



# Mehr Sicherheit für ABS-Investoren

**PROF. DR. JAN PIETER KRAHNÉN**

Direktor des LOEWE-Zentrums SAFE und des Center for Financial Studies im House of Finance der Goethe-Universität Frankfurt

Im Nachgang der Finanzkrise 2007/2008 haben sich der europäische sowie der US-amerikanische Gesetzgeber bemüht, den Markt für Asset-Backed Securities (ABS) sicherer zu machen und das Vertrauen der Investoren zurückzugewinnen. Eine zentrale Lehre aus der US-Immobilienkrise war, ABS-Emittenten zu einer Beteiligung an den potenziellen Verlusten der Transaktion zu verpflichten. Damit sollten sie einen Anreiz behalten, die Kreditnehmer im Vorfeld richtig zu prüfen, sie regelmäßig zu überwachen und die Schuld einzutreiben. Denn an der kontinuierlichen Überwachung der Kreditnehmer hängt das Risiko der gesamten Verbriefungstransaktion.

## Regulierung hilft nur bedingt

Sowohl die EU-Kapitaladäquanzrichtlinie (Capital Requirements Regulation, CRR) als auch der US-amerikanische Dodd-Frank-Act verpflichten ABS-Emittenten heute dazu, mindestens 5 % des Nominalwertes einer ABS-Transaktion einzubehalten. Doch diese Vorschrift hat es Investoren bislang keineswegs erleichtert, das Risiko einer ABS-Transaktion richtig zu bewerten.

Denn sowohl die EU- als auch die US-Regulierung eröffnen den Emittenten verschiedene Möglichkeiten, um diese 5%-Regel zu erfüllen. Da eine ABS-Transaktion aus unterschiedlich riskanten Tranchen besteht (Senior Tranche, Mezzanine-Tranchen, First Loss Piece), ist der nominale Wert von 5 % weniger relevant als die Frage, von welcher Tranche Teile einbehalten werden.

## Entscheidende Information fehlt

Nach unseren Berechnungen liegt der Anteil, mit dem ABS-Emittenten tatsächlich an den Verlusten beteiligt sind, zwischen 5 % und 99,9 %, je nachdem, welche Option der CRR sie wählen. Das bedeutet: Ein nominaler Anteil von 5 % an den verbrieften Krediten sagt nichts über die einbehaltenen Risiken aus. Entscheidend ist, ob der Emittent risikoarme oder risikoarme Teile der Verbriefung einbehält – Teile der Senior Tranche oder das First Loss Piece. Die aktuelle, unpräzise Regelung führt somit dazu, dass Investoren nach wie vor die entscheidende Information fehlt, um das Risiko einer ABS-Transaktion richtig bewerten und einen angemessenen Preis kalkulieren zu können. Es ist davon auszugehen, dass das Funktionieren des Verbriefungsmarktes und die Attraktivität der Anlageklasse deutlich unter der resultierenden Unsicherheit leiden.

## Mehr Transparenz

Dieses Problem lässt sich lösen, indem man den ABS-Markt transparenter macht. Anstatt Emittenten vorzuschreiben, wie viel oder welche Teile

»Investoren müssen wissen, in welchem Umfang der Emittent mit im Boot ist.«

einer ABS-Transaktion sie einzubehalten haben, sollte man sie einfach verpflichten, ihren Anteil an den möglichen Verlusten der ABS-Transaktion – ihr „Skin in the Game“ – offenzulegen. Denn wenn Investoren wissen, in welchem Umfang der Emittent mit im Boot ist, können sie auch das Gesamtrisiko einer ABS-Transaktion – und damit den angemessenen Preis – richtig einschätzen.

Der tatsächliche Anteil des Emittenten an den potenziellen Verlusten einer ABS-Transaktion lässt sich mit einem relativ einfachen Verfahren berechnen.<sup>1</sup> Ratingagenturen, die bereits seit Langem mit ähnlichen Berechnungsmethoden arbeiten, sollten die entscheidende Rolle bei der Berechnung und Offenlegung dieser Informationen übernehmen. Sie sollten verpflichtet werden, im Vorfeld jeder Transaktion den Anteil des Emittenten an den Risiken der Transaktion zusammen mit weiteren Ratinginformationen zu veröffentlichen. Die europäische Wertpapieraufsichtsbehörde ESMA sollte überwachen, dass die Ratingagenturen dieser Verantwortung gewissenhaft nachkommen und ihre Berechnungen adäquat sind.

Eine solche Kennzeichnungspflicht würde ABS-Transaktionen transparenter und damit vergleichbar machen und damit dazu beitragen, dass die aktuellen Regulierungsvorschriften besser umgesetzt werden. Das Potenzial eines aktiven Verbriefungsmarktes könnte sich so voll entfalten.

1) Krahnén, J. P./Wilde, C.: Skin-in-the-game in ABS Transactions: A Critical Review of Policy Options, [www.safe-frankfurt.de/skin-in-the-game](http://www.safe-frankfurt.de/skin-in-the-game)

# Absolutreport

Neue Perspektiven für  
institutionelle Investoren

Absolutreport | Ausgabe 01 | Februar 2017

## inhalt 01/2017



### kommentare

**PROF. DR. JAN PIETER KRAHNEN** Universität Frankfurt  
**DR. HEINZ-WERNER RAPP** FERI AG

### artikel

Reform des Stiftungsrechts – mehr Flexibilität für Kapitalanlagen  
**OLIVER HAUPT, MARCEL RUHLMANN** Roeever Broenner Susat Mazars

US-Municipal-Bonds als diversifizierte Festzinsanlage  
**HENNING BUSCH, GREGORY ORTMAN** Capital Group

Qualifizierte Infrastrukturinvestitionen für VAG-Investoren  
**JEGOR TOKAREVICH** SOF Infrastructure Ltd.,  
**PROF. DR. JENS-ERIC VON DÜSTERLHO** HAW Hamburg

Marktentwicklung und institutionelle Nachfrage bei Immobilien  
**DIETMAR FISCHER** Ernst & Young Real Estate

Private Investments – Optimale Allokation für institutionelle Investoren  
**NICOLAS SCHELLENBERG, ELISABETH LIND** Cambridge Associates

### TEIL I DEUTSCHLAND

Kreditfonds – neue Entwicklungen in Deutschland und Luxemburg  
**DR. HILGER VON LIVONIUS** K&L Gates LLP

Konsultation des neuen Kapitalanlagerundschreibens

**UWE BÄRENZ, DR. JENS STEINMÜLLER, LL.M.** P+P Pöllath + Partners

### drei fragen an

**RAIK MILDNER** Vorstandsmitglied, HanseMerkur Versicherungsgruppe

Ja, ich bin institutioneller Investor\* und möchte den Absolutreport 01/2017 als kostenloses Leseexemplar anfordern.

Kein Investor? Gerne senden wir Ihnen Informationen zu unserem Absolutreport Jahresabonnement zu.

Bitte senden oder faxen an:  
info@absolut-report.de, 0049 (0)40 303779-15

Absolut Research GmbH  
Große Elbstraße 277a, 22767 Hamburg

Pflichtangaben:

Vorname/Nachname

Bereich/Funktion

Unternehmen

Straße/Nr.

PLZ/Ort

Tel./Fax

E-Mail

\* Als institutionelle Investoren qualifizieren sich nur Unternehmen, die ausschließlich für eigene Zwecke investieren und die keine Produkte im institutionellen Asset Management anbieten.