesse an der Einführung von Anforderungen im Sinne von Artikel 122a haben können, einschließlich der Selbstbehaltvorschriften. Im Laufe der Umsetzung dieser Entwicklungen wird die Kommission sicherstellen, dass Artikel 122a ebenfalls im Lichte potenziell unterschiedlicher Lösungen in anderen Ländern bewertet werden wird.

Anhang – Vom CEBS angesprochene technische Fragen

A) METHODEN DES SELBSTBEHALTS

- (1) Der CEBS empfiehlt eine Änderung der Selbstbehaltmethoden dahingehend, dass ein Teil jedes den verbrieften Forderungen inhärenten Risikos anstelle der Forderungen auf die Tranchen der den Anlegern verkauften Verbriefung behalten wird. Dies ist derzeit im Sinne von Artikel 122a Absatz 1 Buchstabe b zulässig, wenn auch nur für 'revolvierende Forderungen'. Es wäre interessant, eine Änderung dieses Artikels zu erwägen, um eine weitere Nutzung der Selbstbehaltmethode im Zusammenhang mit der Ausarbeitung einer künftigen Änderungsrichtlinie zu gestatten.

B) AUSNAHMEN

- (2) In Artikel 122a Absatz 3 sind eine Reihe von Ausnahmen von der Anwendung der Selbstbehaltenforderung aufgelistet. So findet eine Verbriefung insbesondere keine Anwendung, wenn es sich bei den verbrieften Forderungen um Forderungen oder Eventualforderungen gegenüber folgenden Einrichtungen handelt: i) Zentralstaaten oder Zentralbanken, Regionalregierungen, Gebietskörperschaften und öffentliche Stellen der Mitgliedstaaten; ii) Institute, denen nach den Artikeln 78 bis 83 ein Risikogewicht von höchstens 50% zugewiesen wird; oder iii) multilaterale Entwicklungsbanken mit einem den Zentralbanken vergleichbaren Risiko.
- (3) Ebenso sieht die Richtlinie vor, dass die Selbstbehaltenforderung keine Anwendung findet auf: i) Geschäfte, die auf einem klaren, transparenten und zugänglichen Index basieren, wobei die zugrunde liegenden Referenzeinheiten mit denen identisch sind, die einen stark gehandelten Index von Einheiten bilden, oder andere handelbare Wertpapiere darstellen, bei denen es sich nicht um Verbriefungspositionen handelt; und ii) Konsortialkredite, angekaufte Forderungen oder Credit Default Swaps, sofern diese nicht dazu verwendet werden, eine unter die Selbstbehaltenforderung fallende Verbriefung zu „verpacken“ und/oder abzusichern.
- (4) Diese Ausnahmen erklären sich dadurch, dass die Verbriefungen mit den oben aufgelisteten Basisforderungen kaum Probleme in Bezug auf schlecht angepasste Anreize bereiten, weil entweder a) die verbrieften Vermögenswerte mit einem besonders niedrigen Risiko behaftet sind, oder b) der Emittent bei einer Konzeption der Verbriefung zum Nachteil der Anleger kaum Spielraum hat, da die Zusammensetzung der Verbriefung von der Zusammensetzung eines Indexes abhängt. Die Erwähnung von Konsortialkrediten, angekauften Forderungen oder Credit Default Swaps stellt keine Ausnahme dar, sondern stellt klar, dass diese Arten von Instrumente nicht *per se* Verbriefungen sind – es sei denn, sie werden tatsächlich zur Strukturierung einer Verbriefung genutzt – und folglich nicht unter die Selbstbehaltenforderung fallen.
- (5) Der CEBS argumentiert dahingehend, dass diese Ausnahmen keine Möglichkeit zur Umgehung der Selbstbehaltenforderung in Fällen darstellen, in denen diese eingehalten werden sollte. Allerdings könne die Ausnahme in Bezug auf Institute, denen ein Risikogewicht von höchstens 50% zugewiesen wird, als problematisch angesehen werden. Nach Auffassung des CEBS werden im Sinne von Artikel 78

