





Bericht

# Europas Wettbewerbsfähigkeit stärken: Chancen durch Verbriefungen nutzen

September 2024

## **Impressum**

Jan-Peter Hülbert

Geschäftsführer

Telefon: +49 69 2992 1730

[jan-peter.huelbert@tsi-gmbh.de](mailto:jan-peter.huelbert@tsi-gmbh.de)

Christian Fahrholz

Direktor

Telefon: +49 151 1528 9609

[christian.fahrholz@tsi-gmbh.de](mailto:christian.fahrholz@tsi-gmbh.de)

True Sale International GmbH

Mainzer Landstraße 61

60329 Frankfurt am Main

Telefon: +49 69 2992-170

[www.true-sale-international.de](http://www.true-sale-international.de)

USt.-IdNr. DE237464640

HR AG Frankfurt/Main, RNR. HRB 73065

LR-Nr. R001019

Michaela Zattler

Leiterin Bankenaufsicht und Bilanzierung

Telefon: +49 30 1663 2115

[michaela.zattler@bdb.de](mailto:michaela.zattler@bdb.de)

Nicole Quade

Director

Telefon: +49 30 1663 2130

[nicole.quade@bdb.de](mailto:nicole.quade@bdb.de)

Bundesverband deutscher Banken e. V.

Burgstraße 28

10178 Berlin

Telefon: +49 30 1663-0

[www.bankenverband.de](http://www.bankenverband.de)

USt.-IdNr. DE201591882

LR-Nr. R001458

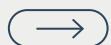
# Europas Wettbewerbsfähigkeit stärken: Chancen durch Verbriefungen nutzen

**Abschlussbericht der „Taskforce“ Verbriefungen**

Überreicht durch Herrn Dr. Manfred Knof,  
Vorstandsvorsitzender der Commerzbank AG,  
an das Bundesministerium der Finanzen  
am 16. September 2024 in der ESMT Berlin

# Executive Summary

Sep 2024



Verbriefungen verbinden die stark bankbasierte Finanzierung der europäischen Wirtschaft mit den Kapitalmärkten, erweitern das Anlagepektrum für Investoren und sind ein unverzichtbares Instrument, um Investitionen in die grüne und digitale Transformation finanzieren zu können. Angesichts ihrer Bedeutung für ein wettbewerbsstarkes und strategisch unabhängiges Europa hat sich inzwischen auch die europäische und nationale Politik darauf verständigt, den aktuell viel zu kleinen und Liquiditätsschwachen europäischen Verbriefungsmarkt zu stärken. Mit dem vorliegenden Bericht verfolgt die Initiative das Ziel, einen wichtigen Beitrag zu dieser Diskussion zu leisten und den politischen Entscheidungsträgern substanzielle Informationen, Zusammenhänge und Vorschläge an die Hand zu geben.

Insbesondere sollen mit diesem Bericht und den darin enthaltenen Anpassungsvorschlägen das Vertrauen in das Verbriefungsinstrument gestärkt und Wege aufgezeigt werden, wie durch eine erweiterte Investorenbasis und eine Erhöhung der Liquidität privates Kapital mobilisiert werden kann. Banken können hierbei ausgewogene Vorschläge machen, da sie einerseits die Perspektive als Originator (Urheber) einnehmen, aber

andererseits auch als Investor auftreten und somit auch diese Seite beleuchten.

Einer Stärkung des europäischen Verbriefungsmarkts steht aktuell eine überbordende Regulierung entgegen, die sich im Ergebnis in hohen Transaktionskosten für Originatoren wie für Investoren niederschlägt. Die Folge: Investoren sind in andere Anlageformen ausgewichen, die Marktteilnahme ist gering und die Attraktivität von Verbriefungen als Finanzierungsinstrument für die Realwirtschaft hat stark gelitten. Der vorliegende Bericht macht deutlich, dass es die eine große Lösung nicht gibt, sondern es einer ganzen Reihe von Nachbesserungen an verschiedenen Stellen der Regulierung bedarf, um den Verbriefungsmarkt nachhaltig zu stärken. Eine halbherzige Umsetzung nur einzelner Vorschläge würde keinen nennenswerten Erfolg erzielen.

Konkret stellen hohe Transaktionskosten eine große Markteintrittsbarriere dar, da sie die Wirtschaftlichkeit von Verbriefungen erheblich beeinträchtigen – deshalb sieht der Bericht die Senkung dieser Kosten als entscheidend an, um die Attraktivität des Verbriefungsinstruments zu erhöhen. Verantwortlich für die hohen Kosten ist in erster Linie die Verbriefungsverordnung, die in ihrer bisherigen Form zwar grundsätzlich in die richtige Richtung zielt, in der Praxis aber zu komplizierten Prozessen und übermäßigen Reportinganforderungen führt. An welcher Stelle die Verbriefungsverordnung vereinfacht werden kann, stellt dieser Bericht en détail dar: Eine ganze Reihe von zweckmäßigen Vereinfachungsvorschlägen zeigt Wege auf, wie die Prozesse für Banken, Leasinggesellschaften und Wirtschaftsunternehmen als Originatoren einerseits und für die Investoren andererseits erleichtert werden können.

Um die verschiedenen Segmente des EU-Verbriefungsmarkts langfristig auch für weitere Investoren attraktiv zu gestalten und die Marktaktivität zu erhöhen, sollten in einem ersten Schritt Banken, die insbesondere als Originatoren von Bilanzverbriefungen und als Investoren von Öffentlichen ABS-Transaktionen und privaten Verbriefungen auftreten, - neben der identifizierten zielgerichteten Vereinfachung der Regulierung - durch folgende Maßnahmen gestärkt werden:

- 01** Perspektivisch muss der Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht den Ansatz zur Errechnung der Eigenkapitalanforderungen komplett überarbeiten, um überproportional hohe Kapitalanforderungen abzusenken. Als Übergangslösung schlägt der Bericht unter anderem Anpassungen vor, die die Eigenkapitalunterlegung für die risikoarmen Tranchen reduzieren. Die Erleichterung für Verbriefungen bei der Berechnung des Output Floors sollte beibehalten werden.
- 02** Prozesse zur aufsichtlichen Prüfung (SRT-Prozesse) sollten verschlankt werden. Dies gilt insbesondere für Verbriefungen, deren Prozesse immer wieder nach demselben Schema ablaufen.
- 03** Verbriefungen für Bankinvestoren gilt es durch bessere Anrechenbarkeit in bankaufsichtlichen Liquiditätsmaßen (LCR) attraktiver zu machen.

Die Investorenbasis muss allerdings noch über die Banken hinaus ausgeweitet werden. In diesem Zusammenhang sollte die Regulierung von Versicherungen (Solvency II) angepasst werden, so dass die Kapitalanforderungen für Investitionen in Verbriefungen dem Kapitalbedarf vergleichbarer Anlageformen entsprechen. Insbesondere sollte Versicherungen der Zugang auch zu synthetischen STS-Verbriefungen erleichtert werden.

Weitere denkbare Maßnahmen zur Stärkung des EU-Verbriefungsmarkts sind der staatlich unterstützte Aufbau einer Verbriefungsplattform oder der Einsatz von staatlichen Garantien. Beide Instrumente können positive, marktstimulierende Effekte erzeugen, gehen aber mit hohen Kosten einher, wirken eher langfristig, können zu unerwünschten Nebeneffekten führen und setzen einen stabilen Regulierungsrahmen voraus. Folgerichtig müssen die Änderungen an der Regulierung Vorrang haben, da diese kurzfristiger umsetzbar sind, zeitnah ihre Wirksamkeit entfalten und mit geringeren Kosten einhergehen.

Mit Blick auf die grüne Transformation könnte ein funktionierender Markt für Verbriefungen dazu beitragen, dass auch grüne Verbriefungen an Bedeutung gewinnen, und dabei helfen, den steigenden Finanzierungsbedarf zu decken. Bisher ist der Markt für grüne Verbriefungen in Deutschland wenig entwickelt, was einerseits auf bestehende Unsicherheiten der Marktteilnehmer zurückzuführen ist, andererseits auf die bereits hohe Transparenz von Verbriefungen, die eine Bewertung durch Investoren ermöglicht, ohne dass es einer grünen Zertifizierung bedarf. Die Initiative sieht in dem European Green Bond eine Chance, die grüne Transformation über Verbriefungen zu unterstützen. Eine Reihe von Anpassungen der Vorgaben könnte den Erfolg grüner Verbriefungen steigern.

Ein Großteil der Maßnahmen muss auf europäischer Ebene erfolgen. Aber auch auf nationaler Ebene gibt es Spielraum, um den Verbriefungsmarkt zu beleben und gleichzeitig den Finanzstandort Deutschland zu stärken. Zu diesem Zweck sollte ein deutsches Verbriefungsgesetz verabschiedet werden, das die bestehenden rechtlichen Unsicherheiten und Regelungslücken unter anderem im Gesellschaftsrecht, bei der Forderungsabtretung und in der steuerlichen Berücksichtigung beseitigt und Deutschland auf den Stand seiner europäischen Nachbarn bringt. Der zu schaffende deutsche Rechtsrahmen könnte über eine gezielte Harmonisierung bestimmter insolvenz- und vertragsrechtlicher Aspekte des europäischen Rechtsrahmens unterstützt werden.



## **Anlagen**

Anlage 1: Formulierungsvorschlag für Art. 5 VVO .....	53
Anlage 2: Vergleichsversion des Art. 5 VVO .....	55
Anlage 3: Vergleichsversion des Art. 7 VVO in Bezug auf private Verbriefungen .....	58
Anlage 4: Überblick über die europäischen Verbriefungsmärkte (EU27 und UK) .....	59

# Inhaltsverzeichnis

---

<b>Inhalt und Zweck dieses Berichts.....</b>	i
<b>Verbriefungen: ein Überblick .....</b>	iii
<b>1 Transaktionskosten im Markt verringern - Verbriefungsverordnung vereinfachen.....</b>	1
1.1 Sorgfaltspflichten für den Investor (Art. 5 VVO) .....	1
1.2 Transparenzanforderungen (Art. 7 VVO) .....	9
1.3 STS-Regelungen (Art. 18 ff. VVO) .....	14
<b>2 Angemessene Rahmenbedingungen für Banken schaffen.....</b>	21
2.1 Risikosensitive Ausgestaltung der Senior-Floors und Reduzierung der.....	24
allgemeinen Überkapitalisierung	
2.2 Angemessene Behandlung von Senior-Verbriefungspositionen in der LCR .....	27
2.3 Verlässliche Leitplanken für SRT-Prozess.....	28
2.4 Diverse Anpassungen .....	29
2.5 Die Änderung der Baseler Rahmenübereinkunft zur Eigenmittelunterlegung .....	30
von Verbriefungen	
<b>3 Angemessene Rahmenbedingungen für Versicherungen schaffen .....</b>	31
3.1 Angemessene Kapitalanforderungen in der Solvency II .....	33
3.2 Teilhabe der Versicherer an STS-Verbriefungen.....	34
3.3 Harmonisierung von Regelungen .....	35
<b>4 Verbriefungsplattform .....</b>	37
<b>5 Verbriefungen und grüne Transformation .....</b>	41
<b>6 Transaktionskosten im deutschen Markt verringern – nationales Verbriefungsrahmenwerk schaffen sowie weitere Harmonisierung des Rechtsrahmens .....</b>	47
<b>Die Initiative der Finanzindustrie stellt sich vor .....</b>	51

# Inhalt und Zweck dieses Berichts



Verbriefungen genießen seit einigen Monaten politischen Rückenwind in Deutschland und Europa. So haben sich Bundeskanzler Olaf Scholz und Frankreichs Präsident Emmanuel Macron auf dem Deutsch-Französischen Ministerrat am 28. Mai 2024 auf eine ehrgeizige Agenda zur Verwirklichung der Kapitalmarktunion verständigt. Als einer der Schwerpunktbereiche wird der europäische Verbriefungsmarkt genannt, der insbesondere durch regulatorische und aufsichtsrechtliche Nachbesserungen gestärkt werden soll.<sup>1</sup>

Bereits im April 2024 hatte der ehemalige italienische Ministerpräsident Enrico Letta im Auftrag der belgischen EU-Ratspräsidentschaft einen Bericht<sup>2</sup> über die Zukunft des europäischen Binnenmarkts veröffentlicht. Darin konstatiert er, dass der europäische Binnenmarkt auch für Finanzen dringend weiterentwickelt werden müsse. Er sieht Verbriefungen als ein wesentliches Bindeglied

zwischen Kredit- und Kapitalmärkten an und schlägt in seiner Roadmap für die neue europäische Legislaturperiode (2024 bis 2029) vor, das Verbriefungsrahmenwerk im Jahr 2025 zu überarbeiten.

Ebenfalls im April 2024 hat Christian Noyer, ehemaliger Gouverneur der französischen Zentralbank, einen vom französischen Finanz- und Wirtschaftsminister Bruno Le Maire beauftragten Bericht<sup>3</sup> zur Kapitalmarktunion vorgestellt. Dabei geht Noyer dezidiert auf den Verbriefungsmarkt ein. Noyer hebt hervor, dass Verbriefungen ein wichtiges Instrument für eine effiziente Risikoallokation sind, und räumt regulatorischen Anpassungen im Verbriefungsbereich den Vorrang vor anderen denkbaren Maßnahmen ein.

Dieses Momentum gilt es zu nutzen. Aufgrund der großen Bedeutung von Verbriefungen für die Wirtschaft will die Initiative der deutschen Finanzindustrie mit diesem Papier darauf hinwirken, dass die verschiedenen Vorstöße zur Stärkung des Verbriefungsmarkts auch nach den Wahlen zum Europäischen Parlament und vor dem Hintergrund einer sich neu bildenden Europäischen Kommission weiter vorangetrieben werden.

Sie hat sich zu diesem Zweck den folgenden Zielen verschrieben:

- den politisch wiederholt geäußerten Willen zur Stärkung des Verbriefungsmarkts in Impulse für tatsächliche Maßnahmen zu übersetzen,
- mit transparenten Anpassungsvorschlägen zum regulatorischen Rahmenwerk das Vertrauen in das Instrument stärken,

<sup>1</sup> Neue Agenda zur Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit und des Wachstums in der Europäischen Union (Höflichkeitübersetzung) ([bundesregierung.de](http://bundesregierung.de)).

<sup>2</sup> Bericht von Enrico Letta über die Zukunft des europäischen Binnenmarkts.

<sup>3</sup> EN - Report - Developing European capital markets.pdf ([true-sale-international.de](http://true-sale-international.de)).

