

C L I F F O R D
C H A N C E

BDB TASKFORCE
ARBEITSGRUPPE
VERBRIEFUNGSVERORDNUNG
20. JUNI 2024

1 Reporting

Nr.	Aspekt/Beschreibung	Problem	Lösungsvorschlag	Vorteil
1.	<p>Zusammenfassung Reporting</p> <p>Verbriefungstransaktionen unterliegen verschiedenen Reporting Systemen, die sich teilweise überschneiden, andererseits abweichende Begrifflichkeiten verwenden. Dazu zählen: Reporting nach Art 7 VVO, COREP, STS Report, SRT Notification, SFDR Reporting, ECB statistical reporting, AnaCredit¹</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Erheblicher Aufwand für Erstellung, Unterhaltung und Auswertung unterschiedlicher Reporting Systeme - Hohe Eintrittsbarriere für neue Originatoren, insbesondere für SMEs, kleinere Banken 	<ul style="list-style-type: none"> - Zusammenfassung der unterschiedlichen Reportingsysteme und Wege, - Dabei beachten, dass Aufwand für Umstellung bestehender Systeme nicht zu groß ist (kein "Vergreulen" bestehender Originatoren) 	<ul style="list-style-type: none"> - Geringere Eintrittsschwelle für neue Originatoren - Kostensparnis
2.	<p>Loan Level Daten für granulare Portfolien</p> <p>Art. 7 VVO sieht die Erstellung der Loan Level Reports bei allen Portfolios vor</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Aufwand für die Erstellung - Eintrittsbarriere für neue Originatoren - kein erkennbarer Vorteil für Investoren (sofern aussagekräftige Portfoliodaten verfügbar sind) - zweifelhaft, ob Vorteil für Aufsicht 	<p>Abschaffung der Pflicht, Loan Level Daten bei granularen Portfolios (insbesondere Konsumenten-, Kreditkarten- und Handelsforderungen) zu reporten bzw. Einführung einer opt-out Regelung</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Geringere Eintrittsschwelle für neue Originatoren - Kostensparnis
3.	<p>Loan Level Daten für private Verbriefungen</p> <p>Art. 7 VVO sieht die Erstellung der Loan Level Reports auch bei privaten Verbriefungen vor</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Aufwand in der Erhebung der Daten und Verarbeitung sowohl bei Unternehmen/SMEs als auch Banken - Eintrittsbarriere für neue Originatoren, die private Verbriefungen als "Einstieg" in den Verbriefungsmarkt nutzen wollen - kein erkennbarer Vorteil für Investoren - zweifelhaft, ob Vorteil für Aufsicht 	<p>Abschaffung der Pflicht, Loan Level Daten bei privaten Transaktionen zu reporten, wenn an diesen ein begrenzter und von Anfang an feststehender Kreis von Banken und Investoren beteiligt ist ("privat-bilaterale Transaktionen") bzw. Einführung einer opt-out Regelung.</p>	Siehe vorstehend

¹ Referenz: Olivia Hauet, Reviving Securitisation in the EU: A critical analysis of the reporting requirements, Journal of Financial Compliance, 2nd July 2023

Nr.	Aspekt/Beschreibung	Problem	Lösungsvorschlag	Vorteil
4.	Vereinfachung ESMA templates ESMA hat von EUCOMM den Auftrag erhalten, die Loan Level Reporting Templates zu vereinfachen	<ul style="list-style-type: none"> - Die von ESMA vorgeschlagenen 4 Lösungsoptionen gehen nicht weit genug, weitere Vereinfachungen sind aus Investorenansicht möglich und sogar wünschenswert, v.a. für SRT Transaktionen.² 	Vereinfachung der ESMA templates	<ul style="list-style-type: none"> - Kostenersparnis - Niedrigere Eintrittsschwelle

² Referenz: PGGM (2019) 'ESMA Templates: Not Fit for Risk Sharing Transactions' www.pggm.nl/media/quifc0jm/pggm-paper-esma

2 Due Diligence und Monitoring Anforderungen

Nr.	Aspekt/Beschreibung	Problem	Lösungsvorschlag	Vorteil
5.	<p>Hohe Due Diligence Anforderungen Investoren treffen hohe Due Diligence und laufende Monitoring Anforderungen</p> <ul style="list-style-type: none"> - Keine Entsprechung bei anderen, teilweise risikoreicheren Investments (Equity) - Keine Entsprechung bei Direktinvestment in dieselben Assets - Keine Entsprechung bei Investment über Fonds (statt Verbriefung) in dieselben Assets - Keine Proportionalität (es gelten dieselben Anforderungen für Investments in Senior Tranchen (AAA) und nachrangige Tranchen 	<ul style="list-style-type: none"> - Hohe Eintrittsschwelle für Investoren - Kein Level-Playing field mit Covered Bonds, Direktinvestments, Fondsinvestments, Unternehmensanleihen etc, - In Summe führen die Anforderungen zu überproportionalen administrativen Kosten des Verbriefungsproduktes relativ zu anderen (risikoreicheren) Investments. Für Versicherungen und Asset-Manager sind Verbriefungen damit ökonomisch unattraktiv und aufwendig in der Handhabung. - Durch die hohen prozessualen Anforderungen sind für Investitionen im Vergleich zu anderen Anlagemöglichkeiten zusätzlich erhöhte Risikoaufschläge („Spreads“) erforderlich, um Verbriefung attraktiv zu gestalten. Dadurch wird das Instrument für Originatoren als Finanzierungsinstrument unattraktiver. - Steigerung dieser erforderlichen zusätzlichen Risikoprämie im Falle von Banken/Versicherungen als Investoren durch übermäßige Kapitalanforderungen 	<ul style="list-style-type: none"> - Anpassung der Due Diligence und Monitoring Anforderungen an die anderer Anlageformen (bspw. Unternehmensanleihen oder gedeckte Anleihen / „Covered Bonds“) - Reduzierung des Detailgrades der Anforderungen - Übernahme der Ergebnisse von externen STS-Verifizierungen (ggfls. der Registrierung im ESMA-Register) ohne zusätzliche Prüfungshandlungen. - Möglichkeit Due Diligence und Monitoring auszulagern, ohne mehrfachen Reportingaufwand seitens der Investoren (Bsp. Assetmanager handelt im Auftrag einer Versicherung). 	<ul style="list-style-type: none"> - Erleichterter Zugang für Investoren - Besonderer Vorteil für Senior Investoren - Level-playing Field mit Fonds, Anleihen, Direktinvestment

3 STS

Nr.	Aspekt/Beschreibung	Problem	Lösungsvorschlag	Vorteil
6.	Verkauf an SPV	Nur Transaktionen, die den Verkauf an ein SPV vorsehen, können die STS Kriterien erfüllen (Art. 20 (1) 24 (1) VVO)	Wegfall dieses Kriteriums	Auch Transaktionen, in denen Banken Forderungen direkt ankaufen, können STS fähig sein
7.	Amortisationstrigger	v.a. bei privaten Transaktionen ist der Trigger nach Art 21 (6) (d) nicht sinnvoll, da das Volumen der Notes bei mangelndem Replenishment herabgesetzt wird	Anpassung dieses Kriteriums	Erleichterung v.a. bei privaten Transaktionen
8.	Historische Performance Daten	Es ist unklar, welche Daten zu liefern sind (<i>static loss data, dynamic loss data oder rating migration matrix</i>)	Anpassung dieses Kriteriums im Hinblick auf ein Wahlrecht des Originators	Klarstellung und Erleichterung
9.	Sicherungsgeber bei synthetischen Transaktionen	Bei Unfunded synthetischen Transaktionen muss der Sicherungsgeber über ein 0-Gewicht verfügen, Versicherungen sind ausgeschlossen	Zulassung auch von Versicherungen (20% Risikogewicht)	Verbreiterung des Investorenmarktes bei synthetischen Transaktionen
10.	Laufzeitlimitierung auf max. 72 Monate	Art. 24 (15) VVO	Wegfall des Laufzeitkriteriums	Keine Diskriminierung von längerfristigen Finanzierungsverträgen und Erhöhung des Finanzierungsvolumens. Dies ist gerade bei der Finanzierung der anstehenden Transformationsprozesse von Bedeutung.