bis 83 der Eigenkapitalrichtlinie Risikogewichte von höchstens 50% Kreditrisikoforderungen von Instituten zugewiesen, die von den Ratingagenturen hoch eingestuft werden. Die derzeitige Krise habe aber gezeigt, dass ein solches Rating keinerlei Garantie für die Fähigkeit des Instituts gewesen sei, seinen Kreditverpflichtungen auch tatsächlich nachzukommen. In gleicher Weise argumentiert der CEBS, dass die Ausnahmen für Regionalregierungen und multilaterale Entwicklungsbanken auf jene Forderungen beschränkt werden sollten, bei denen es sich um Forderungen gegenüber den Zentralregierungen und den Zentralbanken handelt, die nur mit einem geringen Ausfallrisiko behaftet sind. Die Kommission stimmt der Auffassung zu, dass die in der Ausnahme genannten Forderungen im Hinblick auf das Risikoprofil nicht gleichwertig sind, auch wenn die Kommission tendenziell meint, dass alle aufgelisteten Forderungen mit einem relativ niedrigen Kreditrisiko behaftet sein dürften. Der akzeptable Risikograd für diese Ausnahme ist eine Urteilsfrage und der CEBS ist darauf nicht weiter eingegangen. Außerdem ist die Kommission der Auffassung, dass die Bedenken hinsichtlich der Ratings von Ratingagenturen, die als Risikomessung verwendet werden, grundsätzlich berechtigt sind. Allerdings gibt es auch keine alternative Risikomessung, außer den eigenen Bewertungen der Kreditinstitute, auf die in Rechtsvorschriften Bezug genommen werden könnte. Insgesamt gesehen sollte die bestehende Ausnahme nach Meinung der Kommission beibehalten werden, da es an klaren Nachweisen mangelt, mit denen belegt werden könnte, dass entweder der Risikograd der besagten Forderungen oder die Ratings einer Ratingagentur als ungefähres Maß der Risikobehaftung dieser Forderungen nicht angemessen sind.

- (6) Nach Auffassung des CEBS bedarf es einer weiteren Ausnahme in Artikel 122a, mit der verhindert wird, dass Verbriefungen, die sich auf die eigenen Verbindlichkeiten eines Instituts stützen - einschließlich gedeckter Schuldverschreibungen -, deren Basissicherheit in der Bilanz des emittierenden Instituts ausgewiesen wird, nicht in den Anwendungsbereich von Artikel 122a fallen. Diesbezüglich meint die Kommission, dass eine Verbriefung der eigenen Verbindlichkeiten eines Kreditinstituts – insbesondere der Forderungen aus gedeckten Schuldverschreibungen – typischerweise unter die bestehende Ausnahme für Forderungen gegenüber Instituten gilt, es sei denn, das besagte Kreditinstitut erhält ein externes Rating und hat eine besonders schwache Kreditqualität⁹. Deshalb sollte die bestehende Ausnahme aufrecht erhalten werden und die Kommission gedenkt nicht, die oben genannte weitere Ausnahme vorzuschlagen.

C) WEITERE BESTIMMUNGEN UND SCHUTZMAßNAHMEN

- (7) In ihrer Bitte um Stellungnahme bat die Kommission den CEBS zu klären, ob zusätzliche Bestimmungen und Schutzmaßnahmen in den Wortlaut von Artikel 122a aufgenommen werden sollten, um der Möglichkeit zu begegnen, dass Emittenten die Selbstbehaltanforderung umgehen. Eine von der Kommission in diesem Zusammenhang vorgebrachte Sorge betraf die Möglichkeit, Transaktionen auf eine Art und Weise zu strukturieren, mit der die Anwendung der Selbstbehaltanforderung ausgehebelt wird, insbesondere durch eine Vergütungs- oder Prämienstruktur. Der CEBS argumentiert in diesem Zusammenhang dahingehend, dass es nicht möglich sei,

⁹ Diese Ausnahme sieht Forderungen an Institute im Sinne von Absatz 3 Buchstabe c vor.

alle Faktoren zu prüfen, die die Wirksamkeit einer Selbstbehaltanforderung unterminieren könnten. Deshalb sollten diese Bedenken nach Meinung des CEBS durch die Forderung der Offenlegung der Provisions- und Vergütungsstrukturen angegangen werden, die die Anleger in die Lage versetzen, die Auswirkungen auf die Interessen des Originators einzuschätzen.