- konkrete Vorschläge zu unterbreiten, wie privates Kapital durch die Erweiterung der Investorenbasis und Erhöhung der Liquidität mobilisiert werden kann,
- im weiteren Sinne einen positiven Beitrag zur Kapitalmarktunion und zur Finanzierung der grünen und digitalen Transformation zu leisten und
- darauf hinzuwirken, dass ein wachsender europäischer Verbriefungsmarkt und die damit einhergehende Vertiefung der europäischen Kapitalmärkte einen Beitrag dazu leisten, die europäische Souveränität und Wettbewerbsfähigkeit zu stärken.

Die Vorschläge basieren zunächst auf den praktischen Erfahrungen, die die beteiligten Parteien im Verbriefungsprozess gesammelt haben. Darüber hinaus sind auch Erkenntnisse aus Interviews mit potenziellen Investoren eingeflossen, die eine Investition in Verbriefungspositionen aus verschiedenen Gründen aktuell nicht in Betracht ziehen.

Die einzelnen sehr konkreten Vorschläge wurden aus den bestehenden Herausforderungen und deren Auswirkungen im Verbriefungsmarkt abgeleitet. Jeder Vorschlag wird auf seinen potenziellen Nutzen hin untersucht. Mögliche Schwachstellen der Vorschläge werden beleuchtet. Darüber hinaus gibt die Initiative eine Einschätzung über die erhoffte Wirkungsweise und die Umsetzbarkeit der Vorschläge ab.

Die Initiative möchte mit dieser Vorgehensweise Zusammenhänge erläutern und mit den Ausführungen im Bericht eine fundierte Grundlage für den politischen Entscheidungsprozess schaffen.

Im nachfolgenden Bericht werden nach einer einleitenden, politischen Einordnung zunächst **Vorschläge zur Anpassung des regulatorischen Rahmenwerks** für Verbriefungen präsentiert. Die Vorschläge erstrecken sich auf die **Verbriefungsverordnung** sowie auf die **branchenspezifischen Vorgaben für Banken (CRR) und Versicherungen (Solvency II)**. In Bezug auf den Themenbereich Verbriefungsplattform geht die Initiative auf den potenziellen Mehrwert ein und bewertet gleichzeitig die mit der Umsetzung einer Verbriefungsplattform im Zusammenhang stehenden Herausforderungen. Nicht zuletzt vertieft die Initiative das Thema Verbriefungen und **grüne Transformation** und widmet sich auch möglichen **nationalen Maßnahmen**.



# Verbriefungen: ein Überblick



## Warum sind Verbriefungen wichtig?

Verbriefungen sind ein wichtiges Instrument für Banken und Wirtschaftsunternehmen zur Finanzierung von Investitionen, Kreditportfolios sowie Arbeitskapital und dienen somit der Kapital- und Liquiditätssteuerung. Durch Verbriefungen können Risiken im Wirtschaftssystem je nach Risikopräferenz auf verschiedene Investoren in einem hoch regulierten Umfeld übertragen werden, wodurch ein positiver Beitrag zur Finanzmarktstabilität geleistet wird. Verbriefungen stellen damit ein wichtiges Bindeglied zwischen der bankbasierten Unternehmensfinanzierung und den Kapitalmärkten dar. Während Öffentliche ABS die direkte Finanzierung größerer Transaktionen am Kapitalmarkt bei einer breiteren Investorenbasis ermöglichen, werden kleinere Transaktionen häufig direkt über Bankbilanzen sowie im Rahmen von Asset Backed Commercial Paper

– kurz ABCP genannt – bei Geldmarktinvestoren finanziert. Mithilfe von synthetischen Verbriefungen kann die Kreditvergabe an die Wirtschaft dadurch gesteigert werden, dass Ausfallrisiken teilweise an Nichtbanken übertragen werden und Banken ihre Eigenkapitalanforderungen bei steigendem Kreditvolumen erfüllen können.

## Welche Rolle haben europäische Verbriefungen in der Finanzkrise gespielt?

Europäische Verbriefungen sind während der Finanzkrise 2008 zu Unrecht in Verruf geraten. Dies belegen die sehr geringen Ausfallraten<sup>4</sup> vor, während und nach der Krise:

Ausfallraten im Vergleich 1976 - 2022	EU	USA
Verbriefungen	1,0 %	4,1 %
RMBS	0,3 %	
ABS	0,2 %	
CLOs	0,1 %	

Schwächste Sektoren	EU	USA
ABS CDOs	5,1 %	13,1 %
CMBS	3,0 %	
RMBS „subprime“		5,3 %
RMBS „alt-a“	0,1 %	9,3 %

<sup>4</sup> Datenquelle sind jährliche Berichte von Standard & Poor's, die zumeist unter dem Titel „Default, Transition, and Recovery“ erscheinen. Das qualitative Bild ändert sich nicht, wenn z. B. der Zeitraum Mitte 2007 bis Ende 2013 gewählt wird [siehe AFME, Seite 19.]

Weitere Details zur Performance von Verbriefungen in der Finanzkrise im US- / EU-Vergleich finden sich auch im folgenden Bericht des FSB: „Evaluation of the Effects of the G20 Financial Regulatory Reforms on Securitisation“ (Seite 39).

Diese Daten spiegeln die schon damals strengeren Kreditvergabestandards in Europa im Vergleich zu den USA wider. Seit 2021 gelten in Europa zudem die Guidelines on Loan Origination<sup>5</sup>, die europaweit einheitliche hochqualitative Kreditverfahren sicherstellen. Die Verluste von Banken und Investoren während der Finanzmarktkrise sind im Wesentlichen auf die Kombination hoher Verluste in US-Portfolios und dem Leverage amerikanischer Verbriefungen durch Wiederverbriefungen und synthetische Arbitrageverbriefungen zurückzuführen; beides ist seitdem faktisch verboten.

### Wie wirken Verbriefungen eigentlich genau?

Verbriefungen verbinden die bankbasierte Unternehmensfinanzierung mit den Kapitalmärkten, indem sie Risiken an institutionelle Investoren weitergeben. Dies leisten die verschiedenen Segmente des Verbriefungsmarkts auf unterschiedliche Weise:

**Öffentliche ABS**, also mit Vermögenswerten unterlegte Wertpapiere, die an öffentlichen Finanzmärkten gehandelt werden, dienen der Finanzierung der Realwirtschaft. Banken, Leasinggesellschaften und Wirtschaftsunternehmen, die verbrieften, die sogenannten Originatoren, erhalten durch den Forderungsverkauf (True Sale, Verkauf in der Regel über eine Verbriefungszweckgesellschaft) direkte Liquidität über den Kapitalmarkt. Öffentliche ABS enthalten üblicherweise Auto- und Konsumentenkredite sowie Immobilienfinanzierungen. Auch Leasingforderungen von Autos oder gewerblich genutzten mobilen Wirtschaftsgütern sind hier üblich. So verbrieft zum Beispiel Volkswagen Financial Services AG in diesem Marktsegment einen Pool von privat oder gewerblich genutzten PKW inklusive E-Fahrzeugen. Die Deutsche Leasing AG verbrieft Pools an Forderungen gegenüber Mittelständlern, die z. B. ihre Satzelschlepper oder Arbeitsbühnen bei der Deutschen Leasing AG geleast haben.

**Synthetische Verbriefungen** finanzieren die Realwirtschaft indirekt. Banken vergeben Kredite an private Kunden sowie an kleine, mittlere und große Unternehmen. Diese Kreditvergabe ist beschränkt, da Banken gleichzeitig Kapital vorhalten müssen, um einen potenziellen Ausfall der Kredite abzusichern. Deshalb bedarf es Instrumente, die den wachsenden Bedarf an Krediten abdecken können. Bei synthetischen Verbriefungen sichern Banken ihre

Kreditrisiken ab, ohne dafür direkt Liquidität zu erhalten (kein Forderungsverkauf). Diese Risikoreduzierung schafft in der Folge Raum für eine zusätzliche Kreditvergabe an private Kunden und Unternehmen. So ermöglicht die Commerzbank AG mithilfe synthetischer Verbriefungen die Vergabe zusätzlicher Kredite an innovative mittelständische Unternehmen.

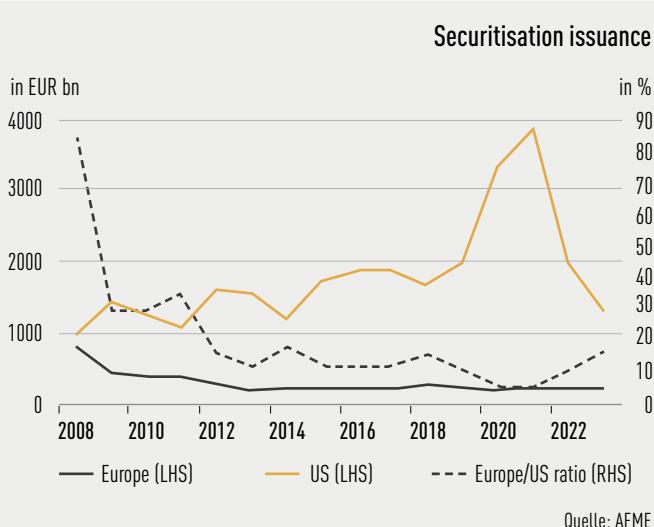
In dem Marktsegment **ABCP bzw. private Non-ABCP** werden zu einem wesentlichen Teil Handelsforderungen sowie kleinere Auto- und Leasingportfolios im Rahmen eines True Sale verbrieft. Auf diese Weise ermöglichen Wirtschaftsunternehmen ihrer Kundschaft die Finanzierung von Produkten, wie z. B. Solaranlagen und Wärmepumpen. Dafür muss sich ein Solaranlagen- und Wärmepumpenanbieter wie Enpal bei Investoren Finanzierungsmittel anquirieren. Das kann über eine Verbriefung erfolgen. Dabei stellt der Investor das Kapital gegen Besicherung – die Finanzierungen der Kundschaft – zur Verfügung. Mit der freigewordenen Liquidität kann Enpal neue Kundenaufträge bearbeiten.

Alle Arten von Verbriefungen tragen dazu bei, dass Investitionen ermöglicht, Risiken mit institutionellen Investoren geteilt und illiquide Vermögensgegenstände liquide werden. Wirtschaftsunternehmen und Banken können dadurch den steigenden Investitionsbedarf abdecken. Investoren wiederum wertschätzen die Möglichkeit der direkten Investition in die Kreditrisiken der verschiedenen Portfolios, ohne gleichzeitig andere, allgemeine Geschäftsrisiken der verbriegenden Bank oder Leasinggesellschaft tragen zu müssen.

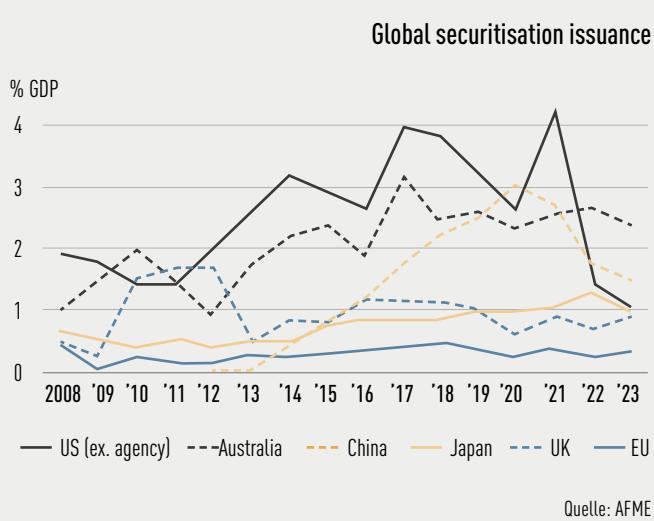
<sup>5</sup> [Guidelines on loan origination and monitoring | European Banking Authority \(europa.eu\)](#)

## Wie hat sich der europäische Verbriefungsmarkt in den letzten Jahren entwickelt?

Nach der weltweiten Finanzkrise ist der Verbriefungsmarkt in Europa erheblich geschrumpft, insbesondere das Segment der Öffentlichen ABS. So sank das jährliche Gesamtemissionsvolumen von verbrieften Vermögenswerten in Europa zwischen 2007 und 2023 von 407 Milliarden auf 213 Milliarden Euro, was einem Rückgang von 48 Prozent entspricht. Eine vergleichbare Entwicklung war international nicht zu beobachten. Auch mit Blick auf das Marktvolumen im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt wird der Aufholbedarf für Europa deutlich.



Quelle: AFME

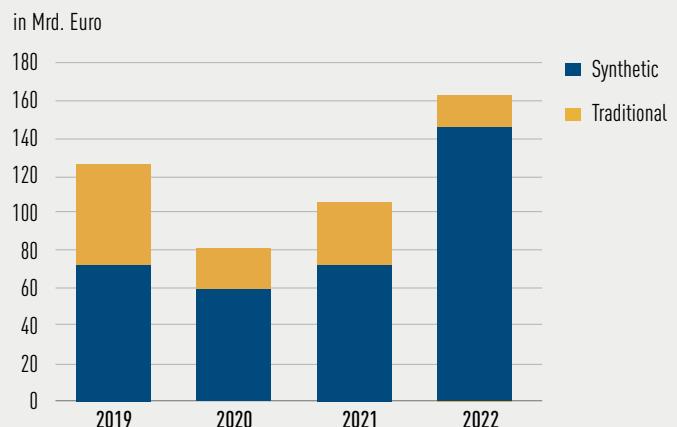


Quelle: AFME

2023 kam die Europäische Kommission zu dem Schluss, dass der EU-Verbriefungsmarkt in den Jahren 2016 bis 2021 nur ein moderates Wachstum erfahren hat. Im Jahr 2021 wurden lediglich 280 Milliarden Euro emittiert, wovon 100 Milliarden Euro auf synthetische Verbriefungen entfielen. Selbst diese moderaten Volumina ergaben sich nicht aus einem aktiven Marktgeschehen, da 40 bis 60 Prozent dieser Emissionen nicht am Markt platziert, sondern von den Banken einbehalten und zur Liquiditätssicherung bei der Zentralbank verwendet wurden. Der tatsächliche Markt ist also kleiner, als diese Zahlen suggerieren. Im Gegensatz dazu befinden sich der amerikanische Markt und andere internationale Märkte wieder auf Wachstumspfad.

In Ergänzung zu den Öffentlichen ABS hat auch der Markt für synthetische SRT-Verbriefungen (SRT steht für „signifikanter Risikotransfer“) in Deutschland und Europa ein großes Potenzial, um die Vergabe von Unternehmenskrediten durch Banken zu erhöhen. Der Markt ist seit der nachträglichen Einführung des Standards für einfache, transparente und standardisierte (simple, transparent and standardised – STS) synthetische Verbriefungen im Jahr 2021 auch tatsächlich nennenswert gewachsen, befindet sich allerdings in Zeiten geringen Kreditwachstums immer noch auf einem niedrigen Niveau. Im Jahre 2022 betrug das gesamte Volumen an synthetischen Verbriefungen lediglich 140 Milliarden Euro. Mit Blick auf die erforderlichen Investitionen für die grüne und digitale Transformation werden weitaus größere Volumina erforderlich sein.