4 Querschnittsthemen (Anregung für die anderen Arbeitsgruppen)

- **Solvency II:** Anpassung der Solvenzkapitalanforderungen für Versicherungen
 - **CRR:** Anpassung der EK-Gewichte, v.a. für Senior-Tranchen (7% wie vor VVO, zumindest für STS), p-Faktor und Floor überarbeiten
 - **CRR:** SRT fast track erwünscht, vereinfachtes Verfahren, mehr Sicherheit bei Planung und Durchführung von SRT-Transaktionen
 - **CRR:** Schattenbanken: Klarstellung, dass Verbriefungs-SPV keine Schattenbanken sind
 - **CRR:** LCR: Herabsetzung der Haircuts
 - **CRR:** Zuständigkeit der Aufsichtsbehörden: Vereinheitlichung, so dass eine Aufsichtsbehörde abschließend für eine Transaktion zuständig ist
-

TF Verbriefungen

CRR

Zielsetzung

- Überproportional hohe Kapitalanforderungen anpassen
- Komplexität des aufsichtlichen Rahmenwerks reduzieren
- Operative Umsetzung von Verbriefungstransaktionen erleichtern
 - ⇒ Mehr Originatoren und Investoren in den Verbriefungsmärkten, ...
 - ⇒ Petitem: ... um mehr Risiken von den Bankbilanzen in die Kapitalmärkte zu transferieren

Vorschlag: 2-stufiges Vorgehen

Schritt 1 (Quick fix)

- a. Reduzierung der **RW Floors** für Senior-Positionen, sowie
 - Verringerung der grundsätzlichen Überkapitalisierung in den formelbasierten Ansätzen, und
 - Anpassung der RW-Tabellen im SEC-ERBA
- b. Erweiterte Berücksichtigung von Verbriefungspositionen in der **LCR** als HQLA
- c. Transparente, in der EU einheitliche und verlässliche Kriterien zur Umsetzung von **SRT**-Transaktionen
- d. Diverse **Klarstellungen** und **Adjustierungen**

Schritt 2 (Basel)

- Grundlegende Überarbeitung des regulatorischen Rahmenwerks für Verbriefungen in der EU:
- a. geringere und beherrschbare **Komplexität**
 - b. modifizierter **formelbasierter Ansatz**
 - c. Entlastung **Level 1** von Überfrachtung durch unüberschaubar viele Detailregelungen

Schritt 1 a. / Sen. RW Floors & Überkapitalisierung

- Fixe RW Floors bevorzugen oder belasten immer bestimmte Assetklassen und bewirken Klippeneffekte
- Fixe RW Floors liegen (aktuell) bei sehr guten Underlyings oft deutlich über dem Ø RW des verbrieften Portfolios (z.B. Retail Mortgage / IRB).
 - Nur für Sen. Positionen bei Originatoren existiert ein „RW Cap“ (Ø RW des Portfolios), der den RW Floor überschreibt.
 - Für Bankinvestoren ergeben sich auch für „beste Ware“ prohibitiv hohe Kapitalkosten, was die Bereitstellung von Liquidität blockiert.
- Niveau der allgemeinen Überkapitalisierung (mind. 30 %, SEC-IRBA, mind. 50 % SEC-SA) nicht mehr durch „model and agency risk“ oder empirische Performance zu rechtfertigen

Vorschlag: risikosensitive Ausgestaltung der RW Floors

$$\text{RW Floor} = \text{Faktor} \times K_{\text{Pool}} \times 12.5, \text{ wobei } K_{\text{Pool}} = K_{\text{IRB}} \text{ bzw. } K_{\text{Pool}} = K_A$$

- Faktor = [10 %] oder [7 %, STS] bzw. [12 %, non-STS] (siehe Duponcheele, et.al. (2024) für empirische Fundierung)
- Das Ausmaß an Überkapitalisierung wird in den formelbasierten Ansätzen durch p und K_{Pool} bestimmt. Daher kann das Niveau der Überkapitalisierung nicht nur durch eine Reduzierung des p -Faktors, sondern stattdessen (ohne Verstärkung von Klippeneffekten) durch eine Skalierung (z. B. mit 75 %) von K_{Pool} in den K_{SSFA} -Formeln vorgenommen werden.
- Entsprechende Anpassung der SEC-ERBA Tabellen

Schritt 1 b. / LCR

- Entgegen anderer Ansichten können z. B. Corona Krise, Ausbruch des Ukraine-Kriegs und Frühjahr 2023 (SVB, etc.) als Marktphasen mit Stress und hoher Unsicherheit eingestuft werden.
- Der europäische Verbriefungsmarkt hat in diesen Phasen temporäre Spread-Ausweitungen gezeigt, aber letztendlich – wie Covered Bonds, bei allerdings massiver geldpolitischer Unterstützung – problemlos performt.
- AFME-Umfrage vom Juni 2024 zeigt, dass die restriktive Handhabung von Verbriefungen in der LCR einer von mehreren Gründen für die Zurückhaltung von Bank-Treasuries bei Verbriefungen ist
⇒ Lösung des „Henne-Ei“-Problems: Wenn regulatorische Beschränkungen nicht gelockert werden, wird der Markt von sich aus nie ein hinreichendes Maß an Liquiditätstiefe erreichen, dass eine ausaufsichtlicher Sicht höhere HQLA-Einstufung rechtfertigen könnte.

Vorschlag:

- Zulässigkeit von Senior STS für HQLA Level 2A und Senior non-STS für HQLA Level 2B
- Anpassung der Haircuts an vergleichbare Assets

Schritt 1 c. / SRT

Bei der Durchführung von SRT-Transaktionen hat sich gezeigt, dass die Abstimmungen mit der Aufsicht oft zäh und zeitraubend ausfielen und bei ähnlichen Sachverhalten auch unterschiedliche Ergebnisse lieferten.

Vorschlag:

- Vereinbarung transparenter und in der EU weitgehend einheitlich abgestimmte Leitplanken, die Banken und Aufsicht mehr Zuverlässigkeit bei der Planung und Umsetzung von SRT-Transaktionen ermöglichen (Orientierung am derzeit verhandelten „Fast Track“).

Schritt 1 d. / Diverse Klarstellungen und Adjustierungen

- Art 243 CRR: „STS Plus“ Anforderungen

Bankinvestoren und Sponsoren sind bei der Prüfung der Anforderungen zur Nutzung der privilegierten STS-Risikogewichte oft auf Angaben der Originatoren angewiesen, die nur aufwändig oder gar nicht beschafft werden können. **Vorschlag:** Berücksichtigung der systematischen Unschärfe in den Anforderungen bzw. Integration der Anforderungen in die STS-Kriterien (Reduzierung von Komplexität)

- Art 254 CRR: Hierarchie der Ansätze

Vorschlag: Präzisierung und Konkretisierung der Bedingungen, unter denen der SEC-SA nicht angewendet werden kann, bzw. in welchen Situationen die Aufsicht die Nutzung des SEC-SA untersagen kann.

- Art 261 CRR: Doppelanrechnung ausgefallener Forderungen in K_A beenden (SEC-SA)

Bei der Berechnung von $K_A = (1 - w) K_{SA} + 0.5 \times w$ werden in der aktuellen Formulierung die ausgefallenen Forderungen in K_{SA} w berücksichtigt. **Vorschlag:** Klarstellung, dass sich K_{SA} nur auf das Teilportfolio der nicht ausgefallenen Forderungen bezieht (siehe Joint Committee advice on the review of the securitisation prudential framework, December 2022).

- Zudem: **Vereinheitlichung der Zuständigkeiten bei den Aufsichtsbehörden**, so dass für eine Transaktion nur **eine Behörde** abschließend zuständig ist: Kompetenzerweiterung SSM?

Schritt 2 (Basel)

Das aktuelle Rahmenwerk der EU für Verbriefungen stellt eine Marktzutrittsbarriere dar. Der Rückbau dieser Hürde ist eine notwendige Voraussetzung für die Wiederbelebung des Verbriefungsmarktes in Europa. Dies kann nur durch eine grundlegende Überarbeitung des Rahmenwerks gelingen:

- substanziale Vereinfachung der Regelungen zur Kapitalunterlegung auf ein mit anderen Regelungen vergleichbares und für mehr Banken beherrschbares Komplexitätsniveau,
- flexiblere Struktur des formelbasierten Ansatzes, die risikosensitivere Risikogewichte sowie weniger Zielkonflikte und Klippeneffekte erzeugt,
- auf Level 1 anstatt der kaum mehr zu überblickenden Anzahl von Detailregelungen eine stärkere Ausrichtung auf Prinzipien und Zielsetzungen, damit zukünftig für Markt und Aufsicht mehr Flexibilität bei Weiterentwicklung und operativer Umsetzung genutzt werden kann gegeben ist.