- (8) Die Kommission stimmt mit dem CEBS darin überein, dass es schwierig ist, in den Rechtsvorschriften den Versuch des Emittenten auszuhebeln, die Wirksamkeit des Mindestselbstbehalts von 5 % zu verringern. Wie bereits zuvor in diesem Bericht erwähnt, kommt der 'Due Diligence'-Prüfung durch die Anleger eine Schlüsselrolle zu, bei der auch die Selbstbehalt-Politik im Rahmen einer bestimmten Verbriefung analysiert wird. Die investierenden Kreditinstitute sind für die Durchführung der 'Due Diligence'-Prüfung im Sinne von Artikel 122a Absatz 4 Buchstaben a und b sowohl in Bezug auf den Selbstbehaltmechanismus als auch in Bezug auf das weitergehende Risikoprofil einer Transaktion zuständig; dazu gehören auch Risiken, die durch ungewöhnliche Vergütungsstrukturen verursacht werden. Demgegenüber haben die Aufsichtsbehörden sicherzustellen, dass diese Prüfungen wirksam durchgeführt werden. Nach Auffassung der Kommission stellen die 'Due Diligence'-Anforderungen von Artikel 122a eine ausreichende Grundlage für die Gewährleistung eines vorsichtigen Verhaltens seitens der Anleger und die Ausarbeitung weiterer einschlägiger Leitlinien durch die Aufsichtsbehörden dar.
- (9) In einem anderen Zusammenhang stellt der CEBS fest, dass Artikel 122a nicht den genauen Mechanismus für die Offenlegungsanforderungen festlegt und dem Wortlaut zufolge die Originatoren nur 'ausdrücklich offenlegen' müssen, dass sie die Selbstbehaltanforderung einhalten. Der CEBS befürchtet, dass diese Anforderung zu weit interpretiert werden könnte. Deshalb empfiehlt der CEBS der Kommission zu prüfen, ob der Wortlaut zur Erreichung der Ziele ausreicht, insbesondere wenn man bedenkt, dass diese Anforderung kontinuierlich einzuhalten ist. Die Kommission stimmt der Tatsache zu, dass der während des Rechtsetzungsprozesses als Kompromiss vereinbarte Wortlaut dem Emittenten einer Verbriefung nicht unmittelbar eine Anforderung vorschreibt, sondern nur mittelbar über den Anleger. Die Kommission erinnert an dieser Stelle daran, dass man sich bewusst dafür entschieden hat, von den Anlegern zu verlangen sicherzustellen, dass die Emittenten die Risiken behalten, da die Emittenten von Verbriefungen, die ihren Weg in europäische Anlageportfolios finden, den europäischen Rechtsvorschriften unterliegen können oder auch nicht. Angesichts dieses Problems musste eine ausgewogene Formulierung gefunden werden, die auch auf Verbriefungen außerhalb der EU Anwendung findet und gleichzeitig den europäischen Anleger nicht übermäßig belastet. Diese Anforderung muss wiederum vor dem Hintergrund der zusätzlichen Vorschrift für den Anleger gesehen werden, das aktuelle Engagement des Originators zu analysieren. Die Kommission stimmt damit überein, dass die Frage klarerer Anforderungen für den Emittenten weiter geprüft werden muss. Auch könnte sie ihre Antwort in den aktuellen internationalen Entwicklungen finden, die zu Selbstbehaltanforderungen in Drittländern führen könnten. Die Kommission wird diese Frage deshalb durch die Analyse der einschlägigen Entwicklungen außerhalb der EU weiter verfolgen.

D) GRUPPENSTRUKTUREN

- (10) Bei Gruppenstrukturen weist der CEBS darauf hin, dass das Prinzip der Anwendung der Selbstbehaltanforderung sowohl auf Einzelinstitutsebene als auch auf konsolidierter Ebene in absoluten Zahlen die Regel bleibt, wohingegen es auch möglich ist, dass der Anforderung auf konsolidierter Ebene genügt wird, wenn die Originatoren oder Sponsoren der gleichen Gruppe angehören. Letztere Möglichkeit unterliegt allerdings strengen Bedingungen. Deshalb ist die Selbstbehaltanforderung auf Einzelinstitutsebene im Falle eines spezialisierten Instituts nicht obligatorisch, dass nicht unmittelbar verbriefte Forderungen emittiert, sondern der gleichen Gruppe wie die Originator-Institute angehört. Der CEBS verweist darauf, dass es bei grenzübergreifend tätigen Gruppen potenziell zu einer regulatorischen Arbitrage kommen kann, wenn die verschiedenen Institute in unterschiedlichen Ländern ansässig sind. Allerdings dürften die künftigen CEBS-Umsetzungsleitlinien für die aufsichtliche Konvergenz dieses Problem lösen.
- (11) Der CEBS verweist auf ein zusätzliches Problem, bei dem das Institut, das den Anteil an der Verbriefung im Namen der Gruppeninstitute hält, von der Gruppe beispielsweise durch Veräußerung getrennt werden könnte. In diesem Falle müssten die anderen Gruppeninstitute die Risiken der Verbriefung erneut erwerben, so dass sie der Selbstbehaltanforderung nach wie vor nachkämen. Nach dem Erwerb ist davon auszugehen, dass die Selbstbehaltanforderung ihr Ziel wieder erfüllt.