## Entwicklung SRT-Markt: Transaktionsvolumen 2019-2022



Quelle: EZB

Der Markt für ABCP- und private Non-ABCP-Verbriefungen ist in den letzten Jahren mit ca. 3,5 Prozent p.a. moderat gewachsen. Rund 60 Prozent des Volumens entfällt auf Working-Capital-Finanzierungen für Unternehmen (Trade Receivables), daneben sind Auto- und Mobilienleasing wichtige Segmente für kleinere Absatzfinanzierungsinstitute, die nicht das erforderliche Portfoliovolume für Öffentliche ABS aufweisen.

#### Entwicklung ABCP und private Non-ABCP Verbriefungen 2021 - 2023

Asset Type	Asset Amount			
	2021-12	2022-06	2022-12	2023-06
Trade Receivables	88,097	92,053	84,240	80,295
Auto Loan or Leasing	46,711	44,477	48,889	52,430
Consumer Loans	8,321	9,233	9,307	9,098
Equipment Leasing	6,359	6,743	7,981	7,569
Other	23,528	30,820	33,742	35,373
<b>Total</b>	<b>173,016</b>	<b>183,326</b>	<b>184,159</b>	<b>184,765</b>

Quelle: EBE European Benchmark Exercise von AFME / EDW / TSI

#### Wie fördern Verbriefungen die grüne und digitale Transformation?

Die Innovationskraft, Handlungsfähigkeit und Wettbewerbsfähigkeit von Wirtschaftsunternehmen werden gestärkt, wenn diese über Verbriefungen leichter Zugang zum Kapitalmarkt und zu benötigter Liquidität bekommen. Banken können wiederum über das frei werdende Kapital dazu beitragen, den zukünftigen Bedarf aus der Transformationsfinanzierung zu bedienen. Diese Funktionsweisen machen Verbriefungen zu einem wichtigen Baustein für die Finanzierung der grünen und digitalen Transformation. Dabei ist zu berücksichtigen, dass neben der bankbasierten Unternehmensfinanzierung vor allem Eigenkapitalinstrumente einen wesentlichen Beitrag leisten müssen. Die Praxis zeigt, dass für die Entwicklung neuer Geschäftsmodelle, wie beispielsweise dem zügigen Ausbau von Solarpanelen oder Wärmepumpen für die private Wohnwirtschaft, die Verbindung von Eigenkapitalinstrumenten und Fremdkapitalinstrumenten inklusive Verbriefungen für das Wachstum und die Skalierung Hand in Hand gehen und verfügbar sein müssen.

#### Welche Rolle sollen Banken bei der Stärkung der Verbriefungsmärkte einnehmen?

Aktuell sind zu wenige Nicht-Bankinvestoren im Markt aktiv. Daher sind Banken nicht nur in ihrer Rolle als Originatoren von synthetischen (Bilanz-) Verbriefungen unabdingbar, sondern auch als Investoren von Öffentlichen ABS-Transaktionen und von privaten Verbriefungen. In erster Linie engagieren sich Banken als Investoren in erstrangige Verbriefungspositionen. Hier sind die Ausfallrisiken deutlich niedriger als in den nachrangigen Verbriefungspositionen oder einem nicht verbrieften Forderungsportfolio. Durch Verbriefungen lässt sich eine Risikoumverteilung außerhalb des Bankensektors darstellen (durch Nicht-Bankinvestoren in nachrangige Tranchen). Dadurch verringert sich das Risiko im Bankensektor und Banken tragen gleichzeitig zur Liquidität bei. Mit steigendem Marktvolumen und steigender Liquidität werden Verbriefungen dann auch zunehmend interessanter für Nicht-Bankinvestoren. Damit können wiederum Kapazitäten bei Banken für weitere Finanzierungen freigesetzt werden.

## Ist das Regulierungsrahmenwerk für Verbriefungen geeignet, um das Instrument bedarfsgerecht einsetzen zu können?

Um die Vorteile von Verbriefungen tatsächlich nutzen zu können, bedarf es einer angemessenen Regulierung und eines liquiden und tiefen Markts. Für einen liquiden Markt sind sowohl die Originatoren, als Anbieter von Verbriefungen, als auch die Investoren auf der Nachfrageseite entscheidend. Für beide Marktseiten muss sich die Verbriefungstransaktion ökonomisch rechnen. Daher müssen die Transaktionskosten und die Kapitalanforderungen angemessen ausgestaltet werden. Transaktionskosten werden unter anderem durch die Vorgaben aus der Regulierung bezüglich der Prozesse und des Reporting bestimmt. Kapitalanforderungen werden ebenfalls regulatorisch festgelegt. Damit hat Regulierung einen Einfluss darauf, ob sich eine Transaktion für den Originator und Investor lohnt. Auf dem Weg zur Ausweitung der Investorenbasis muss auch die Angebotsseite berücksichtigt werden. Angebot und Nachfrage entwickeln sich in einem iterativen Prozess, für den auch die Banken benötigt werden.

Die Verbriefungsverordnung (VVO) gibt den generellen Rahmen für die regulatorischen Anforderungen an Verbriefungstransaktionen vor. Aus Banksicht werden die Kapitalanforderungen bei Verbriefungen in der CRR und für Versicherungen über die Solvency II geregelt. Zusätzlich gibt es eine große Anzahl von technischen Regulierungsstandards wie RTS und ITS sowie die Leitlinien der Europäischen Bankenaufsichtsbehörde (European Banking Authority - EBA) und der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (European Securities and Markets Authority – ESMA). Verbriefungen gehören somit wohl zu einem der am breitesten und tiefsten regulierten Kapitalmarktinstrumente in der EU. Die Transparenzanforderungen und Sorgfaltspflichten sind umfangreich geregelt.

Die geringe Marktdynamik bei Verbriefungen in der EU seit Einführung der neuen Verbriefungsverordnung zeigt auf, dass bisherige regulatorische Maßnahmen nicht die angestrebt Stärkung des Verbriefungsmarkts erreicht haben. Einige Vorgaben gehen teilweise an dem Bedarf vorbei und tragen nicht zur Verbesserung etwa der Transparenz bei. Die (Wieder-)Eintrittshürden in den Verbriefungsmarkt sind sowohl auf der Angebots- als auch auf der Nachfrageseite sehr hoch. Zudem besteht hinsichtlich der regulatorischen

Anforderungen ein Missverhältnis zu anderen Kapitalmarktinstrumenten mit ähnlichem Risikoprofil. Die grundsätzlich vorhandenen Vorteile einer starken Regulierung werden überkompensiert durch eine überbordende Regulierungstiefe. Gleichzeitig wurde der Kapitalbedarf der Banken für Verbriefungen außerordentlich stark angehoben; STS als neues Qualitätssegment hat den Anstieg dieses Kapitalbedarfs lediglich etwas abgemildert. Die überproportional hohe Regulierung von Verbriefungen hat zu Ausweichbewegungen der Finanzierungstätigkeiten in andere, vor allem weniger regulierte Sektoren geführt.

## Was ist zu tun, um Verbriefungen als Verbindung von bankbasierter Unternehmensfinanzierung und Kapitalmärkten besser einsetzen zu können?

Das zentrale Ziel ist es, den Verbriefungsmarkt liquider und tiefer zu machen. Zu diesem Zweck sollte in einem ersten Schritt die Regulierung für Verbriefungen überarbeitet werden. Aus Sicht der Initiative gibt es dazu eine Vielzahl von relevanten Ansatzpunkten. Es ist wichtig, zu betonen, dass es nicht die eine Maßnahme gibt, die den Markt nachhaltig stärken würde. Da das Angebot Auswirkungen auf die Nachfrage und umgekehrt hat, muss an beiden Seiten, d.h. bei den Originatoren und den Investoren, gleichzeitig angesetzt werden; erkannte Unzulänglichkeiten gilt es zu beheben. Insgesamt sollte die Regulierung weniger detailliert und stärker prinzipienorientiert werden. Dadurch kann eine dem Risikoprofil angemessenere und insgesamt zielgerichtete Regulierung erzeugt werden.

Die Initiative hat sich auch intensiv mit staatlichen Einflussmöglichkeiten zur Steuerung des Markts beschäftigt. Im Falle von Verbriefungen wären hier der Aufbau einer Plattform und der Einsatz von Garantien mögliche Ansatzpunkte. Sowohl der Aufbau einer Plattform als auch die Bereitstellung von Garantien könnten positive, marktstimulierende Effekte erzeugen. Gleichzeitig würden beide Instrumente aber hohe Kosten verursachen, ihre Wirksamkeit erst über einen langen Zeitraum entfalten und das Risiko unerwünschter Nebeneffekte in sich bergen. Daher kommt die Initiative zu dem Schluss, dass solche Lösungen allenfalls in einer längeren Frist in Betracht kommen, und zwar dann, wenn der zu priorisierende Ansatz über die Regulierung nicht die erwünschte Wirkung zeigen sollte und die Finanzierung der zugrunde liegenden Kreditsegmente nicht bereits effizient funktioniert.



## Gibt es grüne Verbriefungen und kann man diese weiter fördern?

Mit dem Begriff grüne Verbriefungen werden umgangssprachlich oftmals Verbriefungen von Portfolios bezeichnet, die dezidiert grüne Investitionen finanzieren. Einheitliche und allgemeingültige Definitionen oder regulatorische Rahmenwerke existieren zurzeit jedoch nicht. Vielmehr haben sich verschiedene Bewertungsmaßstäbe entwickelt, wie zum Beispiel Zertifizierungen privater Initiativen und als regulatorischer Rahmen die European Green Bond (EuGB)-Verordnung, die erst Ende 2024 in Kraft tritt. Der überwiegende Teil der Initiativen legt dabei den Use-of-Proceeds-Ansatz zugrunde, der auf den Verwendungszweck der Erlöse abstellt.

Die Untersuchungen der Initiative belegen, dass der europäische Markt für grüne Verbriefungen wenig entwickelt und in Deutschland in Bezug auf öffentliche Transaktionen nicht existent ist. Insbesondere die bestehenden Unsicherheiten der Originatoren aufgrund der Vielzahl und nicht harmonisierter Berichtsanforderungen im ESG-Umfeld werden hierfür verantwortlich gemacht. Das Risiko, fälschlicherweise eine Verbriefung als „grün“ einzuführen, schreckt Marktteilnehmer von der Zertifizierung ab. Entsprechend erscheint der Initiative die Harmonisierung und Konsolidierung der bestehenden ESG Reporting-Vorschriften essenziell.

Verbriefungen kommt in der grünen Transformation unweigerlich eine wesentliche Rolle zu. Insbesondere für realwirtschaftliche Unternehmen stellen sie ein Instrument zur Absatzfinanzierung dar – beobachtbar beispielsweise anhand der dynamischen Entwicklungen im deutschen Solaranlagen- und Wärmepumpenmarkt.

Die Hemmnisse der Klassifizierung von Verbriefungen als „grün“ sind jedoch sehr ausgeprägt und im Wesentlichen auf die erforderlichen Konformitätsnachweise in Bezug auf die EU-Taxonomie und EuGB-Verordnung zurückzuführen. Sollten sich diese in der Praxis weiterhin als prohibitiv erweisen, schlägt die Initiative eine Flexibilisierung im Sinne einer Vermutungslösung vor. Eine Flexibilisierung scheint geboten, um der notwendigen Transitionsfinanzierung Rechnung zu tragen. Denn im Zuge der unternehmerischen Transformation werden sich Projekte iterativ in den „grünen“ Bereich entwickeln. Diese Transitionsfinanzierungen sollten nicht wie bisher vorgesehen in der Bemessung per se ausgeschlossen werden. Zudem sollte die EuGB-Verordnung synthetische Verbriefungen inkludieren.

Insgesamt sieht die Initiative in der EuGB-Verordnung eine Chance, die grüne Transformation weiter voranzutreiben. Die von der Initiative vorgeschlagenen Anpassungen könnten die Etablierung und das für die grüne Transformation so wesentliche Wachstum des Marktes für grüne Verbriefungen wirkungsvoll untermauern.

# 1 Transaktionskosten im Markt verringern – Verbriefungsverordnung vereinfachen

Aus Sicht der Initiative bietet die Verbriefungsverordnung einige Ansatzpunkte, um Verbriefungen schneller und einfacher aufsetzen zu können und sie für Investoren attraktiver zu machen.

Die Verbriefungsverordnung<sup>6</sup> (VVO) legt den allgemeinen Rahmen für Verbriefungen und die spezifischen Anforderungen für STS-Verbriefungen fest. Die Regelungen gelten für alle Beteiligten im Verbriefungsprozess und beinhalten beispielsweise Anforderungen zu Sorgfaltspflichten und Transparenz.

## 1.1 Sorgfaltspflichten für den Investor (Art. 5 VVO)

### Ausgangssituation

Europäische Investoren in Verbriefungstransaktionen treffen auf weitreichende und äußerst detaillierte Sorgfaltspflichten sowie laufende Überwachungsanforderungen. Hierzu gibt es keine ansatzweise Entsprechung bei vergleichbaren oder gar risikoreicheren Investitionen wie z. B. Eigenkapitalinvestitionen. Solch umfangreiche Anforderungen sind auch nicht bei Direktinvestitionen in Darlehen oder Covered Bonds vorgesehen. Darüber hinaus gelten dieselben Anforderungen gleichermaßen für Investitionen in Senior Tranchen und nachrangige Tranchen, obwohl das Investitionsrisiko unterschiedlich ist.

Die Praxis zeigt, dass die übermäßigen Anforderungen gemäß Art. 5 VVO auch bereits im Markt aktive Investoren an einer risikoadjustierten Investitionsentscheidung in einer angemessenen Zeit behindern. Es entstehen erhöhte Kosten für die zusätzliche Dokumentation von Prüfroutinen.

Diese führen teilweise dazu, dass Investoren nicht so viele Investitionsentscheidungen parallel prüfen können und die Investoren nachfrage entsprechend kleiner ausfällt. Außerdem werden neue Investoren durch die hohen Fixkosten davon abgehalten, das Produkt Verbriefungen als Investitionsklasse aufzunehmen.