IMPROVING REGULATION OF INSURANCE AND ASSET MANAGERS

SOLVENCY II OVERLY CONSERVATIVE FOR INVESTMENTS IN SECURITISATIONS

- Standard Formula seems overly punitive to securitisations and needs recalibrating
- Senior Non-STS capital charges up to 12.5 times STS ones
 - Solvency II makes it unattractive to invest in half the size of the European securitisation market, which is still Non-STS
- Senior Non-STS capital charges same as Mezzanine/Junior ones
 - Equally rated tranches differ fundamentally in risk with seniority.
- Non-STS Mezzanine & Junior capital charges up to 4.8 times STS ones
- STS capital charges are higher than neighbouring instruments
 - Senior STS vs. Covered Bond
 - Non-Senior STS vs. Bonds & Loans

Evidence for above statements can be found in market data and research^[1]

HEATMAP REPRESENTATION OF ARTICLE 178

Delegated Regulation (EU) 2015/35, Title I, Chapter V, Section 5, Subsection 5, Article 178: Spread risk on securitisation positions: calculation of the capital requirement

The capital requirement $SCR_{securitisation}$ for spread risk on securitisation positions shall be equal to the loss in the basic own funds that would result from an instantaneous relative decrease of stress in the value of each securitisation position. Thus, $SCR_{securitisation} = \text{Market value} * \text{Stress (CSQ, Duration)}$. The Stress is calculated in the tables below, for different CQS and durations.

Senior STS vs. Senior Non-STS

Senior Non-STS capital charges seems **overly punitive** (x12.5 for AAA) vs. Senior STS capital charges

Insurers (unlike banks) incur a 'Label risk' in the (remote) event of a loss of the STS label. While not an issue at an individual investment level, it is an issue for a large portfolio, as some criteria of the STS label are subject to interpretation and judgement.

up to x12.5!

Year	Senior STS									Senior Non-STS (same as Non-STS (Other))								
	AAA CQS 0	AA CQS 1	A CQS 2	BBB CQS 3	BB CQS 4	B CQS 5	CCC CQS 6	NR	AAA CQS 0	AA CQS 1	A CQS 2	BBB CQS 3	BB CQS 4	B CQS 5	CCC CQS 6	NR		
1	1.00%	1.20%	1.60%	2.80%	5.60%	9.40%	9.40%	4.60%	12.50%	13.40%	16.60%	19.70%	82.00%	100.00%	100.00%	100.00%		
2	2.00%	2.40%	3.20%	5.60%	11.20%	18.80%	18.80%	9.20%	25.00%	26.80%	33.20%	39.40%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%		
3	3.00%	3.60%	4.80%	8.40%	16.80%	28.20%	28.20%	13.80%	37.50%	40.20%	49.80%	59.10%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%		
4	4.00%	4.80%	6.40%	11.20%	22.40%	37.60%	37.60%	18.40%	50.00%	53.60%	66.40%	78.80%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%		
5	5.00%	6.00%	8.00%	14.00%	28.00%	47.00%	47.00%	23.00%	62.50%	67.00%	83.00%	98.50%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%		
6	5.60%	6.70%	8.80%	15.70%	31.10%	52.30%	52.30%	25.50%	75.00%	80.40%	99.60%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%		
7	6.20%	7.40%	9.60%	17.40%	34.20%	57.60%	57.60%	28.00%	87.50%	93.80%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%		
8	6.80%	8.10%	10.40%	19.10%	37.30%	62.90%	62.90%	30.50%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%		
9	7.40%	8.80%	11.20%	20.80%	40.40%	68.20%	68.20%	33.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%		
10	8.00%	9.50%	12.00%	22.50%	43.50%	73.50%	73.50%	35.50%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%		
11	8.60%	10.00%	12.60%	23.60%	45.70%	74.10%	74.10%	37.30%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%		
12	9.20%	10.50%	13.20%	24.70%	47.90%	74.70%	74.70%	39.10%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%		
13	9.80%	11.00%	13.80%	25.80%	50.10%	75.30%	75.30%	40.90%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%		
14	10.40%	11.50%	14.40%	26.90%	52.30%	75.90%	75.90%	42.70%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%		
15	11.00%	12.00%	15.00%	28.00%	54.50%	76.50%	76.50%	44.50%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%		
16	11.60%	12.50%	15.60%	29.10%	55.10%	77.10%	77.10%	45.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%		
17	12.20%	13.00%	16.20%	30.20%	55.70%	77.70%	77.70%	45.50%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%		
18	12.80%	13.50%	16.80%	31.30%	56.30%	78.30%	78.30%	46.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%		
19	13.40%	14.00%	17.40%	32.40%	56.90%	78.90%	78.90%	46.50%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%		
20	14.00%	14.50%	18.00%	33.50%	57.50%	79.50%	79.50%	47.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%		
21	14.60%	15.00%	18.60%	34.10%	58.10%	80.10%	80.10%	47.50%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%		
22	15.20%	15.50%	19.20%	34.70%	58.70%	80.70%	80.70%	48.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%		
23	15.80%	16.00%	19.80%	35.30%	59.30%	81.30%	81.30%	48.50%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%		
24	16.40%	16.50%	20.40%	35.90%	59.90%	81.90%	81.90%	49.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%		
25	17.00%	17.00%	21.00%	36.50%	60.50%	82.50%	82.50%	49.50%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%		

HEATMAP REPRESENTATION OF ARTICLE 178

¹⁷⁸ Delegated Regulation (EU) 2015/35, Title I, Chapter V, Section 5, Subsection 5, Article 178: Spread risk on securitisation positions: calculation of the capital requirement.

The capital requirement $SCR_{securitisation}$ for spread risk on securitisation positions shall be equal to the loss in the basic own funds that would result from an instantaneous relative decrease of stress in the value of each securitisation position. Thus, $SCR_{securitisation} = \text{Market value} * \text{Stress (CSQ, Duration)}$. The Stress is calculated in the tables below, for different CQS and durations.

Non-STS: Senior = Mezzanine & Junior

For Non-STS, the Senior capital charges
are the **same** as for the...
Mezzanine & Junior capital charges

→ Lack of risk sensitivity in the legislation

The losses under stress that can arise in non-senior tranches increase far faster than in senior tranches, and this behaviour is reflected in market data. While this basic concept is taken into account for STS, it is ignored for Non-STS, where the risk of senior tranches is deemed implausibly identical to the risk of mezzanine or junior tranches.

Why?

HEATMAP REPRESENTATION OF ARTICLE 178

Delegated Regulation (EU) 2015/35, Title I, Chapter V, Section 5, Subsection 5, Article 178: Spread risk on securitisation positions: calculation of the capital requirement

The capital requirement $SCR_{securitisation}$ for spread risk on securitisation positions shall be equal to the loss in the basic own funds that would result from an instantaneous relative decrease of stress in the value of each securitisation position. Thus, $SCR_{securitisation} = \text{Market value} * \text{Stress (CSQ, Duration)}$. The Stress is calculated in the tables below, for different CSQs and durations.

Non-Senior STS vs. Non-Senior Non-STS Up to x4.8!

Non-Senior
Non-STS capital
charges seems
punitive (up to
x4.8 for AAA) vs.
STS capital
charges

Year	Non-Senior STS									Non-Senior Non-STS																		
	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	NR	CQS 0	CQS 1	CQS 2	CQS 3	CQS 4	CQS 5	CQS 6	NR	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	NR				
1	2.80%	3.40%	4.60%	7.90%	15.80%	26.70%	26.70%	9.40%	12.50%	13.40%	16.60%	19.70%	82.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%			
2	5.60%	6.80%	9.20%	15.80%	31.60%	53.40%	53.40%	18.80%	25.00%	26.80%	33.20%	39.40%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%			
3	8.40%	10.20%	13.80%	23.70%	47.40%	80.10%	80.10%	28.20%	37.50%	40.20%	49.80%	59.10%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%			
4	11.20%	13.60%	18.40%	31.60%	63.20%	100.00%	100.00%	37.60%	50.00%	53.60%	66.40%	78.80%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%			
5	14.00%	17.00%	23.00%	39.50%	79.00%	100.00%	100.00%	47.00%	62.50%	67.00%	83.00%	98.50%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%			
6	15.60%	18.90%	25.30%	44.20%	87.80%	100.00%	100.00%	52.30%	75.00%	80.40%	99.60%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%			
7	17.20%	20.80%	27.60%	48.90%	96.60%	100.00%	100.00%	57.60%	87.50%	93.80%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%			
8	18.80%	22.70%	29.90%	53.60%	100.00%	100.00%	100.00%	62.90%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%			
9	20.40%	24.60%	32.20%	58.30%	100.00%	100.00%	100.00%	68.20%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%			
10	22.00%	26.50%	34.50%	63.00%	100.00%	100.00%	100.00%	73.50%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%			
11	23.60%	28.00%	36.10%	66.20%	100.00%	100.00%	100.00%	74.10%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%		
12	25.20%	29.50%	37.70%	69.40%	100.00%	100.00%	100.00%	74.70%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%		
13	26.80%	31.00%	39.30%	72.60%	100.00%	100.00%	100.00%	75.30%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%		
14	28.40%	32.50%	40.90%	75.80%	100.00%	100.00%	100.00%	75.90%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%		
15	30.00%	34.00%	42.50%	79.00%	100.00%	100.00%	100.00%	76.50%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%		
16	31.60%	35.50%	44.10%	82.20%	100.00%	100.00%	100.00%	77.10%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%		
17	33.20%	37.00%	45.70%	85.40%	100.00%	100.00%	100.00%	77.70%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	
18	34.80%	38.50%	47.30%	88.60%	100.00%	100.00%	100.00%	78.30%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	
19	36.40%	40.00%	48.90%	91.80%	100.00%	100.00%	100.00%	78.90%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
20	38.00%	41.50%	50.50%	95.00%	100.00%	100.00%	100.00%	79.50%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
21	39.60%	43.00%	52.10%	96.60%	100.00%	100.00%	100.00%	80.10%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
22	41.20%	44.50%	53.70%	98.20%	100.00%	100.00%	100.00%	80.70%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
23	42.80%	46.00%	55.30%	99.80%	100.00%	100.00%	100.00%	81.30%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
24	44.40%	47.50%	56.90%	101.40%	100.00%	100.00%	100.00%	81.90%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
25	46.00%	49.00%	58.50%	103.00%	100.00%	100.00%	100.00%	82.50%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

HEATMAP REPRESENTATION OF ARTICLE 178

Delegated Regulation (EU) 2015/35, Title I, Chapter V, Section 5, Subsection 5, Article 178: Spread risk on securitisation positions: calculation of the capital requirement

The capital requirement $SCR_{securitisation}$ for spread risk on securitisation positions shall be equal to the loss in the basic own funds that would result from an instantaneous relative decrease of stress in the value of each securitisation position. Thus, $SCR_{securitisation} = \text{Market value} * \text{Stress (CSQ, Duration)}$. The Stress is calculated in the tables below, for different CQS and durations.

Senior STS vs. Bond & Loan

Senior STS, a safer (higher recovery rate under stress) and more liquid instrument than a Bond & Loan has... higher capital charges

Year	Senior STS							
	AAA CQS 0	AA CQS 1	A CQS 2	BBB CQS 3	BB CQS 4	B CQS 5	CCC CQS 6	NR NR
1	1.00%	1.20%	1.60%	2.80%	5.60%	9.40%	9.40%	4.60%
2	2.00%	2.40%	3.20%	5.60%	11.20%	18.80%	18.80%	9.20%
3	3.00%	3.60%	4.80%	8.40%	16.80%	28.20%	28.20%	13.80%
4	4.00%	4.80%	6.40%	11.20%	22.40%	37.60%	37.60%	18.40%
5	5.00%	6.00%	8.00%	14.00%	28.00%	47.00%	47.00%	23.00%
6	5.60%	6.70%	8.80%	15.70%	31.10%	52.30%	52.30%	25.50%
7	6.20%	7.40%	9.60%	17.40%	34.20%	57.60%	57.60%	28.00%
8	6.80%	8.10%	10.40%	19.10%	37.30%	62.90%	62.90%	30.50%
9	7.40%	8.80%	11.20%	20.80%	40.40%	68.20%	68.20%	33.00%
10	8.00%	9.50%	12.00%	22.50%	43.50%	73.50%	73.50%	35.50%
11	8.60%	10.00%	12.60%	23.60%	45.70%	74.10%	74.10%	37.30%
12	9.20%	10.50%	13.20%	24.70%	47.90%	74.70%	74.70%	39.10%
13	9.80%	11.00%	13.80%	25.80%	50.10%	75.30%	75.30%	40.90%
14	10.40%	11.50%	14.40%	26.90%	52.30%	75.90%	75.90%	42.70%
15	11.00%	12.00%	15.00%	28.00%	54.50%	76.50%	76.50%	44.50%
16	11.60%	12.50%	15.60%	29.10%	55.10%	77.10%	77.10%	45.00%
17	12.20%	13.00%	16.20%	30.20%	55.70%	77.70%	77.70%	45.50%
18	12.80%	13.50%	16.80%	31.30%	56.30%	78.30%	78.30%	46.00%
19	13.40%	14.00%	17.40%	32.40%	56.90%	78.90%	78.90%	46.50%
20	14.00%	14.50%	18.00%	33.50%	57.50%	79.50%	79.50%	47.00%
21	14.60%	15.00%	18.60%	34.10%	58.10%	80.10%	80.10%	47.50%
22	15.20%	15.50%	19.20%	34.70%	58.70%	80.70%	80.70%	48.00%
23	15.80%	16.00%	19.80%	35.30%	59.30%	81.30%	81.30%	48.50%
24	16.40%	16.50%	20.40%	35.90%	59.90%	81.90%	81.90%	49.00%
25	17.00%	17.00%	21.00%	36.50%	60.50%	82.50%	82.50%	49.50%

Should be the other way round

CQS 0	Bond & Loan							
	AAA CQS 1	AA CQS 2	A CQS 3	BBB CQS 4	BB CQS 5	B CQS 6	CCC NR	NR
0.90%	1.10%	1.40%	2.50%	4.50%	7.50%	7.50%	3.00%	
1.80%	2.20%	2.80%	5.00%	9.00%	15.00%	15.00%	6.00%	
2.70%	3.30%	4.20%	7.50%	13.50%	22.50%	22.50%	9.00%	
3.60%	4.40%	5.60%	10.00%	18.00%	30.00%	30.00%	12.00%	
4.50%	5.50%	7.00%	12.50%	22.50%	37.50%	37.50%	15.00%	
5.00%	6.10%	7.70%	14.00%	25.00%	41.70%	41.70%	16.70%	
5.50%	6.70%	8.40%	15.50%	27.50%	45.90%	45.90%	18.40%	
6.00%	7.30%	9.10%	17.00%	30.00%	50.10%	50.10%	20.10%	
6.50%	7.90%	9.80%	18.50%	32.50%	54.30%	54.30%	21.80%	
7.00%	8.50%	10.50%	20.00%	35.00%	58.50%	58.50%	23.50%	
7.50%	9.00%	11.00%	21.00%	36.80%	59.00%	59.00%	24.70%	
8.00%	9.50%	11.50%	22.00%	38.60%	59.50%	59.50%	25.90%	
8.50%	10.00%	12.00%	23.00%	40.40%	60.00%	60.00%	27.10%	
9.00%	10.50%	12.50%	24.00%	42.20%	60.50%	60.50%	28.30%	
9.50%	11.00%	13.00%	25.00%	44.00%	61.00%	61.00%	29.50%	
10.00%	11.50%	13.50%	26.00%	44.50%	61.50%	61.50%	30.70%	
10.50%	12.00%	14.00%	27.00%	45.00%	62.00%	62.00%	31.90%	
11.00%	12.50%	14.50%	28.00%	45.50%	62.50%	62.50%	33.10%	
11.50%	13.00%	15.00%	29.00%	46.00%	63.00%	63.00%	34.30%	
12.00%	13.50%	15.50%	30.00%	46.50%	63.50%	63.50%	35.50%	
12.50%	14.00%	16.00%	30.50%	47.00%	64.00%	64.00%	36.00%	
13.00%	14.50%	16.50%	31.00%	47.50%	64.50%	64.50%	36.50%	
13.50%	15.00%	17.00%	31.50%	48.00%	65.00%	65.00%	37.00%	
14.00%	15.50%	17.50%	32.00%	48.50%	65.50%	65.50%	37.50%	
14.50%	16.00%	18.00%	32.50%	49.00%	66.00%	66.00%	38.00%	

HEATMAP REPRESENTATION OF ARTICLE 178

Delegated Regulation (EU) 2015/35, Title I, Chapter V, Section 5, Subsection 5, Article 178: Spread risk on securitisation positions: calculation of the capital requirement

The capital requirement $SCR_{securitisation}$ for spread risk on securitisation positions shall be equal to the loss in the basic own funds that would result from an instantaneous relative decrease of stress in the value of each securitisation position. Thus, $SCR_{securitisation} = \text{Market value} * \text{Stress (CSQ, Duration)}$. The Stress is calculated in the tables below, for different CQS and durations.