Nicht zuletzt erschweren die Regelungen nach Art. 5 VVO für EU-Investoren die Finanzierung von Verbriefungen außerhalb der EU. Emittenten außerhalb der EU sind nicht dazu bereit, die diversen Anforderungen der VVO formal zu erfüllen. Da EU-Investoren diese bei Investitionen außerhalb der EU beachten müssen, haben sie als Investoren einen Wettbewerbsnachteil gegenüber Investoren in Drittstaaten, die diese Anforderungen nicht beachten müssen. Sie haben zum einen wesentlich höhere Fixkosten und zum anderen werden sie im Aufbau von Expertise in neuen Assetklassen, die sich in Drittstaaten entwickeln, behindert.

<sup>6</sup> Verbriefungsverordnung – 02017R2402 – EN – 09.04.2021.

## Ziel

Es muss das Ziel sein, die Anzahl und Nachfrage von Investoren in Verbriefungen zu erhöhen. Einen Beitrag dazu leistet die Einführung von prinzipienbasierten Regelungen statt kleinteiliger, nicht an der Bandbreite der Verbriefungsinvestitionen orientierter Vorgaben. Dadurch können die Handlungskosten im Produkt Verbriefungen für Banken, Versicherungen, Asset Manager und andere Investoren in der EU gesenkt werden, ohne dass sich negative Auswirkungen für das individuelle Risikoprofil und die Finanzstabilität insgesamt ergeben.

## Empfehlung

Die Initiative unterstützt vorbehaltlos den Grundgedanken in Art. 5 VVO zu den Sorgfaltspflichten für institutionelle Anleger. Um jedoch für Investoren die überproportional hohen Kosten im Produkt Verbriefungen auf ein angemessenes Niveau zu senken, sind weniger detaillierte regulatorische Vorgaben für Investoren im Verbriefungsmarkt notwendig.

Hierzu muss die Investition in Verbriefungen ähnlich einfach gestaltet werden, wie dies bei anderen Anlageformen, wie

beispielsweise bei Unternehmensanleihen oder Pfandbriefen, der Fall ist. Andernfalls ergibt sich ein Wettbewerbsnachteil für Verbriefungen, welcher auch mit Blick auf die Ausfallraten nicht gerechtfertigt ist.

Die Initiative schlägt daher eine Vereinfachung und Entschlackung des Art. 5 VVO vor, um kleinteilige Vorgaben durch prinzipienbasierte Regelungen zu ersetzen. Die konkreten Änderungsvorschläge sind dem folgenden Abschnitt zu entnehmen. In Anlage 1 befindet sich zudem ein Vorschlag für einen neu formulierten Art. 5 VVO. In Anlage 2 ist eine Vergleichsversion enthalten, welche die Unterschiede zwischen dem bisher geltenden Art. 5 VVO und dem Vorschlag der Initiative aufzeigt.

Die Summe der nachfolgenden Vorschläge trägt mittel- bis langfristig zu einer Kostenreduzierung und risikoadäquaten Vorgehensweise bei. Die Umsetzung könnte im nächsten Legislativvorschlag erfolgen.

### 1.1.1 Prüfung Risikoselbstbehalt bei EU-Verbriefungen

Aktuelle Regelung	Änderungsvorschlag
<p>Der Investor in EU-Verbriefungen muss nach Art. 5 (1) (c) VVO vor Erwerb prüfen, ob der Originator, der Sponsor oder der ursprüngliche Kreditgeber mit Sitz in der EU kontinuierlich die Anforderungen zum Risikoselbstbehalt nach Art. 6 VVO einhält und dem Investor gegenüber den Risikoselbstbehalt gemäß Art. 7 VVO offenlegt.</p>	<p>Art. 5 (1) (c) VVO sollte gestrichen werden.</p>

## Begründung

Der Originator, Sponsor oder ursprüngliche Kreditgeber, der seinen Sitz in der EU hat, unterliegt bereits der Pflicht zum Halten des Risikoselbstbehalts nach Art. 6 VVO. Es ist nicht notwendig, gleichzeitig Investoren mit der Pflicht zur Kontrolle der Einhaltung des Risikoselbstbehalts zu belasten. Dies stellt eine unnötige Doppelbelastung dar, die sowohl für bereits im Markt tätige Investoren als auch für potenzielle Investoren entfallen kann.

## → 1.1.2 Prüfung Risikoselbstbehalt bei Nicht-EU-Verbriefungen

Aktuelle Regelung	Änderungsvorschlag
<p>Der Investor in Nicht-EU-Verbriefungen muss nach Art. 5 (1) (d) VVO prüfen, ob der Originator, der Sponsor oder der ursprüngliche Kreditgeber mit Sitz außerhalb der EU kontinuierlich eine Risikoselbstbehalt von 5 Prozent erfüllt, dabei die Anforderungen nach Art. 6 VVO einhält und die Information gegenüber dem Investor offenlegt.</p>	<p>Der Bezug auf Art. 6 VVO sollte gestrichen werden (analog der Bezugnahme auf Art. 7 VVO). Stattdessen könnte auf eine für den Originator, Sponsor oder ursprünglichen Kreditgeber geltende „gleichwertige Regelung“ verwiesen werden, die das „Alignment of Interest“ bewirkt.</p>

### Begründung

Der Vorschlag der Initiative sieht damit weiterhin die Prüfung auch bei Nicht-EU-Verbriefungen vor, in dem sichergestellt sein muss, dass der Risikoselbstbehalt erfüllt wird. Dies wird über die Formulierung „in jedem Fall mindestens 5 Prozent“ gewährleistet. Der Originator, Sponsor oder ursprüngliche Kreditgeber, der seinen Sitz nicht in der EU hat, unterliegt jedoch nicht den Anforderungen der VVO. Eine Anknüpfung der Prüfpflicht an die Vorgaben des Art. 6 VVO stellt für den europäischen Investor deshalb eine erhebliche Hürde dar. Eine Investition kann daran scheitern. Vielmehr könnte auf die ähnlichen bzw. gleichwertigen Regelungen verwiesen werden, die von den außereuropäischen Originatoren, Sponsoren oder ursprünglichen Kreditgebern einzuhalten sind.



### → 1.1.3 Prüfung der Einhaltung von Offenlegungspflichten

Aktuelle Regelung	Änderungsvorschlag
Der Investor muss vor Erwerb von Verbriefungen nach Art. 5 (1) (e) VVO prüfen, ob der Originator, der Sponsor oder der ursprüngliche Kreditgeber die Transparenzanforderungen nach Art. 7 VVO vollständig erfüllt. Dies gilt sowohl für EU-Verbriefungen als auch für Nicht-EU-Verbriefungen.	Der Bezug auf Art. 7 VVO sollte durch eine allgemeinere Formulierung ersetzt werden. Beispielsweise könnte der Investor verpflichtet werden, zu prüfen, ob er über ausreichende Informationen verfügt, um die notwendige Sorgfaltsprüfung nach Art. 5 (3) VVO durchführen zu können.

#### Begründung

Die Notwendigkeit einer Prüfung bleibt bestehen. Der Bezug auf die Transparenzanforderungen nach Art. 7 VVO macht eine Investition in Nicht-EU-Verbriefungen jedoch nahezu unmöglich. Nicht in der EU ansässige Originatoren, Sponsoren oder ursprüngliche Kreditgeber unterliegen nicht der europäischen Verbriefungsverordnung. Damit können europäische Investoren diese Anforderung nicht erfüllen und sind vom Nicht-EU-Verbriefungsmarkt ausgeschlossen. Dies hat zur Folge, dass europäische Investoren europäische Unternehmen, die weltweit agieren, weniger unterstützen und die fixen Transaktionskosten (z. B. die Einrichtung einer spezialisierten Abteilung) nicht auf ein größeres Investitionsvolumen verteilen können. Weiterhin schränkt es die Möglichkeit für finanzierende Banken und Investoren in Europa ein, Expertise in neuen Assetklassen in anderen Regionen, wie beispielsweise Solar ABS in den USA vor 5 bis 7 Jahren, aufzubauen und anschließend die Entwicklung solcher Segmente in der EU aktiv zu gestalten. Nicht zuletzt wird der Home Bias auf die EU vor allem kleinerer Investoren verstärkt. Die Anpassung ermöglicht nach Umsetzung kurzfristig Investitionen in Drittstaaten.

## → 1.1.4 Vorgaben zur Sorgfaltsprüfung durch den Investor

Aktuelle Regelung	Änderungsvorschlag
<p>Der Investor muss vor Erwerb von Verbriefungen nach Art. 5 (3) VVO eine Sorgfaltsprüfung durchführen. Das soll ihn in die Lage versetzen, die Risiken zu bewerten. Dabei muss er eine Vielzahl von Anforderungen berücksichtigen, unter anderem:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>— die Risikomerkmale auf Ebene der Verbriefung und Risikoposition,</li> <li>— alle strukturellen Merkmale der Verbriefung, die wesentlichen Einfluss auf die Wertentwicklung der Verbriefungsposition haben können, einschließlich vertraglich festgelegter Zahlungsrangfolgen und mit diesen verbundener Auslöserquoten (Trigger), Bonitätsverbesserungen, Liquiditätsverbesserungen, Marktwert-Trigger und transaktionsspezifischer Definitionen des Ausfalls,</li> <li>— Erfüllung der STS-Kriterien.</li> </ul>	<p>Die einzelnen Prüfschritte in Art. 5 (3) (a) bis (c) VVO sollten gestrichen werden und durch eine prinzipienbasierte Formulierung ersetzt werden. Diese könnte beispielsweise wie folgt lauten:</p> <p>Bevor er eine Verbriefungsposition hält, nimmt ein institutioneller Anleger, der nicht der Originator, Sponsor oder ursprüngliche Kreditgeber ist, eine Sorgfaltsprüfung durch, die ihn in die Lage versetzt, die damit verbundenen Risiken zu bewerten. <u>Bei dieser Bewertung sind die zugrunde liegenden Risikopositionen und die strukturellen Merkmale der Verbriefung zu berücksichtigen.</u></p>

### Begründung

Der Vorschlag stützt einen prinzipienbasierten Ansatz. Dementsprechend wurden die zu detaillierten Anforderungen gekürzt. Der Kern der Formulierung bleibt erhalten, so dass die Sorgfaltsprüfung sowohl die zugrunde liegenden Forderungen als auch die konkrete, rechtliche Verbriefungsstruktur umfasst. Die prinzipienorientierte Formulierung macht eine nach der Art, dem Risikogehalt und der Assetklasse angepasste Sorgfaltsprüfung möglich. Ein bloßes Abhaken von Anforderungen ohne Mehrwert für die Prüfung würde damit entfallen und somit die Transaktionskosten der Investition senken.

## → 1.1.5 Prüfung Einhaltung STS-Kriterien

Aktuelle Regelung	Änderungsvorschlag
<p>Der Investor ist verpflichtet, nach Art. 5 (3) (c) VVO die Ergebnisse aus der externen STS-Notifizierung erneut zu überprüfen. Er kann sich dabei auf die STS-Meldung und die offengelegten Informationen von Originator, Sponsor und Verbriefungszweckgesellschaft stützen. Er darf sich allerdings nicht ausschließlich oder mechanistisch darauf verlassen.</p>	<p>Art. 5 (3) (c) VVO sollte gestrichen werden.</p>

### Begründung

Der Vorschlag stellt stärker auf den Originator und, sofern gegeben, auf den STS-Verifizierer ab. Er reduziert jedoch gleichzeitig den Doppelaufwand bei der Überprüfung der Erfüllung von STS-Kriterien. Damit verbunden ist eine Vereinfachung in Bezug auf STS-Verbriefungen, die die Attraktivität dieses Produktes erhöhen wird.



## → 1.1.6 Detaillierte Vorgaben zur Beobachtung der Wertentwicklung

Aktuelle Regelung	Änderungsvorschlag
<p>Die Verbriefungsverordnung macht in Art. 5 (4) (a) Satz 2 VVO detaillierte Vorgaben anhand welcher Kriterien die Wertentwicklung von Verbriefungen zu beobachten ist. Danach umfassen sie folgende Aspekte: Art der Risikoposition, Prozentsatz der Kredite, die mehr als 30, 60 und 90 Tage überfällig sind, Ausfallraten, Raten der vorzeitigen Rückzahlungen, unter Zwangsvollstreckung stehende Kredite, Erlösquoten, Rückkäufe, Kreditänderungen, Zahlungsunterbrechungen, Art der Sicherheit und Belegung, Häufigkeitsverteilung von Kreditpunktbewertungen und anderen Bonitätsmaßen für die zugrunde liegenden Risikopositionen, branchenweise und geografische Streuung, Häufigkeitsverteilung der Beleihungsquoten mit Bandbreiten, die eine angemessene Sensitivitätsanalyse erleichtern. Sind die zugrunde liegenden Risikopositionen selbst Verbriefungspositionen, wie gemäß Art. 8 VVO allerdings nur in sehr eng gefassten Ausnahmen zulässig, so beobachten die institutionellen Anleger auch die Risikopositionen, die diesen Positionen zugrunde liegen.</p>	<p>Art. 5 (4) (a) <u>Satz 2</u> VVO sollte gestrichen werden.</p>

### Begründung

Die Initiative unterstützt auch im Hinblick auf die Compliance-Vorgaben die schriftliche Fixierung von Verfahren, um die Wertentwicklung der Verbriefungsposition und der zugrunde liegenden Risikoposition zu beobachten. Die kleinzelige Aufzählung von Aspekten, die in diesen Verfahren enthalten sein sollen, halten wir für aufwendig und nicht zielführend. Investoren sind auch aufgrund aufsichtsrechtlicher Vorgaben verpflichtet und außerdem selbst in der Lage, Verfahren festzulegen, welche angemessene und für ihre Zwecke notwendige Aspekte bedenken. Aufgrund der unterschiedlichen Arten von Verbriefungstransaktionen und potenziell neuer Assetklassen können sich hier unterschiedliche Merkmale ergeben, um die Wertentwicklung der Verbriefungsposition und der zugrunde liegenden Risikoposition einschätzen zu können. Daher sind nicht alle aufgeführten Aspekte bei jeder Verbriefung von Bedeutung. Die Auflistung führt jedoch dazu, dass alle Prüfmerkmale abgehakt werden müssen und zur Compliance der Nachweis erbracht werden muss, inwieweit das jeweilige Merkmal in dem konkreten Fall von Relevanz ist.

## → 1.1.7 Durchführung von Stresstests bei ABCP-Programmen

Aktuelle Regelung	Änderungsvorschlag
Ein Investor muss nach Art. 5 (4) (b) und (c) VVO bei ABCP-Programmen regelmäßig Stresstest durchführen.	Art. 5 (4) (b) und (c) VVO sollten gänzlich gestrichen werden.

### Begründung

Eine detaillierte Regelung zu Stresstests ist nicht notwendig, da in den schriftlich fixierten Verfahren nach Art. 5 (4) (a) VVO bereits angemessen festgelegt wird, wie die Risikobewertung zu erfolgen hat.