CB vs. Senior STS

Covered Bonds have a preferential treatment compared to Senior STS

→ CB pools are less transparent than the ones backing STS securitisation; the 'T' in STS is for Transparent

→ Market data over the last decade does not support a higher liquidity for CB vs. STS ABS

Year	Covered Bond		Senior STS	
	AAA CQS 0	AA CQS 1	AAA CQS 0	AA CQS 1
1	0.70%	0.90%	1.00%	1.20%
2	1.40%	1.80%	2.00%	2.40%
3	2.10%	2.70%	3.00%	3.60%
4	2.80%	3.60%	4.00%	4.80%
5	3.50%	4.50%	5.00%	6.00%
6	4.00%	5.00%	5.60%	6.70%
7	4.50%	5.50%	6.20%	7.40%
8	5.00%	6.00%	6.80%	8.10%
9	5.50%	6.50%	7.40%	8.80%
10	6.00%	7.00%	8.00%	9.50%
11	6.50%	7.50%	8.60%	10.00%
12	7.00%	8.00%	9.20%	10.50%
13	7.50%	8.50%	9.80%	11.00%
14	8.00%	9.00%	10.40%	11.50%
15	8.50%	9.50%	11.00%	12.00%
16	9.00%	10.00%	11.60%	12.50%
17	9.50%	10.50%	12.20%	13.00%
18	10.00%	11.00%	12.80%	13.50%
19	10.50%	11.50%	13.40%	14.00%
20	11.00%	12.00%	14.00%	14.50%
21	11.50%	12.50%	14.60%	15.00%
22	12.00%	13.00%	15.20%	15.50%
23	12.50%	13.50%	15.80%	16.00%
24	13.00%	14.00%	16.40%	16.50%
25	13.50%	14.50%	17.00%	17.00%

AAA, up to x1.43!

AA, up to x1.33!

HEATMAP REPRESENTATION OF ARTICLE 178

Delegated Regulation (EU) 2015/35, Title I, Chapter V, Section 5, Subsection 5, Article 178: Spread risk on securitisation positions: calculation of the capital requirement

The capital requirement $SCR_{securitisation}$ for spread risk on securitisation positions shall be equal to the loss in the basic own funds that would result from an instantaneous relative decrease of stress in the value of each securitisation position. Thus, $SCR_{securitisation} = \text{Market value} * \text{Stress (CSQ, Duration)}$. The Stress is calculated in the tables below, for different CQS and durations.

Senior STS vs. Non-Senior STS

How a recalibration could look like for STS tranches, for both Senior and Non-Senior.

→ At AAA level,
Senior STS = CB

up to x1.5 (not x2.8)



Year	Senior STS									Non-Senior STS								
	AAA CQS 0	AA CQS 1	A CQS 2	BBB CQS 3	BB CQS 4	B CQS 5	CCC CQS 6	NR	AAA CQS 0	AA CQS 1	A CQS 2	BBB CQS 3	BB CQS 4	B CQS 5	CCC CQS 6	NR		
1	0.90%	1.10%	1.40%	2.50%	4.50%	7.50%	7.50%	3.00%	1.40%	1.70%	2.10%	3.80%	6.80%	11.30%	11.30%	4.50%		
2	1.80%	2.20%	2.80%	5.00%	9.00%	15.00%	15.00%	6.00%	2.70%	3.30%	4.20%	7.50%	13.50%	22.50%	22.50%	9.00%		
3	2.70%	3.30%	4.20%	7.50%	13.50%	22.50%	22.50%	9.00%	4.10%	5.00%	6.30%	11.30%	20.30%	33.80%	33.80%	13.50%		
4	3.60%	4.40%	5.60%	10.00%	18.00%	30.00%	30.00%	12.00%	5.40%	6.60%	8.40%	15.00%	27.00%	45.00%	45.00%	18.00%		
5	4.50%	5.50%	7.00%	12.50%	22.50%	37.50%	37.50%	15.00%	6.80%	8.30%	10.50%	18.80%	33.80%	56.30%	56.30%	22.50%		
6	5.00%	6.10%	7.70%	14.00%	25.00%	41.70%	41.70%	16.70%	7.50%	9.20%	11.60%	21.00%	37.50%	62.60%	62.60%	25.10%		
7	5.50%	6.70%	8.40%	15.50%	27.50%	45.90%	45.90%	18.40%	8.30%	10.10%	12.60%	23.30%	41.30%	68.90%	68.90%	27.60%		
8	6.00%	7.30%	9.10%	17.00%	30.00%	50.10%	50.10%	20.10%	9.00%	11.00%	13.70%	25.50%	45.00%	75.20%	75.20%	30.20%		
9	6.50%	7.90%	9.80%	18.50%	32.50%	54.30%	54.30%	21.80%	9.80%	11.90%	14.70%	27.80%	48.80%	81.50%	81.50%	32.70%		
10	7.00%	8.50%	10.50%	20.00%	35.00%	58.50%	58.50%	23.50%	10.50%	12.80%	15.80%	30.00%	52.50%	87.80%	87.80%	35.30%		
11	7.50%	9.00%	11.00%	21.00%	36.80%	59.00%	59.00%	24.70%	11.30%	13.50%	16.50%	31.50%	55.20%	88.50%	88.50%	37.10%		
12	8.00%	9.50%	11.50%	22.00%	38.60%	59.50%	59.50%	25.90%	12.00%	14.30%	17.30%	33.00%	57.90%	89.30%	89.30%	38.90%		
13	8.50%	10.00%	12.00%	23.00%	40.40%	60.00%	60.00%	27.10%	12.80%	15.00%	18.00%	34.50%	60.60%	90.00%	90.00%	40.70%		
14	9.00%	10.50%	12.50%	24.00%	42.20%	60.50%	60.50%	28.30%	13.50%	15.80%	18.80%	36.00%	63.30%	90.80%	90.80%	42.50%		
15	9.50%	11.00%	13.00%	25.00%	44.00%	61.00%	61.00%	29.50%	14.30%	16.50%	19.50%	37.50%	66.00%	91.50%	91.50%	44.30%		
16	10.00%	11.50%	13.50%	26.00%	44.50%	61.50%	61.50%	30.70%	15.00%	17.30%	20.30%	39.00%	66.80%	92.30%	92.30%	46.10%		
17	10.50%	12.00%	14.00%	27.00%	45.00%	62.00%	62.00%	31.90%	15.80%	18.00%	21.00%	40.50%	67.50%	93.00%	93.00%	47.90%		
18	11.00%	12.50%	14.50%	28.00%	45.50%	62.50%	62.50%	33.10%	16.50%	18.80%	21.80%	42.00%	68.30%	93.80%	93.80%	49.70%		
19	11.50%	13.00%	15.00%	29.00%	46.00%	63.00%	63.00%	34.30%	17.30%	19.50%	22.50%	43.50%	69.00%	94.50%	94.50%	51.50%		
20	12.00%	13.50%	15.50%	30.00%	46.50%	63.50%	63.50%	35.50%	18.00%	20.30%	23.30%	45.00%	69.80%	95.30%	95.30%	53.30%		
21	12.50%	14.00%	16.00%	30.50%	47.00%	64.00%	64.00%	36.00%	18.80%	21.00%	24.00%	45.80%	70.50%	96.00%	96.00%	54.00%		
22	13.00%	14.50%	16.50%	31.00%	47.50%	64.50%	64.50%	36.50%	19.50%	21.80%	24.80%	46.50%	71.30%	96.80%	96.80%	54.80%		
23	13.50%	15.00%	17.00%	31.50%	48.00%	65.00%	65.00%	37.00%	20.30%	22.50%	25.50%	47.30%	72.00%	97.50%	97.50%	55.50%		
24	14.00%	15.50%	17.50%	32.00%	48.50%	65.50%	65.50%	37.50%	21.00%	23.30%	26.30%	48.00%	72.80%	98.30%	98.30%	56.30%		
25	14.50%	16.00%	18.00%	32.50%	49.00%	66.00%	66.00%	38.00%	21.80%	24.00%	27.00%	48.80%	73.50%	99.00%	99.00%	57.00%		

HEATMAP REPRESENTATION OF ARTICLE 178

Delegated Regulation (EU) 2015/35, Title I, Chapter V, Section 5, Subsection 5, Article 178: Spread risk on securitisation positions: calculation of the capital requirement

The capital requirement $SCR_{securitisation}$ for spread risk on securitisation positions shall be equal to the loss in the basic own funds that would result from an instantaneous relative decrease of stress in the value of each securitisation position. Thus, $SCR_{securitisation} = \text{Market value} * \text{Stress (CSQ, Duration)}$. The Stress is calculated in the tables below, for different CQS and durations.

Senior Non-STS vs. Non-Senior Non-STS up to x1.5 (not x12.5)

How a recalibration could look like for Non-STS tranches, for both Senior and Non-Senior.

→ Senior Non-STS = x1.33 Senior STS

Year	Senior Non-STS									Non-senior Non-STS								
	AAA CQS 0	AA CQS 1	A CQS 2	BBB CQS 3	BB CQS 4	B CQS 5	CCC CQS 6	NR	AAA CQS 0	AA CQS 1	A CQS 2	BBB CQS 3	BB CQS 4	B CQS 5	CCC CQS 6	NR		
1	1.20%	1.40%	1.80%	3.30%	5.90%	9.80%	9.80%	3.90%	1.80%	2.10%	2.70%	5.00%	8.90%	14.70%	14.70%	5.90%		
2	2.30%	2.90%	3.60%	6.50%	11.70%	19.50%	19.50%	7.80%	3.50%	4.40%	5.40%	9.80%	17.60%	29.30%	29.30%	11.70%		
3	3.50%	4.30%	5.50%	9.80%	17.60%	29.30%	29.30%	11.70%	5.30%	6.50%	8.30%	14.70%	26.40%	44.00%	44.00%	17.60%		
4	4.70%	5.70%	7.30%	13.00%	23.40%	39.00%	39.00%	15.60%	7.10%	8.60%	11.00%	19.50%	35.10%	58.50%	58.50%	23.40%		
5	5.90%	7.20%	9.10%	16.30%	29.30%	48.80%	48.80%	19.50%	8.90%	10.80%	13.70%	24.50%	44.00%	73.20%	73.20%	29.30%		
6	6.50%	7.90%	10.00%	18.20%	32.50%	54.20%	54.20%	21.70%	9.80%	11.90%	15.00%	27.30%	48.80%	81.30%	81.30%	32.60%		
7	7.20%	8.70%	10.90%	20.20%	35.80%	59.70%	59.70%	23.90%	10.80%	13.10%	16.40%	30.30%	53.70%	89.60%	89.60%	35.90%		
8	7.80%	9.50%	11.80%	22.10%	39.00%	65.10%	65.10%	26.10%	11.70%	14.30%	17.70%	33.20%	58.50%	97.70%	97.70%	39.20%		
9	8.50%	10.30%	12.70%	24.10%	42.30%	70.60%	70.60%	28.30%	12.80%	15.50%	19.10%	36.20%	63.50%	100.00%	100.00%	42.50%		
10	9.10%	11.10%	13.70%	26.00%	45.50%	76.10%	76.10%	30.60%	13.70%	16.70%	20.60%	39.00%	68.30%	100.00%	100.00%	45.90%		
11	9.80%	11.70%	14.30%	27.30%	47.80%	76.70%	76.70%	32.10%	14.70%	17.60%	21.50%	41.00%	71.70%	100.00%	100.00%	48.20%		
12	10.40%	12.40%	15.00%	28.60%	50.20%	77.40%	77.40%	33.70%	15.60%	18.60%	22.50%	42.90%	75.30%	100.00%	100.00%	50.60%		
13	11.10%	13.00%	15.60%	29.90%	52.50%	78.00%	78.00%	35.20%	16.70%	19.50%	23.40%	44.90%	78.80%	100.00%	100.00%	52.80%		
14	11.70%	13.70%	16.30%	31.20%	54.90%	78.70%	78.70%	36.80%	17.60%	20.60%	24.50%	46.80%	82.40%	100.00%	100.00%	55.20%		
15	12.40%	14.30%	16.90%	32.50%	57.20%	79.30%	79.30%	38.40%	18.60%	21.50%	25.40%	48.80%	85.80%	100.00%	100.00%	57.60%		
16	13.00%	15.00%	17.60%	33.80%	57.90%	80.00%	80.00%	39.90%	19.50%	22.50%	26.40%	50.70%	86.90%	100.00%	100.00%	59.90%		
17	13.70%	15.60%	18.20%	35.10%	58.50%	80.60%	80.60%	41.50%	20.60%	23.40%	27.30%	52.70%	87.80%	100.00%	100.00%	62.30%		
18	14.30%	16.30%	18.90%	36.40%	59.20%	81.30%	81.30%	43.00%	21.50%	24.50%	28.40%	54.60%	88.80%	100.00%	100.00%	64.50%		
19	15.00%	16.90%	19.50%	37.70%	59.80%	81.90%	81.90%	44.60%	22.50%	25.40%	29.30%	56.60%	89.70%	100.00%	100.00%	66.90%		
20	15.60%	17.60%	20.20%	39.00%	60.50%	82.60%	82.60%	46.20%	23.40%	26.40%	30.30%	58.50%	90.80%	100.00%	100.00%	69.30%		
21	16.30%	18.20%	20.80%	39.70%	61.10%	83.20%	83.20%	46.80%	24.50%	27.30%	31.20%	59.60%	91.70%	100.00%	100.00%	70.20%		
22	16.90%	18.90%	21.50%	40.30%	61.80%	83.90%	83.90%	47.50%	25.40%	28.40%	32.30%	60.50%	92.70%	100.00%	100.00%	71.30%		
23	17.60%	19.50%	22.10%	41.00%	62.40%	84.50%	84.50%	48.10%	26.40%	29.30%	33.20%	61.50%	93.60%	100.00%	100.00%	72.20%		
24	18.20%	20.20%	22.80%	41.60%	63.10%	85.20%	85.20%	48.80%	27.30%	30.30%	34.20%	62.40%	94.70%	100.00%	100.00%	73.20%		
25	18.90%	20.80%	23.40%	42.30%	63.70%	85.80%	85.80%	49.40%	28.40%	31.20%	35.10%	63.50%	95.60%	100.00%	100.00%	74.10%		

SECURITISATION REGULATION

ARTICLE 5

- Regulatory ruling regarding due diligence appears disproportionate compared to other asset classes
- Limiting by strict applicability to third country sell side
- Certification for Asset Managers could release mandating investors from checks and balances of asset manager
- A 30 day post asset onboarding due diligence allowance with selling obligation when not fulfilled could help improve liquidity of the asset class

SECURITISATION REGULATION

ARTICLE 6

- Strict regulation limiting investments into third countries
 - Carve out needed taking more general approach to alignment of interest
 - U.S. Securitisations only partly E.U.-eligible

SECURITISATION REGULATION

ARTICLE 7

- Reporting Standards & ESMA Templates need no amendments but simplification
 - For private transactions, a much leaner process should do the job
- Lack of clarity for third-country transactions
 - Implicit 'market' ban of European Investors to third-country securitisations
- Disproportionate compared to other asset classes
- Industry (Originator & Investor) should develop own simplified standard together with regulator

BAN OF INSURERS FROM STS

- Investor landscape fragmentation as insurers are banned from participating unfunded in STS. Only public entities, and no private entities, are allowed to provide unfunded guarantees
- Insurers ask for
 - To allow a Bank Letter of Credit (LOC) as alternative to third-party cash collateral deposit
 - To adapt Level 1 Text to be release insurers from funding obligation (indeed, insurers are not hedged funds and are highly regulated, thereby there is no need to collateralise their obligations to banks)

LACK OF LIQUIDITY OF SECURITISATION MARKET

- ECB eligibility reduced free market liquidity
- LCR
 - Improve LCR eligibility for Non-Senior tranches
- Improve Regulation for Risk Transfer from Banks' Trading Books
 - Reduce Maturity Mismatch Penalty
- A 30 day post asset onboarding Article 5 due diligence allowance with selling obligation when not fulfilled could help improve liquidity of the asset class

CORRECT STIGMATISATION OF SECURITISATION IN RULEMAKING

- Numerous Regulation is redundant or stigmatising Securitisation
 - AIFMD (2011/61/EU) vs. SecReg
 - BaFin Rundschreiben 11/2017 (VA) vs. SecReg

POLITICAL MOTIVATION NEEDS CLARITY

- Public Repositories helpful
 - But data quality issues
 - Private Market quite opaque
 - More initiative by private markets needed for more transparency on their overall investments providing clarity on:
 - Country of risk
 - Asset class



EU-Vorgaben und nationales Recht

EU-Vorgaben seit 2019...

- ..., allerdings ist in der Verbriefungsverordnung nicht geregelt, nach welchen Rechtsvorschriften Verbriefungstransaktionen in den Mitgliedsstaaten durchgeführt werden

Nationales Recht – Deutschland kennt im Gegensatz zu z. B. Luxemburg, Italien, Spanien und Frankreich keine eigene Verbriefungsgesetzgebung

- Forderungsverkauf nach allgemeinen Regeln des BGB
- True Sale nach InsO
- Besteuerung nach AO, KStG, etc.