## → 1.1.8 Internes Reporting

Aktuelle Regelung	Änderungsvorschlag
Der Investor muss nach Art. 5 (4) (d) VVO ein internes Reporting an sein Leitungsorgan sicherstellen, so dass die wesentlichen Risiken aus seiner Verbriefungsposition dem Leitungsorgan bekannt sind und diese Risiken angemessen gesteuert werden.	<p>Die Ausführungen in Art. 5 (4) (d) VVO sollten erweitert werden:</p> <p>d) eine interne Berichterstattung an sein Leitungsorgan <u>oder an eine von seinem Leitungsorgan bestimmte Stelle</u> sicherstellen, so dass die wesentlichen Risiken aus seiner Verbriefungsposition dem Leitungsorgan <u>oder der von diesem bestimmten Stelle</u> bekannt sind und diese Risiken angemessen gesteuert werden;</p>

### Begründung

Die Delegierung an eine vom Leitungsorgan bestimmte Stelle ermöglicht dem Leitungsorgan eine größere Flexibilität bei gleichbleibender Qualität der Informationsverarbeitung. Die Einbindung des Leitungsorgans in Einzelentscheidungen ist auch nicht notwendig. Vielmehr verlangt eine solche Pflicht die Transaktion. Sie macht die Investition in Verbriefungen unattraktiver, weil es keine vergleichbare Regelung bei anderen Finanzprodukten gibt.

## 1.2 Transparenzanforderungen (Art. 7 VVO)

### Ausgangssituation

Verbriefungstransaktionen sind einer Vielzahl von Reportinganforderungen unterworfen, die sich nicht nur in ihren Anforderungsprofilen überschneiden, sondern auch unterschiedliche Terminologien verwenden. Jedoch sind die bestehenden Reportinganforderungen nicht zielgerichtet, eine systematische Auswertung des Markts findet nicht statt. Investoren beziehen zudem im Wesentlichen ihre Informationen auf anderen Wegen.

Die European Benchmark Exercise (EBE) von AFME, EDW und TSI mit einem zusätzlichen, freiwilligen Reporting von ABCP und privaten ABS durch zwölf führende marktteilnehmende Banken zeigt sogar auf, dass die Marktanalysen der ESMA in einigen Aspekten unvollständig sind und zu falschen Schlussfolgerungen führen. Die EBE wurde ins Leben gerufen, da insbesondere im privaten Marktsegment trotz der umfassenden Reportinganforderungen keine hinreichende Transparenz herrscht.<sup>7</sup> So konnten teilweise nicht zutreffende Markteinschätzungen der Europäischen Aufsichtsbehörden (European Supervisory Authorities – ESAs) auf Basis unvollständiger Informationen des Reportings gemäß Art. 7 VVO ergänzt werden. Die EBE zeigt den Willen und die Bereitschaft der Marktteilnehmer auf, an diesem Aspekt aktiv mitzuwirken.

### Ziel

Das Reporting sollte insgesamt zielgerichteter werden. Es muss die seitens der ESMA richtigerweise aufgeworfene Fragestellung berücksichtigt werden, welche Zielsetzungen durch die Reportingvorschriften erreicht werden sollen. Die Vorschläge zur Anpassung des Reportings gemäß Art. 7 VVO sollten daher in Abhängigkeit vom Marktsegment erfolgen.<sup>8</sup> Dabei sind die beiden Ziele - Information von Investoren für ihre Investitionsentscheidung und Information der Aufsicht und Öffentlichkeit - abzuwägen.

### Empfehlung

Das umfangreiche Reporting stellt eine deutliche Markteintrittshürde dar, die abgesenkt werden muss. Gleichzeitig muss Berücksichtigung finden, dass im Markt etablierte Originatoren keinen großen Aufwand für die Umstellung bereits implementierter Systeme haben sollten. Ende 2023 hat die Europäische Kommission die ESMA dazu eingeladen, ihre Meldevorlagen zu überarbeiten. Eine umfassende und zielgerichtete Überarbeitung der Offenlegungstemplates ist notwendig, um das Reporting adressatengerecht zu gestalten und gleichzeitig die Vereinheitlichung der Reportingsysteme mitzudenken. Eine Überarbeitung der Meldevorlagen ist auf die verschiedenen Marktsegmente im Verbriefungssektor zuzuschneiden:

- 1 Öffentliche ABS
- 2 ABCP / Private Non-ABCP
- 3 Synthetische Bilanzverbriefungen
- 4 CLOs (hier nicht abgedeckt)

Da diese vier Marktsegmente sehr unterschiedliche Merkmale in Bezug auf die Offenlegungsanforderungen aufweisen, empfiehlt sich, nicht eine und dieselbe Option für alle Marktsegmente anzuwenden, sondern die Art und Weise der weiteren Überarbeitung der Templates in Abhängigkeit vom jeweiligen Marktsegment zu wählen. Eine Übersicht zu den vier Marktsegmenten findet sich in Anlage 4. Auch sollten für alle Templates die Anforderungen an das Datenformat revidiert und .csv-Dateien als Standard festgesetzt werden. Die Initiative empfiehlt ausdrücklich, bei der Überarbeitung der Templates Vertreter der Verbriefungsbranche in vergleichbarer Art und Weise einzubeziehen, wie seinerzeit bei der Erarbeitung der Loan-Level-Datentemplates durch die Europäische Zentralbank (EZB).

Insgesamt müssen die hohe Komplexität des Reportings reduziert, Kostensparnisse realisiert und die relative Attraktivität des Produktes Verbriefungen gesteigert werden. Aus einer solchen Anpassung könnte sich ein deutlich positiver Effekt für neue Marktteilnehmer und ein unterschiedlich ausgeprägter positiver Effekt für bestehende Marktteilnehmer – je nach Marktsegment – ergeben. Die Vorschläge sind eher auf mittlere Frist umsetzbar, die Effekte würden jedoch direkt nach Umsetzung eintreten.

<sup>7</sup> [Aktueller Report der EBE](#).

<sup>8</sup> [Gemeinsame Stellungnahme der TSI und der Deutschen Kreditwirtschaft](#).

## → 1.2.1 Vielzahl von Reportingsystemen

Aktuelle Regelung	Änderungsvorschlag
<p>Eine breite Spanne von Verordnungen schreiben die Reportinganforderungen für Verbriefungstransaktionen vor. Zu diesen Systemen gehören das Reporting gemäß Art. 7 VVO, das Common Reporting (COREP), der Simple, Transparent and Standardised (STS) Report, die Significant Risk Transfer (SRT) Reporting, das Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) Reporting, das statistische Reporting der EZB sowie AnaCredit.</p> <p>Die nachträgliche Einführung der EZB-Notifizierung-Templates und das parallel bestehende COREP und SRT Reporting zeigen, dass aufsichtliche Zwecke bei den Templates dennoch nicht erfüllt werden.</p> <p>Umfassende Informationen werden von gemäß CRR regulierten Investoren zudem bereits regelmäßig im Rahmen der Offenlegungsberichte zur Verfügung gestellt, die Aufsichtsbehörden und Investoren einen umfassenden Einblick in die Verbriefungsaktivitäten gewährleisten.</p>	<p>Die bestehenden Reportingsysteme sind zusammenzuführen und zu vereinfachen. Der Datenumfang – und nicht nur einzelne Datenfelder – muss deutlich minimiert und aggregiert werden. Die Begrifflichkeiten sind anzugeleichen. Gleichzeitig dürfen im Markt tätige Originatoren nicht abgeschreckt werden, in dem Markt weiter tätig zu sein. Das bedeutet, dass der Aufwand für die Umstellung bereits implementierter Systeme mitgedacht werden muss.</p>
<p><b>Begründung</b></p> <p>Es bestehen zu viele Redundanzen beim Reporting, welche abgeschafft werden müssen. Zudem fehlt diesem in Verbindung mit Verbriefungen ein klarer Nutzen. Der Aufsicht ist es aktuell nicht möglich, die Datenmengen systematisch auszuwerten. Das Reporting ist vom Selbstzweck hin zu einem nutzenorientierten, schlanken Reportingsystem umzugestalten, welches die Kosten insbesondere auf Seiten der Originatoren senkt.</p>	

## → 1.2.2 Daten auf Einzelkreditebene bei hochgranularen Portfolios von Öffentlichen ABS-Transaktionen

Aktuelle Regelung	Änderungsvorschlag
<p>Gemäß Art. 7 (1) (a) und Art. 7 (1) UAbs. 4 VVO ist das Reporting auf Einzelkreditebene vorgeschrieben. Diese Anforderung gilt für alle Verbriefungssportfolios unabhängig von Granularität des Verbriefungssportfolios oder Bedarf der Investoren und Aufseher. Dieser Prozess ist mit erheblichem Aufwand verbunden und stellt eine signifikante Eintrittsbarriere für neue Originatoren, z. B. mittelständische Unternehmen, dar. Zudem ist der Nutzen des Reportings für Investoren fraglich, sofern aussagekräftige Portfolio- und Vertragsdaten zur Verfügung stehen. Auch der Vorteil für die Aufsichtsbehörden durch diese detaillierten Daten ist zweifelhaft.</p>	<p>Die Erstellung der ESMA-Melde-templates für Öffentliche ABS ist auf Seiten der Originatoren überwiegend automatisiert. Jede kleinere Anpassung der bestehenden Templates würde nichts am Verhalten der Investoren ändern, sondern lediglich zusätzliche Kosten auf der Seite der Originatoren verursachen. Für Öffentliche ABS ist somit lediglich die verpflichtende Vorgabe zum Reporting auf Einzelkreditebene bei hochgranularen Portfolios abzuschaffen.</p>

### Begründung

Hochgranulare Portfolios bestehen aus vielen Forderungen, deren Einzelwert im Vergleich zum Gesamtportfolio äußerst gering ist. Das Risikoprofil ergibt sich daher aus dem Portfolio als Ganzes, da die Einzelkredite im Vergleich zu diesem nicht merklich ins Gewicht fallen.

Ein Reporting auf Einzelkreditebene bietet daher für die Risikobewertung üblicherweise keinen Nutzen. Sowohl Investoren als auch Ratingagenturen bewerten das Portfolio nicht auf Einzelebene, sondern nutzen in der Regel aggregierte Daten sowie aus Einzeldaten erstellte Stratifizierungstabellen. Auch die Aufsicht bewertet granulare Portfolios als Ganzes bzw. über Stratifizierungstabellen und erhält durch das Reporting auf Einzelforderungsbasis keinen Mehrwert.

Aufgrund des hohen Aufwands bei der Erstellung würde eine Streichung eine zeitliche und finanzielle Entlastung der Originatoren bedeuten. Dies würde nicht nur eine Kostensparnis für alle Beteiligten zur Folge haben, sondern auch den Verbriefungsmarkt für eine breitere Gruppe von Teilnehmern attraktiver machen. Der Verzicht auf die Bereitstellung der Loan-Level-Daten bei hochgranularen Portfolios stellt für Investoren keinen Nachteil dar, da diese die Risikobewertung durch aggregierte Daten vornehmen.

Aus den Änderungsvorschlägen ist ein deutlich positiver Effekt für Marktteilnehmer mit relevanten Portfolios zu erwarten, der direkt nach der Umsetzung eintreten könnte. Eine Änderung ist im Rahmen des nächsten Legislativvorschlags möglich.

### → 1.2.3 Daten auf Einzelkreditebene bei ABCP / private Non-ABCP und synthetischen Verbriefungen

Aktuelle Regelung	Änderungsvorschlag
<p>Gemäß Art. 7 (1) (a) und Art. 7 (1) UAbs. 4 VVO ist das Reporting auf Einzelkreditebene vorgeschrieben. Dies gilt auch für private Verbriefungen. Dies bedeutet einen erheblichen Aufwand bei der Datenerhebung und Datenverarbeitung sowohl für Unternehmen – besonders für kleine sowie mittlere Unternehmen (KMU) – als auch für Banken.</p>	<p>Die verpflichtende Vorgabe zur Erstellung von Berichten auf Einzelkreditebene bei privaten Verbriefungen im Bereich ABCP / private Non-ABCP sowie synthetischen Verbriefungen ist abzuschaffen, sofern an diesen Transaktionen ein begrenzter Kreis von Banken und Investoren beteiligt ist. Dies kann als privat-syndizierte Transaktion bezeichnet werden.</p> <p>a) Informationen über die zugrunde liegenden Risikopositionen auf vierteljährlicher Basis oder – im Falle von ABCP – Informationen über die zugrunde liegenden Forderungen oder Kreditforderungen auf monatlicher Basis; <i>eine solche Pflicht besteht für Originator, Sponsor und Verbriefungszweckgesellschaft einer Verbriefung nicht, wenn es sich um eine Verbriefung handelt, an der ein begrenzter Kreis von Kreditinstituten und Investoren beteiligt ist (privat-syndizierte Transaktionen);</i></p> <p>[...]</p> <p>Im Falle von ABCP <i>und privat-syndizierten Transaktionen</i> werden die Informationen nach Unterabsatz 1 Buchstabe a, Buchstabe c Ziffer ii und Buchstabe e Ziffer i den Inhabern der Verbriefungsposition und auf Verlangen den potenziellen Anlegern in aggregierter Form zur Verfügung gestellt.</p> <p>Für detailliertere Angaben verweisen wir auf Anlage 3.</p>

#### Begründung

Anders als bei Öffentlichen ABS sind bei solchen privaten Verbriefungen die Investoren frühzeitig und eng im Transaktionsprozess eingebunden. Benötigen sie bestimmte Informationen, werden ihnen diese bereits vor Abschluss der Transaktion zur Verfügung gestellt. Können die von ihnen benötigten Informationen nicht zur Verfügung gestellt werden, kommt die Transaktion nicht zum Abschluss. Ein Reporting auf Einzelkreditebene bietet privaten Investoren daher in den meisten Fällen keinen Mehrwert.

Die Pflicht zur Bereitstellung von Daten auf Einzelkreditebene stellt eine wesentliche Eintrittsbarriere für neue Originatoren dar, die private Verbriefungen als Möglichkeit zum Einstieg in den Verbriefungsmarkt betrachten, da sie in Kooperation mit den Investoren eine an den Bedürfnissen der Transaktionsparteien orientierte Finanzierung ermöglichen oder deren Forderungen grundsätzlich nicht für breit platzierte Term-Transaktionen geeignet sind (vor allem Handelsforderungen). Es ist kein Vorteil dieser Form des Reportings für diese Art von Verbriefungen erkennbar.

Es sei darauf verwiesen, dass es für private Verbriefungen derzeit keine Meldung über ein Verbriefungsregister oder andere aufsichtliche Reportingsysteme gibt. Insofern liegen auch keine systematisch erhobenen Marktdaten vor. Daher sollten die Vorlagen so überarbeiten werden, dass daraus eine Marktübersicht generiert werden kann. Hierzu sind segmentspezifische Vorlagen für private Non-ABCP und synthetische Verbriefungen zu entwickeln, welche die von der Aufsicht benötigten Daten auf Transaktionsebene enthalten. Weiterhin ist der Zugriff der Aufsicht auf diese Vorlagen zu ermöglichen. Als Grundlage können bereits bestehende Vorlagen, wie z. B. für ABCP-Transaktionen, herangezogen werden.

Dieser Ansatz hat sich in der EBE für Zwecke der Information an die Aufsicht und Öffentlichkeit bewährt.

Aus den Änderungsvorschlägen ist ein deutlich positiver Effekt für Originatoren zu erwarten, der direkt nach der Umsetzung eintreten könnte. Eine Änderung ist im Rahmen des nächsten Legislativvorschlags möglich.



## → 1.3 STS-Regelungen (Art. 18 ff. VVO)

### Ausgangssituation

Mit der Einführung der in Kapitel 4 der europäischen Verbriefungsverordnung dargelegten Anforderungen an STS-Verbriefungen wurde erfolgreich das Ziel umgesetzt, einen allgemeingültigen Qualitätsstandard im Verbriefungsmarkt zu etablieren. Die damit verbundenen Eigenkapitalerleichterungen für regulierte Investoren bei Investitionen in sich qualifizierende Transaktionen sind folgerichtig und sinnvoll. Obwohl mit dem Gütesiegel „STS“ keine direkten Aussagen über den ökonomischen Risikogehalt einer Transaktion getroffen werden, sondern vielmehr Aussagen über die Attribute „einfach“, „transparent“ und „standardisiert“ formuliert sind, sollten trotz dieser recht formalen Betrachtungsweise bei der Definition der Qualitätskriterien die damit verbundenen ökonomischen Wirkungsmechanismen nicht außer Acht gelassen werden. Auch in der praktischen Umsetzung zahlreicher Transaktionen hat sich herausgestellt, dass Nachbesserungen des Regelwerks geboten sind, um sich bisher nicht qualifizierende hochwertige Transaktionen zukünftig berechtigterweise mit dem Gütesiegel „STS“ versehen zu können und somit den Markt für Verbriefungstransaktionen zu stärken.

### Ziel

Einige der STS-Kriterien stehen ihren eigenen Grundsätzen „einfach“ und „transparent“ entgegen. Teilweise sind sie unklar formuliert, teilweise erweckt es den Anschein, als wären Aspekte bzw. Auswirkungen einzelner Regelungen nicht konsequent zu Ende gedacht. Manche Punkte haben jedoch so starke ungewollte Auswirkungen, dass sie Marktteilnehmer abhalten, Prozesse erschweren oder Kosten unnötig erhöhen. Ziel ist es, die Kriterien mit der Marktpraxis in Einklang zu bringen und ein einfacheres Regelwerk zu schaffen.

### Empfehlung

Die nachzubessernden STS-Regelungen sind in den folgenden Vorschlägen aufgegriffen. Sie mögen als Detailanpassungen erscheinen, ihre Umsetzung hat jedoch positive Effekte auf die Marktaktivitäten von Originatoren und Investoren. Alle präsentierten Vorschläge sind im Rahmen des nächsten Legislativvorschlags kurzfristig umsetzbar. Durch die Umsetzung wird eine Erhöhung der finanzierten Volumina erwartet.



### → 1.3.1 Zwingende Verwendung einer Verbriefungszweckgesellschaft

Aktuelle Regelung	Änderungsvorschlag
<p>Aus den Art. 20 (1) bzw. 24 (1) VVO ergibt sich bei einer rein formalen Betrachtung, dass sich ausschließlich Transaktionen für das Gütesiegel „STS“ qualifizieren, in denen das Eigentumsrecht an den zugrunde liegenden Risikopositionen von einer Verbriefungszweckgesellschaft erworben wird. Somit ist im Umkehrschluss ausgeschlossen, dass die Risikopositionen direkt vom Investor erworben werden können, obwohl diese Alternative in einigen Fällen risikoärmer wäre und zu geringeren Kosten führen würde. Diese formale Be trachtungsweise wurde bedauerlicherweise im Rahmen des Q&amp;A-Prozesses durch die zuständigen Aufsichtsbehörden bestätigt und eine inhaltlich angemessene Bewertung abgelehnt.</p>	<p>Da eine Direktinvestition über die Bankbilanz und nicht über eine Zweckgesellschaft per se keine risikoerhöhende Wirkung entfaltet und Kosten in nennenswertem Umfang eingespart werden können, ist eine Klarstellung sinnvoll, dass sich auch Verbriefungen ohne Einbindung einer Verbriefungszweckgesellschaft für das Gütesiegel „STS“ qualifizieren. Die o.g. Artikel sind z. B. wie folgt anzupassen:</p> <p>Das Eigentumsrecht an den zugrunde liegenden Risikopositionen muss <del>von der Verbriefungszweckgesellschaft</del> <b>vom Forderungskäufer</b> im Wege einer „True-Sale“-Verbriefung oder einer Abtretung oder einer Übertragung mit gleicher rechtlicher Wirkung in einer Weise erworben werden, die gegenüber dem Verkäufer oder jedem Dritten durchsetzbar ist. Die Übertragung des Eigentumsrechts <del>auf die Verbriefungszweckgesellschaft</del> <b>den Forderungskäufer</b> darf im Falle einer Insolvenz des Verkäufers keinen schwerwiegenden Rückforderungsvereinbarungen unterliegen.</p>

#### Begründung

In einigen Fällen nimmt die Bank z. B. die Forderungen eines Industrieunternehmens selbst auf die Bilanz, daher ist die Einbindung einer Verbriefungszweckgesellschaft (Securitisation Special Purpose Entity – SSPE) nicht nötig. Es erfolgt jedoch eine Tranchierung wie bei einer klassischen ABS-Transaktion mit SSPE. Auch solche Transaktionen, in denen Banken Forderungen direkt und ohne Einbindung eines SSPEs ankaufen, sollten STS-fähig sein. Es entstehen keinerlei Nachteile oder Risiken, da bei solchen Transaktionen keine weiteren, dritten Investoren eingebunden sind.

## → 1.3.2 Historische Wertentwicklungen

Aktuelle Regelung	Änderungsvorschlag
Zur Erfüllung der Transparenzkriterien müssen gemäß Art. 22 (1) / Art. 24 (14)/ Art. 26d (1) VVO potenziellen Anlegern Daten über die historische statische und dynamische Wertentwicklung im Hinblick auf Ausfälle und Verluste zugänglich gemacht werden. Hierbei ist in der Praxis oft unklar, welche Daten im Detail zu liefern sind.	Um sich an unternehmens- und transaktionsspezifischen Gegebenheiten orientieren zu können und so auch die Informationsbedürfnisse der Investoren zielgerichtet abzubilden, ist ein Wahlrecht des Originators erforderlich.

### Begründung

Die Änderung beseitigt Unklarheiten in der praktischen Handhabe und erlaubt eine zielgerichtete Information der Investoren.



### → 1.3.3 Laufzeitbeschränkungen

Aktuelle Regelung	Änderungsvorschlag
<p>Art. 24 (15) VVO beschreibt die Einschränkung, dass die gewichtete durchschnittliche Restlaufzeit eines Verbriefungspools von Darlehen für Kfz-Käufe, Kfz-Leasinggeschäfte und Transaktionen betreffend das Leasing von Ausrüstungsgegenständen höchstens 3,5 Jahre betragen darf und keine der zugrunde liegenden Risikopositionen eine Restlaufzeit von mehr als 6 Jahren haben darf.</p> <p>Es ist zwar davon auszugehen, dass Transaktionen mit längerer Restlaufzeit tendenziell einen höheren Risikogehalt haben und somit in den Transaktionsstrukturen höhere Sicherungsmechanismen zur Risikoreduzierung implementiert werden. Somit erscheint die beschriebene Limitierung nachvollziehbar, jedoch als hartes Kriterium nicht geeignet.</p> <p>Gerade Vermögensgegenstände im Rahmen der Transformationsfinanzierung verfügen oft über längere Laufzeiten und können derzeit nicht im Rahmen von STS-Verbriefungstransaktionen finanziert werden. Insbesondere vor dem Hintergrund, dass Transaktionen mit langen Laufzeiten auch mit erhöhten Sicherungsmechanismen ausgestattet werden, sollten Laufzeiteinschränkungen kein generell restriktiver Bestandteil der VVO sein.</p>	<p>Das Kriterium zur Laufzeitlimitierung sollte gestrichen werden.</p>

#### Begründung

Durch den Wegfall der Laufzeitlimitierung werden längerfristige Finanzierungsverträge nicht länger unangemessen diskriminiert. Die Erhöhung des Finanzierungsvolumens ist die Folge. Diese Regelung ist von besonderer Relevanz für den Bereich der gewerblichen Mobilienleasing- und Absatzfinanzierungsbranche, in der auch längerlebige Wirtschaftsgüter an kleine und mittelgroße Unternehmen finanziert werden. So werden in der Regel Spritzgussmaschinen über eine Laufzeit von 13 Jahren, Abfüllanlagen für 10 Jahre, Fräsmaschinen für 8 Jahre, Sattelschlepper für 9 Jahre, Anhänger für 11 Jahre und Arbeitsbühnen für 11 Jahre geleast.

### → 1.3.4 Amortisationstrigger

Aktuelle Regelung	Änderungsvorschlag
<p>In Art. 21 (6) d) VVO ist die Notwendigkeit der Beendigung der revolvierenden Phase vorgeschrieben, wenn eine nicht hinreichende Generierung neuer zugrunde liegender Risikopositionen erfolgt, die über die im Voraus festgelegte Kreditqualität verfügen.</p> <p>Dieser Trigger ist bei Transaktionen mit fluktuierenden Forderungsvolumina, wie sie gerade bei privaten Transaktionen regelmäßig vorkommen und durch ein entsprechend fluktuierendes Volumen an emittierten Finanzierungsinstrumenten kompensiert werden, nicht sinnvoll.</p> <p>Insbesondere in Branchen mit zyklischem Finanzierungsbedarf wie beispielsweise in der Landwirtschaft ist es erforderlich, schwankende Volumina zu ermöglichen. Im Gegensatz zu öffentlichen Transaktionen ist für diese Fälle eine entsprechende Tilgung von begebenen Verbriefungspositionen vorgesehen, die bei Wiederanstieg der Volumina neu begeben werden können.</p>	<p>Zumindest für private Transaktionen sollte auf dieses Kriterium verzichtet werden.</p>

#### Begründung

Der Wegfall dieser Regelung stellt eine Erleichterung vor allem bei privaten Transaktionen dar. Da in privaten Transaktionen verschiedene Arten von Triggern für Überwachungszwecke enger gesetzt werden als in öffentlichen Transaktionen (keine negative Publizität), entstehen durch Wegfall dieser Regelung keinerlei negative Auswirkungen für die finanziierenden Banken.

### → 1.3.5 Homogenitätskriterien

Aktuelle Regelung	Änderungsvorschlag
<p>Die in den Art. 20 (8), 24 (15) und 26b (8) VVO verlangte Homogenitätsanforderung hinsichtlich eines zu verbrieften Portfolios zur Erlangung des STS-Status ist nachvollziehbar und sinnvoll. Insbesondere fällt hierunter die Anforderung, dass ein Verbriefungspool nur eine einzige Vermögenswertkategorie enthalten darf. Die technische Konkretisierung enthält jedoch umfangreiche einschränkende Faktoren.</p> <p>Gemäß Art. 2 (3) RTS Homogenität<sup>9</sup> ist es beispielsweise möglich, Forderungen an KMU und sonstige Arten von Unternehmen und Kapitalgesellschaften in einer Transaktion zusammenzufassen, wenn die Risikopositionen gegenüber Schuldern mit Wohnsitz im selben Hoheitsgebiet bestehen. Die Verbriefung von länderübergreifenden Portfolios, in denen sowohl KMU als auch andere Unternehmen enthalten sind, ist somit nicht möglich bzw. nur möglich, wenn der Originator nachweisen kann, dass die im verbrieften Portfolio enthaltenen Forderungen einheitlichen internen Ratingsystem unterliegen.</p>	<p>Es sollte die Möglichkeit bestehen können, länderübergreifende Portfolios mit KMU und anderen Unternehmen verbrieften zu können. Ergänzend könnte klar gestellt werden, dass der Originator über geeignete und homogene Risikomessverfahren/interne Ratingsysteme verfügen muss, um die Qualität länderübergreifender Portfolios, die aus KMU und anderen Unternehmen bestehen, sachgerecht beurteilen zu können.</p>

#### Begründung

Die Strukturierungs- und Finanzierungsprozesse werden erleichtert durch den Abbau von Unsicherheiten.

### → 1.3.6 Sicherungsgeber bei synthetischen Transaktionen

Versicherungen sind gleichberechtigt als Investoren unter STS einzubinden (siehe Abschnitt 3.2.).

<sup>9</sup> <https://www.tsi-kompakt.de/2024/02/neuer-homogenitaets-rts-tritt-in-kraft/>.

### → 1.3.7 Differenzierte Eigenmittelbehandlung

#### Aktuelle Regelung

In Bezug auf STS-Transaktionen werden in Art. 243 CRR weitere Anforderungen definiert, damit die Position hinsichtlich der Kapitalunterlegung von den reduzierten Anforderungen für STS-Verbriefungen profitieren kann.

In Art. 243 (1) CRR wird zwischen Positionen in einem ABCP-Programm oder einer ABCP-Verbriefung und in Art. 243 (2) CRR zwischen Positionen, bei denen es sich nicht um ein ABCP-Programm oder eine ABCP-Transaktion handelt, unterschieden.

Gemäß Art. 243 (1) (b) CRR wird für Handelsforderungen bestimmt, dass für versicherte Portfolios eine maximale Positions konzentration (2 Prozent) einzelner Schuldner nicht zur Anwendung kommt. Hingegen fehlt in Absatz 2 diese ausdrückliche Regelung für nicht ABCP-Verbriefungen.

In der Praxis führt dies zu Beschränkungen der Finanzierungsmöglichkeiten für Handelsforderungen, abhängig von der Transaktionsform bzw. Refinanzierungsart. Eine Differenzierung der Abhängigkeit von der Refinanzierungsform (ABCP-Programm oder andere Programmstrukturen bzw. über die Bankbilanz) ist aus Risikosicht nicht sachlogisch. Aus Risikosicht ist die Refinanzierungsart nicht maßgeblich, sondern die Tatsache, dass ein Versicherungsschutz besteht. In der Praxis beschränkt dies vor allem die Finanzierung von mittelständischen Handelsforderungsportfolios abhängig von der Transaktionsart. Auch die Finanzierung von Transformationsprojekten (Projektfinanzierungen) wird durch diese Limitierung beschränkt und kann derzeit nicht dargestellt werden.