Deutsches Verbriefungsrahmenwerk

Schaffen eines nationalen Verbriefungsgesetzes

- Beseitigung von rechtlichen Unsicherheiten bei True Sale, Insolvenzanfechtung, Gewerbesteuer
- Einführen von deutschen Verbriefungszweckgesellschaften
- Ermöglichen neuer Assetklassen, insbesondere Lizenzen (SaaS; Subscription Business)

⇒ Vorschläge leisten einen Beitrag zur Wiederbelebung der Verbriefungsmärkte im Rahmen der Europäischen Kapitalmarktunion und der Stärkung des Finanzstandorts Deutschlands; insbesondere erfordern sie keine Subventionen und sind neutral für das Steueraufkommen.

⇒ Vorschläge können durch Vereinheitlichungsinitiativen auf EU-Ebene in Form der Setzung von Mindeststandards und/oder eines optionalen Rahmenwerks flankiert oder auch vertieft werden

Verbriefungsplattform

Dualen Transformationsprozess
unterstützen

Narrativ

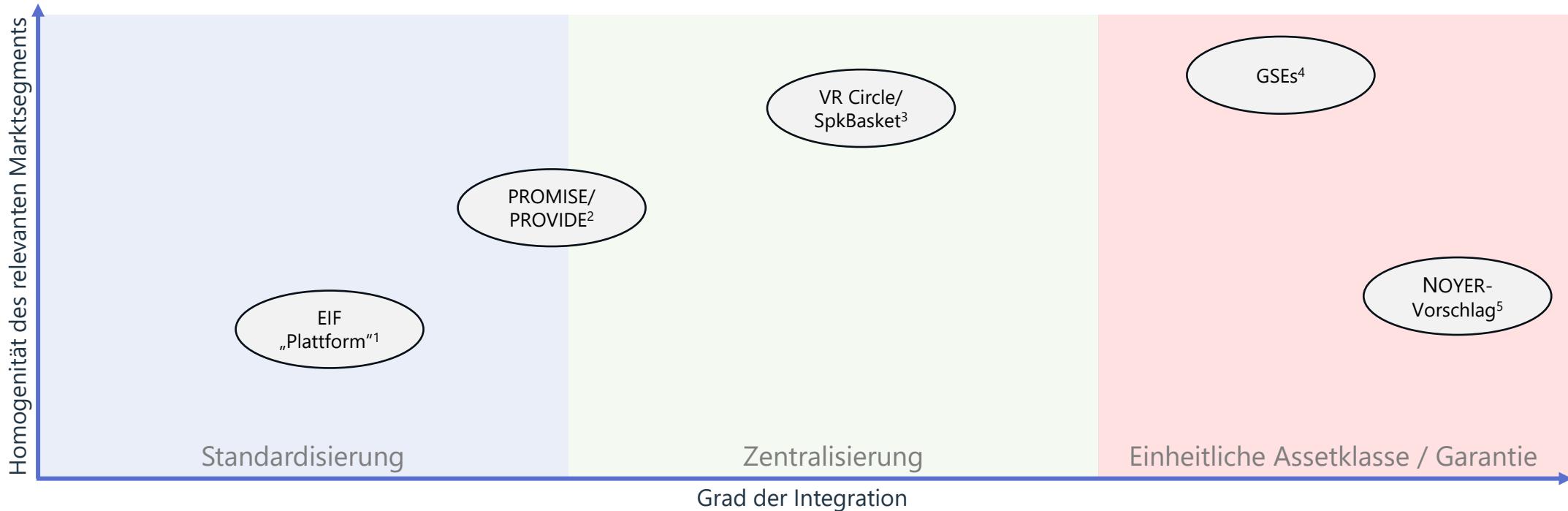
**Unterstützung duale
Transformation**

Verbriefung als Brücke
zwischen
Bankfinanzierung und
Kapitalmarkt.

Inhalt

- Ziel: Belebung des Verbriefungsmarktes, ausgerichtet auf die Zukunft
- Beitrag einer Verbriefungsplattform:
 - Hürden und Markteintrittsbarrieren reduzieren
 - Standardisierung fördern
 - Effizienzen heben / Transaktionskosten reduzieren
- Voraussetzung:
 - Verbriefungsplattform muss dort ansetzen, wo der Markt nicht funktioniert
 - Mehrwert für Originatoren und Investoren
 - Marktkonforme Lösung
- Zeithorizont:
 - nach wirksam werden von regulatorischen Anpassungen,
 - Falls noch notwendig, Prüfung auf mittlere Frist

Einordnung bekannter Verbriefungsplattformen



¹ Stark heterogenes Marktsegment (länderübergreifend, verschiedene Assetklassen); Standardisierung von Dokumentation und Struktur.

² Eher homogenes Marktsegment (i.W. Deutschland, jeweils eine Assetklasse); Standardisierung von Dokumentation, Struktur, Reporting

³ Eher homogenes Marktsegment (Verbundintern); Standardisierung von Dokumentation, Struktur, Reporting etc.; Zentralisierung bei jeweiligem Zentralinstitut.

⁴ Homogenes Marktsegment (ein Land, eine Assetklasse); Standardisierung von Dokumentation, Struktur, Reporting.

⁵ Äußerst heterogener Markt (länderübergreifend, Assetklasse: tbd); maximale Integration mit Garantie(n).

Was kann eine Verbriefungsplattform (nicht) erreichen?

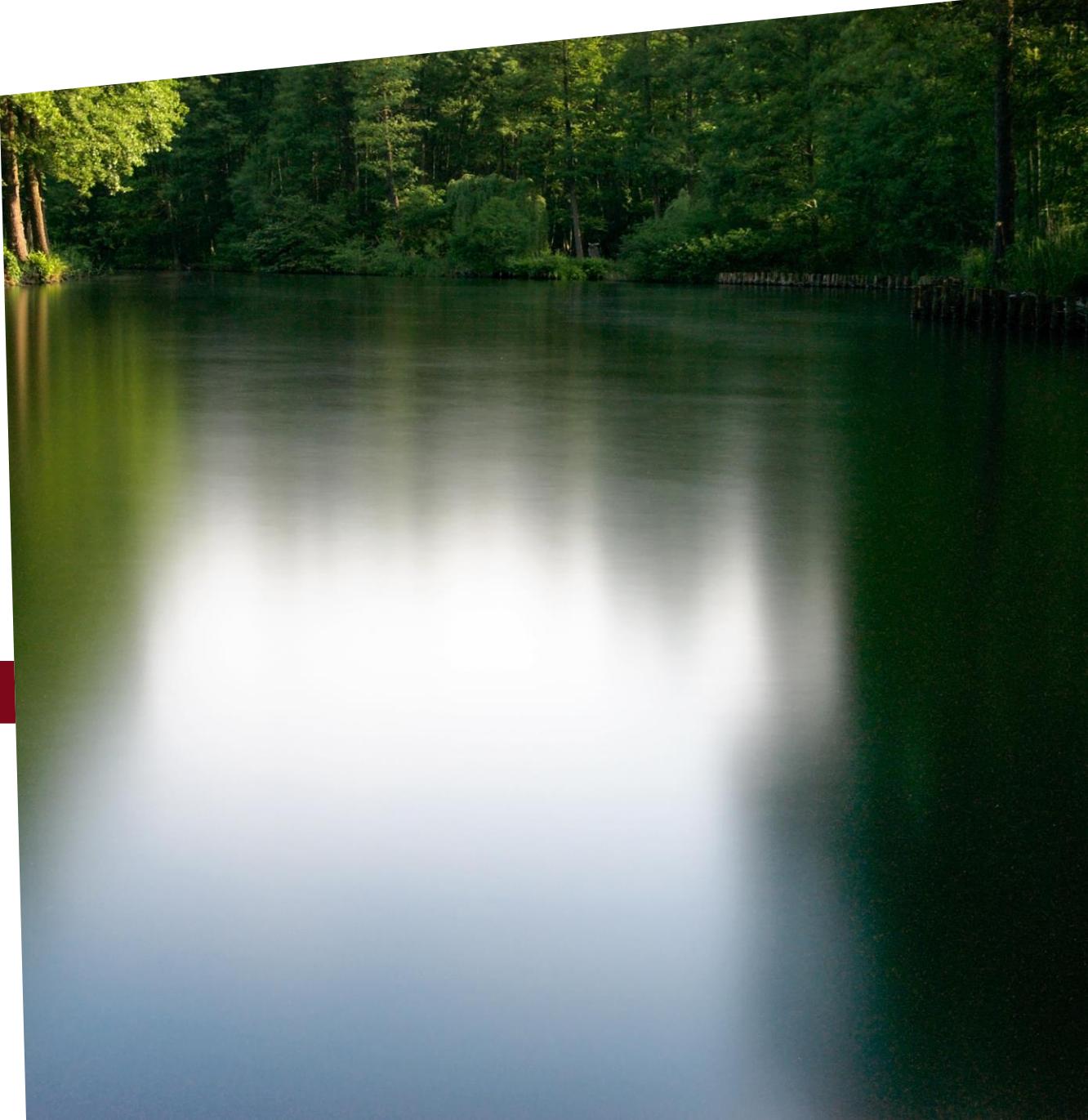
Mehrwert	Maßnahmen	Bewertung
Reduzierung von Transaktionskosten	<ul style="list-style-type: none"> Standardisierung von Struktur und Dokumentation (separat für TrueSale und Syntheten) Einheitliche Datenanforderungen Abnahme SRT-Prozess Vordefinierte Auswahlkriterien Einheitliche IT Zentriertes Know-how/rechtliche Expertise 	<ul style="list-style-type: none"> + Zugang für kleinere Originatoren / Investoren ermöglichen + Investorenbasis stärken + Zugang zu neuen Assetklassen + Marktliquidität steigt - Bedarf größerer Originatoren fraglich - Standardisierung herausfordernd (gleiche Ratingsysteme, gleiche Kreditvergabeprozesse, einheitliche rechtliche Grundlagen wären erforderlich) - enges Korsett, geringe Flexibilität
Transparenz verbessern	<ul style="list-style-type: none"> Standardisiertes, bedarfsgerechtes vereinheitlichtes Reporting Standardisierung von Dokumentation Güteindikator 	<ul style="list-style-type: none"> - eingeschränkte Flexibilität
Abbau Stigma – Vertrauen, Akzeptanz stärken	<ul style="list-style-type: none"> Bessere interne / extern Kommunikation Reduzierung Komplexität Sicherheit erhöhen (Garantien, Anschub durch staatliche Institutionen) 	<ul style="list-style-type: none"> - Garantien: Gefahr crowding-out bestehender Investoren/Assetklassen,