#### Änderungsvorschlag

Es sollte eine Klarstellung erfolgen, dass auch Non-ABCP-Verbriefungen bei Vorliegen einer Versicherung von der Vorgabe einer Positions konzentration ausgenommen sind.

#### Begründung

Der Wegfall dieser Beschränkung führt zu größeren Finanzierungsvolumina und vereinfacht den Strukturierungsprozess.

# 2 Angemessene Rahmenbedingungen für Banken schaffen

## Ausgangssituation

Im Nachgang der Finanzkrise haben sich europäische Banken vom Verbriefungsmarkt weitgehend verabschiedet. Auch wenn die Performance der europäischen Verbriefungen im Vergleich zu den US-amerikanischen keine nennenswerten Probleme aufwies, erschien den Banken das mit diesem Instrument verbundene Reputationsrisiko oft als zu hoch.

Zudem begann eine Phase der regulatorischen Unsicherheit, in der ab ca. 2010 erste Vorschläge zur Verschärfung des Verbriefungsrahmenwerkes diskutiert wurden. Im Zuge dieser Diskussionen auf Ebene der G20 und des Baseler Ausschusses für Bankenaufsicht kristallisierten sich substanzell steigende Kapitalanforderungen für Verbriefungspositionen mit Risikogewichten von bis zu 1.250 Prozent heraus.

Das neue Rahmenwerk wurde in Europa 2015 verabschiedet und ab 2019 umfassend in Kraft gesetzt. In dieser Phase wichen Marktteilnehmer zunehmend auf alternative Produkte aus.

Vor dem Hintergrund der Erfahrungen aus der Finanzkrise haben EU-Politik und Aufsicht das europäische Verbriefungsrahmenwerk restriktiv und mit prohibitiven Hürden ausgestaltet. Die unterstützende Rolle der Verbriefungen bei der Finanzierung der Realwirtschaft wurde dabei außer Acht gelassen.

Auf dem europäischen Verbriefungsmarkt sind heute vorwiegend große Banken aktiv. Mittlere und kleinere Institute nutzen Verbriefungen im Regelfall nicht. Die entscheidenden Ursachen für die Zurückhaltung dieser Banken liegen nicht in der fehlenden Effektivität von Verbriefungen bei Refinanzierung und Risikoreduktion. Was EU-Banken heute in der

Breite von Verbriefungen fernhält, sind vielmehr

- der hohe Umsetzungsaufwand und
- die überproportional hohen Kapitalanforderungen.

Der **hohe Umsetzungsaufwand** für Verbriefungen entsteht bei den Instituten vor allem aus der Komplexität und der Detailtiefe der Regelungen, sowie durch den Umfang der geforderten Offenlegung (siehe Kapitel 1).

Die Bestimmung des für eine bestimmte Verbriefungsposition anzuwendenden Risikogewichts erfordert den Durchlauf eines mehrstufigen nichtlinearen Entscheidungsbaums (Hierarchie) mit mehr als einem Dutzend Entscheidungsknoten. Fast alle Knoten erfordern die Auswertung oder Prüfung aktueller Pooldaten bzw. der Transaktionsstruktur. Die im Zentrum der Hierarchie stehenden formelbasierten Ansätze liefern den numerischen Wert des Risikogewichts mit Hilfe von Modellen, deren Verständnis solide mathematische Kenntnisse voraussetzt.

Neben CRR und VVO liefern zahlreiche RTS und EBA-Guidelines weitere Detailregelungen zur Umsetzung von Anforderungen an Verbriefungstransaktionen. Im Rahmen des öffentlichen Q&A-Prozesses liefert die EBA zusätzliche Stellungnahmen und Präzisierungen zu vielzähligen Einzelfragen bezüglich der Umsetzung des Rahmenwerks.

Die **überproportional hohen Kapitalanforderungen** bei Banken für Verbriefungspositionen wurden in das Rahmenwerk gezielt eingebaut. Die Kapitalanforderungen der CRR für Verbriefungspositionen beruhen auf dem sogenannten „Nicht-Neutralitäts-Prinzip“, wonach die Summe der

Kapitalanforderungen aller Tranchen systematisch höher ausfallen muss als die Kapitalanforderung für das zu-grunde liegende Portfolio ohne Verbriefung. Seitens Politik und Aufsicht wird die Überkapitalisierung vorwiegend mit einem erhöhtem „model and agency risk“ begründet. Für die mit dieser Begründung vermuteten Risiken fehlt ein empirischer Beleg.

Die systematische Überkapitalisierung operiert im Wesentlichen über zwei Hebel:

- Konservative Kalibrierung der Inputparameter für die Berechnung der Risikogewichte mit Hilfe der formelbasierten Ansätze,
- Anwendung von aufsichtlich vorgegebenen Mindestwerten (Floors) auf die Ergebnisse aus Schritt .

Die Markteintrittsbarriere trifft vor allem Institute, die in den vergangenen 15 Jahren mit den zunehmenden Anforderungen nicht stetig mitwachsen konnten. Sie wird heute nur noch von solchen Instituten überwunden, die

- die für Produkteinführung und laufenden Betrieb erforderlichen hohen finanziellen, organisatorischen und personellen Ressourcen bereitstellen können und
- über ein eigenes Geschäftsmodell verfügen, welches regelmäßig hohe verbriefungsfähige und vermarktbares Forderungsvolumina erzeugt (Pipeline).

Das Interesse europäischer Banken an Verbriefungen ist zuletzt angestiegen. Der Fokus liegt vermehrt auf Transaktionen mit **Signifikantem Risikotransfer** (SRT) zur Ausplatzierung von Kreditrisiken an den Kapitalmarkt. Bei der Durchführung dieser Transaktionen hat sich gezeigt, dass die Abstimmungen mit der Aufsicht zur regulatorischen Anerkennung der Kapitalentlastung oft zäh und zeitraubend ausfielen und bei ähnlichen Sachverhalten immer wieder unterschiedliche Ergebnisse lieferten. Für diesen Prozess fehlen transparente und in der EU weitgehend einheitlich abgestimmte Leitplanken, die Banken und Aufsicht mehr Zuverlässigkeit bei der Planung von SRT-Transaktionen ermöglichen würden.

Die über die Baseler Vorschriften hinausgehenden Anforderungen an die Anrechenbarkeit in der bankaufsichtlichen Liquidity Coverage Ratio – die sogenannte **LCR-Fähigkeit** – von Verbriefungspositionen führen zu einer geringen

Bereitschaft der Banken, Verbriefungspositionen als notenbankfähige Finanzierungsinstrumente und im Rahmen entsprechender aufsichtsrechtlicher Tests der LCR-Stresspuffer zu verwenden. Dies hat zur Folge, dass die Marktliquidität bei AAA-Senior-Tranchen von Öffentlichen ABS gering ist. Die Einstufung als HQLA 2b und die damit verbundenen hohen Sicherheitsabschläge (Haircuts) sowie die STS-Anforderungen aus der Verbriefungsregulierung stellen insbesondere aus Sicht von Bankinvestoren (Treasuries) Kosten dar, die den Nutzen von Verbriefungen bzw. des Haltens von Verbriefungspositionen als notenbankfähiges Finanzierungsinstrument untergraben.

## Ziel

Verbriefungen müssen in Europa einem weiten Kreis von Banken zugänglich gemacht werden. Mit Hilfe von Verbriefungen sollen Banken stärker in die Lage versetzt werden, durch Risikoausplatzierung Freiraum für Kreditvergabe an ihre Kunden zu schaffen und durch den Verkauf von Forderungen (True Sale) das Neugeschäft mit ihren Kunden zu refinanzieren. Außerdem können Banken, indem sie als Investoren in erstrangigen Verbriefungspositionen tätig werden, Drittbanken entlasten und mit Liquidität für das Kundengeschäft versorgen.

Eine notwendige Voraussetzung hierfür ist, dass Komplexität, Umfang und der Aufwand zur Umsetzung der aufsichtlichen Anforderungen bei Verbriefungen in Europa wieder auf ein Niveau zurückgeschraubt werden, das dem anderer Regelungsbereiche entspricht und grundsätzlich von allen Banken beherrscht werden kann.

Zudem müssen die Kapitalanforderungen bei Bankinvestoren zügig vom Paradigma der pauschalen Überkapitalisierung befreit und deutlich risikosensitiver ausgestaltet werden. Eigenmittel müssen effizient eingesetzt werden können, dem tatsächlichen Risiko der Transaktion entsprechend. Die Anforderungen an die LCR-Fähigkeit insbesondere von Senior STS-Verbriefungspositionen sollten risikoadäquater ausgestaltet werden.

Darüber hinaus müssen SRT-Transaktionen zwischen Aufsicht und Finanzindustrie im Rahmen vereinbarter Standards planungssicherer und deutlich rascher als bisher abgeschlossen werden können.



### Empfehlung

Die Entwicklung des regulatorischen Verbriefungsrahmenwerks in Europa hat seit der Finanzkrise zu einem komplizierten Geflecht aus tief verschachtelten Anforderungen, anspruchsvollen quantitativen Methoden und zu vielen kleinteiligen Regelungen geführt.

Es sollte in zwei Schritten vorgegangen werden:

- Kurzfristig müssen zentrale Markteintrittsbarrieren für EU-Banken abgemildert werden. Dies kann durch gezielte Anpassungen des aktuellen Rahmenwerks in Richtung einer risikosensitiveren und konsistenteren Ausgestaltung zentraler Parameter zur Bestimmung der Eigenkapital- und Liquiditätsanforderungen von Banken geschehen. Die wichtigsten Ansatzpunkte dazu sind zunächst eine risikosensitive Ausgestaltung der Senior-Floors und eine Reduzierung der allgemeinen Überkapitalisierung. Weiter ist eine dauerhafte Halbierung des p-Faktors im SEC-SA bei der Berechnung des Output Floors und eine angemessene Behandlung von Senior-Verbriefungspositionen in der LCR einzuführen. Schließlich sind verlässliche Leitplanken für den SRT-Prozess und weitere diverse Einzelmaßnahmen nötig.
- Auf mittlere Sicht sind eine dauerhafte Stärkung des Verbriefungsmarkts in der EU und zudem auf Baseler Ebene die grundlegende Überarbeitung des regulatorischen Rahmenwerks erforderlich. Nur so können die aufsichtlichen Anforderungen an Transparenz, Prozesssicherheit und Kapitalunterlegung mit dem Potenzial von Verbriefungen für die Finanzierung der Realwirtschaft wieder in Einklang gebracht werden. Die oben aufgelisteten Maßnahmen werden im Folgenden im Detail dargestellt.

## → 2.1 Risikosensitive Ausgestaltung der Senior-Floors und Reduzierung der allgemeinen Überkapitalisierung

### → 2.1.1 Senior Floors

Aktuelle Regelung	Änderungsvorschlag
<p>Die Einführung von Floors für Senior-Risikogewichte ist bei Verwendung des aus Basel stammenden Simplified Supervisory Formula Approach (SSFA) grundsätzlich nachvollziehbar. Allerdings fallen die aktuell in der CRR fest vorgegebenen Floor-Level – insbesondere bei bonitätsmäßig sehr guten und risikoarmen Referenzportfolios – deutlich zu hoch aus. Zudem schaffen feste Floor-Level unerwünschte Klippeneffekte.</p>	<p>Einführung von risikosensitiven Senior-Floors in den formelbasierten Ansätzen. Eine Differenzierung der Floors für STS- und Non-STS-Transaktionen könnte durch</p> $\text{Senior RW Floor} = 7\% \times K_{pool} \times 12,5 \quad \text{für STS-Transaktionen, bzw.}$ $\text{Senior RW Floor} = 12\% \times K_{pool} \times 12,5 \quad \text{für Non-STS-Transaktionen,}$ <p>umgesetzt werden, wobei</p> $K_{pool} = K_{IRB} \text{ bzw. } K_{pool} = K_A \quad \text{gemäß Art. 255 CRR.}$

#### Begründung

Die vorgeschlagene Floor-Struktur liefert risikoadäquate Floor-Level, da sie mit dem Risiko des Referenzportfolios ( $K_{IRB}$  bzw.  $K_A$ ) atmet. Beispiel: Im SEC-S<sub>A</sub> liefert der Änderungsvorschlag mit einem einheitlichen Proportionalitätsfaktor (10 %) für KMU-Portfolios mit einem mittleren KSA-Risikogewicht von 100 % und  $K_A = 0,08$  den aktuellen STS-Floor (10 %) (siehe Duponcheele et al. (2024) „Rethinking the Securitisation Risk Weight Floor“)<sup>10</sup>. Der Vorschlag kreiert keine zusätzlichen Klippeneffekte. Die Anpassung kann über die Änderung der CRR erreicht werden, wobei eine Entlastung unmittelbar nach Inkrafttreten eintreten könnte.

<sup>10</sup> [20240503-Rethinking-the-Securitisation-Risk-Weight-Floor-v61.pdf \(riskcontrollimited.com\)](https://www.riskcontrollimited.com/20240503-Rethinking-the-Securitisation-Risk-Weight-Floor-v61.pdf).