Preisdruck aus Sicht des Investors

Grüne Verbriefungen

Katalysator der Transformationsfinanzierung



Marktstandards

Investorenspezifisch

Investoren

- Ausgabe von ESG-Fragebögen an Investoren sehr verbreitet
- Diverse Konzepte zur fortlaufenden Bewertung des grünen Impacts

EIB / EIF

- EIB/EIF-Ansatz zur Einordnung grüner Investments
- Use-of-Proceeds Ansatz für neue grüne Projekte
- EU-Taxonomie-Konformität
- Bilaterale Retrozessions- und Verpflichtungsvereinbarung
- Invest EU Green Securitisation – 100% green portfolios

Green Labels (privat)

ICMA Green Bond Principles

- Guidelines zur Förderung von Transparenz und Berichterstattung von Emittenten an Stakeholder
- Use-of-proceeds Ansatz für geeignete grüne Projekte
- Zertifizierung des Finance Frameworks durch Second-Party-Opinion



Climate Bond Initiative

- CBI-Standard & Zertifizierungsschema
- Eindeutige Kriterien zur Überprüfung der zur grünen Zertifizierung notwendigen Kriterien
- Use-of-proceeds Ansatz



EU-Regulierung

EU Green Bond Standard (ab 21.12.2024)

- Erstes regulatorisches Rahmenwerk für grüne Anleihen weltweit
- Beinhaltet Vorschriften für grüne Verbriefungen
- Use-of-Proceeds Ansatz in Übereinstimmung mit der EU-Taxonomie
- Synthetische Verbriefungen sind nicht erfasst – nur True Sale Verbriefungen können EU GBS erlangen
- Zertifizierung nach EU GBS sieht die zwingende Verpflichtung zur Erstellung eines Prospekts nach der Prospektverordnung vor
- Fortlaufende Dokumentations- und Kontrollpflichten nach Emission der Verbriefung

ICMA GBP ist der derzeitige Marktstandard – der EU GBS hat das Potenzial, der neue Goldstandard zu werden

Bestehende ESG Reporting-Vorschriften

Unternehmensebene

- Taxonomie-Verordnung
- Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR)
- Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) - European Sustainability Reporting Standards
- CSDDD – Lieferkettenrichtline
- CRR (Art. 449a)

Produktebene

- Verbriefungsverordnung (Art. 22(4))
- ESMA
- PAI-Score: Principle Adverse Impact (SFDR)
- Use-Of-Proceeds (z.B. EU GBS, ICMA GBP)
- Energy Performance Certificates (EPC)
- SFDR
- Taxonomie-Verordnung

Es besteht eine Vielzahl an ESG-Reporting Vorschriften, die aufeinander abgestimmt werden sollten.

Ausgewählte Transaktionen im Sektor „grüne Verbriefungen“

Bereits heute tragen Verbriefungen zur Finanzierung der Transformation bei

Public (exemplarisch)

Green Lion (2023)

- Niederländische RMBS
- Grüne Assets + Use-of-Proceeds
- Volumen: €894m
- Zertifiziert nach den ICMA GBP**



Green Storm (2016 - 2023)

- Niederländische RMBS
- Grüne Assets + Use-of-Proceeds
- Volumen €470m
- Zertifiziert nach dem CBI-Standard**



Koromo Italy (2023)

- Darlehen für KFZ mit hybriden Antrieben
- Volumen: €470m
- Keine Zertifizierung**



Vantage Data Centers (2024)

- Use-of-Proceeds Ansatz
- Volumen: £600m
- Rechenzentren in UK
- Finance Framework mit Second-Party Opinion nach ICMA GBP**



Unión de Créditos Prado XI (2023)

- Joint Venture von Banco Santander und BNP Paribas
- Volumen: €490m
- Spanische und portugiesische RMBS
- Green Bond Framework von Sustainalytics**



Privat (exemplarisch)

LBBW

- Synthetische Verbriefung (SRT) eines Corporate Loan-Portfolios sowie Commitment über neue Finanzierungen iHv € 350m in Solaranlagen und Windparks
- Volumen: €3.2 Mrd.
- Keine Zertifizierung oder grünes Label**



Enpal (2022-2023)

- Warehouse-Facilities für Absatzfinanzierung von Solaranlagen und Wärmepumpen
- € 1.7 Mrd. Volumen in 3 Transaktionen
- Keine Zertifizierung oder grünes Label**

Zolar (2024)

- Warehouse-Facility für Absatzfinanzierung von Solaranlagen
- Volumen: €100m
- Keine Zertifizierung oder grünes Label**



AIRA (2024)

- Warehouse-Facility für Absatzfinanzierung von Wärmepumpen
- Volumen: €200m
- Keine Zertifizierung oder grünes Label**



Hometree (2024)

- Warehouse-Facilities für Absatzfinanzierung von Solaranlagen, Batterien und Wärmepumpen
- Volumen: £250m
- Keine Zertifizierung oder grünes Label**

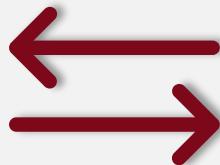


Originatoren- und Investorensicht

Wie blicken Originatoren und Investoren in Deutschland derzeit auf grüne Verbriefungen?

Originatoren

- **First Mover** - Möglichkeit den Markt zu prägen
- **Public Relations Tool** (Shareholder/Kunden/Investoren)
- Adressierung **neuer** Investorengruppen
- Bisher **kein** Vorteil im Pricing
- **Komplexität** insbesondere Regulierung als Hemmschuh
- **Mangel an „grünen“ Assets** – insbesondere Konformität mit EU-Taxonomie
- Verbriefung grüner Assets führt zu einem Restpool „**brauner**“ **Assets**
- **Headline-Risiko**



Investoren

- Nachfrage nach ESG-aligned Investitionen grundsätzlich vorhanden
- Aber: Derzeit im Markt **kein Fokus** auf grün gelabelte Investments
- Markt ist insgesamt wenig entwickelt – **Unsicherheit** der Marktteilnehmer
- „Grün“ ist derzeit „**nice to have**“ – Struktur und Qualität der Assets ist wichtiger
- Interne ESG-Strategien als **Impulsgeber** – ESG Reporting mittlerweile weit verbreitet
- Investitionsbedarf ergibt sich zukünftig auch aus **regulatorischen Vorgaben** (z.B. CSRD)

Impulse für die grüne Transformation - Verbriefungen

1

Verbriefungen tragen bereits heute dazu bei, den enormen Finanzierungsbedarf der grünen Transformation zu stillen, aber es gibt noch keinen „Markt“ dafür

2

EIB/EIF als Brückenbauer hin zu einem entwickelten Markt

3

Bei ESG Reporting-Vorschriften besteht Harmonisierungsbedarf („weniger ist mehr“)

4

Einbeziehung synthetischer Verbriefungen in den EU Green Bond Standard

5

Konformitätsnachweis mit EU-Taxonomie als praktische Hürde für EU GBS