## → 2.1.2 Absenkung des p-Faktors bzw. Skalierung des Kapital-Inputs

Aktuelle Regelung	Änderungsvorschlag
<p>Die Überkapitalisierung drückt sich derzeit auch über die Festlegung des p-Faktors aus. Die Festlegung ist für den SEC-IRBA und den SEC-SA unterschiedlich ausgestaltet.</p> <p><b>SEC-IRBA:</b> Festsetzung der zulässigen Werte für den p-Faktor mit einem Floor von 0,2 (STS) bzw. 0,3 (Non-STS) sowie einem Cap von 0,5 (STS) bzw. 0,75 (Non-STS):</p> <p>STS (Art. 260 CRR):</p> $p = \min \{ 0,50 ; \max \{ 0,2 ; 0,5 \times (A + B \times (1/N) + C \times K_{IRB} + D \times LGD + E \times M_T) \} \}$ <p>Non-STS (Art. 259 CRR):</p> $p = \min \{ 0,75 ; \max \{ 0,3 ; (A + B \times (1/N) + C \times K_{IRB} + D \times LGD + E \times M_T) \} \}$ <p><b>SEC-SA:</b> Halbierung der aktuellen p-Faktoren in Art. 261 und 262 CRR.</p> <p>Um die mit der Herabsetzung des p-Faktors konstruktionsbedingt zunehmenden Klippeneffekte bezüglich der Risikogewichte zu vermeiden, könnte das Niveau der allgemeinen Überkapitalisierung <b>alternativ</b> auch durch eine Skalierung des Kapital-Inputs (<math>K_A</math>) herabgesetzt werden. Dies bedeutet, dass der Parameter <math>K_A</math> bei der Berechnung von <math>K_{SSFA}(K_A)</math> (Art. 261 CRR) durch den Ausdruck <math>(SF \times K_A)</math> ersetzt wird, wobei SF den Skalierungsfaktor bezeichnet. In diesem Fall wird für den SEC-SA die Parametrisierung</p> <p>STS: <math>p = 1</math> und <math>SF = 0,58</math>        Non-STS: <math>p = 1</math> und <math>SF = 0,65</math></p> <p>vorgeschlagen.</p> <p>Diese Parametrisierung führt im Vergleich zur aktuellen Regelung weiterhin zu einer deutlichen, aber spürbar niedrigeren Überkapitalisierung von etwa ca. 15 Prozent (STS) bzw. ca. 30 Prozent (Non-STS).</p>	

### Begründung

Die Änderungsvorschläge senken die allgemeine Überkapitalisierung, die weder durch die empirische Performance der Verbriefungen noch durch anhaltend hohe „model and agency risks“ begründet werden können. Die für den SEC-SA empfohlene Skalierung des Kapital-Inputs reduziert zudem die in der mathematischen Struktur des Modells angelegten Klippeneffekte. Die Anpassung kann über die Änderung der CRR erreicht werden, wobei eine Entlastung unmittelbar nach Inkrafttreten eintreten könnte.

### → 2.1.3 Anpassung der RW-Tabellen für den SEC-ERBA (inkl. IAA)

Aktuelle Regelung	Änderungsvorschlag
Nach den aktuellen Vorgaben ist, wenn der SEC-IRBA und der SEC-SA nicht zur Anwendung kommen, der SEC-ERBA zu verwenden. Die zu verwendenden Risikogewichte werden in den Tabellen der Art. 263 und 264 CRR dargestellt.	Die RW-Tabellen für den SEC-ERBA (Art. 263 und 264 CRR) und damit auch für den IAA müssen an die Änderungen in den formelbasierten Ansätzen konsistent angepasst werden.

#### Begründung

Der Änderungsvorschlag sorgt dafür, dass die Ansätze in ihrer Hierarchie konsistent bleiben. Die Anpassung kann über die Änderung der CRR erreicht werden, so dass eine Entlastung unmittelbar nach Inkrafttreten eintreten könnte.

### → 2.1.4 Dauerhafte Halbierung des p-Faktors im SEC-SA bei der Berechnung des Output Floors

Aktuelle Regelung	Änderungsvorschlag
Art. 465 (13) CRR sieht aktuell eine temporäre Halbierung des p-Faktors für solche Banken vor, die durch den Output Floor gebunden sind (Anwendung des SEC-IRBA oder IAA). Die Höhe des p-Faktors für den maßgeblichen SEC-SA bei der Ermittlung des Output Floors wird ausgewiesen mit:  STS-Verbriefungen: $p = 0,25$ in Art. 262 CRR;  Non-STS-Verbriefungen: $p = 0,5$ in Art. 261 CRR	Die zeitliche Befristung im Art. 465 (13) CRR sollte gestrichen werden. Zudem sollte auf eine feste numerische Vorgabe von Werten für die p-Faktoren verzichtet werden. Stattdessen sollte der Text „Halbierung der in Art. 261 und 262 CRR gegebenen Werte“ lauten.

#### Begründung

Die fachlichen Gründe, die für die temporäre Halbierung des p-Faktors bei der Berechnung des Output Floors gesprochen haben, gelten dauerhaft. Zudem verringert eine einheitliche und dauerhafte Regelung die Komplexität des Rahmenwerks und vermeidet zukünftige Belastungen. Der Verzicht auf feste numerische Vorgaben verringert einen Nachbesserungsbedarf bei zukünftigen Anpassungen der p-Faktoren in Art. 261 und 262 CRR. Der Änderungsvorschlag kann über die Änderung der CRR erreicht werden und wirkt stabilisierend, da eine abrupte Belastung durch die Wiederheraufsetzung des p-Faktors nach 2032 vermieden wird.

## → 2.2 Angemessene Behandlung von Senior-Verbriefungspositionen in der LCR

Aktuelle Regelung	Änderungsvorschlag
<p>Nach den aktuellen Regelungen der CRR und des Delegierten Rechtsaktes zur LCR (Art. 12 und 13)<sup>11</sup> können bestimmte Senior Tranchen von STS-Verbriefungen als liquide Aktiva der Stufe 2B berücksichtigt werden.</p>	<p>Die Berücksichtigungsfähigkeit von Verbriefungen in der LCR sollte folgendermaßen angepasst werden:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ Senior STS-Verbriefungen: HQLA Stufe 2A</li> <li>■ Senior Non-STS-Verbriefungen: HQLA Stufe 2B</li> </ul> <p>Zudem sollten die Haircuts auf ein mit Covered Bonds und Unternehmensanleihen vergleichbares Niveau angepasst werden. Darüber hinaus gibt es Detailanforderungen an ABS-Transaktionen bezüglich des Originators und der Homogenität, die verhindern, dass ABS-Transaktionen die Qualifizierung als HQLA erhalten. Auch hier muss geprüft werden, ob diese Anforderungen im Detail nicht dazu führen, dass die Liquidität geschmälert wird, und nicht wie aufsichtlich vermutet per se ein Kriterium für geringe Liquidität sind.</p>

### Begründung

Der Weg zu neuen Investoren kann nur über Banken führen, die Neu-Emissionen in die Bücher nehmen, am Markt anbieten und platzieren können. Die Nachfrage institutioneller Investoren muss nach dem langjährigen Crowding-out der EZB durch eine Stärkung der Angebotsseite stimuliert werden.

Jenseits der Maßnahmen zur Reduzierung des hohen Umsetzungsaufwands und der überproportional hohen Kapitalanforderungen werden Verbriefungspositionen durch eine angemessene Berücksichtigung als HQLA sowie durch risikoadäquate Haircuts attraktiver für Investoren. Dies führt insbesondere bei Öffentlichen ABS zu einer gesteigerten Marktliquidität. Erstens wird die Rolle von Verbriefungen bei der Sicherung der Liquiditätsposition kreditgebender Banken gestärkt, was gesamtwirtschaftlich zur Stabilität des Finanzmarkts beiträgt. Zweitens führt eine vollständige Ausplatzierung der Tranchen (Full Stack) von Öffentlichen ABS zur Kapitalentlastung und erhöht somit den Spielraum der Banken für Kreditausreichungen. Drittens würde die Stärkung der Verkäuferseite nach und nach die Käuferseite stimulieren. Neue Nicht-Bankinvestoren – insoweit regulatorische Anreize für den Aufbau entsprechender Kapazitäten gegeben sind – werden erschlossen, die systematisch Risiken aus der bankbasierten Unternehmensfinanzierung übernehmen.

Der Änderungsvorschlag kann über die Änderung der CRR und der Delegierten VO (EU) 2015/61<sup>12</sup> erreicht werden. Es wird mittelfristig eine Zunahme des Marktvolumens von Öffentlichen ABS ähnlich der Marktdynamik synthetischer Bilanzverbriefungen nach deren STS-Fähigkeit im Zuge des Capital Market Relief Packages erwartet.

<sup>11</sup> Delegierten Rechtsaktes zur LCR.

<sup>12</sup> Delegierte Verordnung (EU) 2015/61.

## → 2.3 Verlässliche Leitplanken für SRT-Prozess

Aktuelle Regelung	Änderungsvorschlag
<p>Nach Art. 244 f. fordert die CRR die Übertragung eines signifikanten Kreditrisikos (SRT) an Dritte. Der Prozess der aufsichtlichen Bestätigung für einen SRT dauert normalerweise drei Monate. Dieser Prozess kann von Bank zu Bank und von Land zu Land variieren und daher unter ähnlichen Umständen unterschiedlich lange dauern und zu unterschiedlichen Ergebnissen führen. Es besteht teilweise erhöhte Unsicherheit bezüglich des erwartbaren Ergebnisses eines SRT-Prozesses.</p>	<p>Damit SRT-Transaktionen zukünftig zügiger an den Markt gebracht werden können, sollten für den SRT-Prozess bei standardisierten Transaktionsstrukturen einheitliche Leitplanken zwischen Aufsicht und Industrie abgestimmt werden. Derartige Leitplanken können die Prozess- und Planungssicherheit für alle Parteien erhöhen. Wiederholungstransaktionen könnten über ein Fast-Track-Verfahren abgewickelt werden. Insgesamt sollte das Vorgehen der zuständigen Aufsichtsbehörden transparenter werden.</p> <p>Das aktuelle gemeinsame Projekt des SSM mit einer speziellen Verbriefungsarbeitsgruppe der Europäischen Bankenvereinigung ist der geeignete Weg zur Erarbeitung dieses Fast-Track-Verfahrens. Es muss jedoch sichergestellt sein, dass die Eignungskriterien für dieses Verfahren aus aufsichtlicher Vorsicht nicht so eng definiert werden, dass es in der Praxis kaum zur Anwendung kommt.</p>

### Begründung

Kürzere Emissionsprozesse bei höherer Zuverlässigkeit und erwartbaren Ergebnissen im SRT-Prozess würden weitere Hürden für Banken beseitigen. Risiken aus der Kreditvergabe insbesondere im Zuge der Ausplatzierung von Mezzanine-Tranchen synthetischer Bilanzverbriefungen an Nicht-Bankinvestoren könnten effektiver ausgelagert werden. Damit würden Kreditvergabekapazitäten freigesetzt. Die Stärkung der Verkäuferseite würde die Nachfrage durch Nicht-Bankinvestoren stimulieren. Eine weitere Zunahme des Marktvolumens und der Effizienzsteigerung bei der Risikoübertragung aus den Bankbilanzen an bestehende und neu in den Markt eintretende Nicht-Bankinvestoren ist zu erwarten.

Die Anpassungen sind ein weiterer Beitrag für die breite Bankwirtschaft und könnten insbesondere für neue Emittenten mittelfristig wirksam werden. Die Umsetzung der Maßnahmen liegt in Teilen beim Aufseher. Grundsätzlich könnten die Maßnahmen kurzfristig umgesetzt werden.

## → 2.4 Diverse Anpassungen

### → 2.4.1 STS-Plus Anforderungen

Aktuelle Regelung	Änderungsvorschlag
<p>Die Regelungen in Art. 243 CRR sehen neben den Anforderungen der europäischen Verbriefungsverordnung weitere Vorgaben für STS-Verbriefungen vor. Ein Bankinvestor oder Sponsor muss für die Nutzung der privilegierten STS-Risikogewichte prüfen, ob diese zusätzlichen Anforderungen eingehalten werden. Zur Erfüllung dieser Anforderungen ist der Bankinvestor oder Sponsor auf Angaben des Originators angewiesen, die nur aufwendig oder gar nicht beschafft werden können. Damit entfällt die STS-Privilegierung, oder Transaktionen werden unökonomisch, und im Ergebnis wird auf die Transaktion verzichtet.</p>	<p>Die STS-Plus Anforderungen sollten in die STS-Kriterien der europäischen Verbriefungsverordnung integriert werden.</p>

#### Begründung

Die Umsetzung des Änderungsvorschlags würde Bankinvestoren in der Umsetzung der Anforderungen entlasten. Die Änderung könnte direkt nach Umsetzung wirksam werden und einen positiven Effekt auf die Reduzierung der Transaktionskosten haben. Eine Änderung wäre kurzfristig im Rahmen des nächsten Legislativvorschlags umsetzbar.

### → 2.4.2 Doppelanrechnung ausgefallener Forderungen

Aktuelle Regelung	Änderungsvorschlag
<p>Bei der Ermittlung der risikogewichteten Positionsbezüge im Standardansatz (SEC-SA) nach Art. 261 CRR werden ausgefallene Forderungen doppelt einbezogen.</p>	<p>Klarstellung in Art. 261 CRR, dass sich KSA auf das (Teil-) Portfolio der nicht ausgefallenen Forderungen bezieht.</p>

#### Begründung

Die Doppelberücksichtigung ausgefallener Forderungen ist nicht sachgerecht. Durch die Änderung wird die Doppelanrechnung bei der Berechnung von  $K_A$  entfernt. Eine Änderung ist kurzfristig im Rahmen des nächsten Legislativvorschlags umsetzbar und hat einen kleinen positiven Effekt, der zügig eintreten kann.

## → 2.5 Die Änderung der Baseler Rahmenübereinkunft zur Eigenmittelunterlegung von Verbriefungen

Das Zusammenwirken der komplizierten Ansatz-Hierarchie, der anspruchsvollen Berechnungsvorschriften und der umfangreichen, aber oft unklaren Detailregelungen des Verbriefungsrahmenwerks führt zu einer Intransparenz, die nur noch von wenigen Spezialisten durchdrungen werden kann. Im Geschäftsablauf und in der Banksteuerung fällt es daher immer schwerer, die Kapitalanforderungen neuer Geschäfte in Verbriefungen zu antizipieren, die Höhe der Risikogewichte inhaltlich nachzu vollziehen oder ihre Sensitivität in Bezug auf Änderungen der Parameter oder Rahmendaten zuverlässig einzuschätzen.

Die meisten kleinen und mittelgroßen Banken in Europa meiden daher den mit dem Verbriefungsgeschäft in Europa verbundenen finanziellen, organisatorischen und personellen Aufwand. Das Potenzial von Verbriefungen zur Unterstützung der Transformationsfinanzierung liegt somit weitgehend brach.

Eine grundlegende Überarbeitung desaufsichtlichen Rahmenwerks für Verbriefungen ist erforderlich, um

- eine deutliche Vereinfachung der Regelungen zur Kapitalunterlegung herbeizuführen (**Reduktion von Komplexität und Umsetzungsaufwand**),
- eine flexiblere Struktur der formelbasierten Ansätze zu finden, die weniger Zielkonflikte bei der Erreichung der verschiedenen aufsichtlichen Zielsetzungen und angemessene Risikogewichte erzeugt (**höhere Risikoadäquanz**),
- auf Level 1 an Stelle von jetzigen kleinteiligen Detailregelungen eine stärkere Ausrichtung auf Prinzipien und Zielsetzungen vorzunehmen, um zukünftig auf Basis gewonnener Erfahrungen mehr Flexibilität bei der Weiterentwicklung von Durchführungsbestimmungen und ihrer operativen Umsetzung zu ermöglichen (**effektiveres Management der Regelungen**).



Bank für Internationalen Zahlungsausgleich - BIZ in Basel

# 3 Angemessene Rahmenbedingungen für Versicherungen schaffen

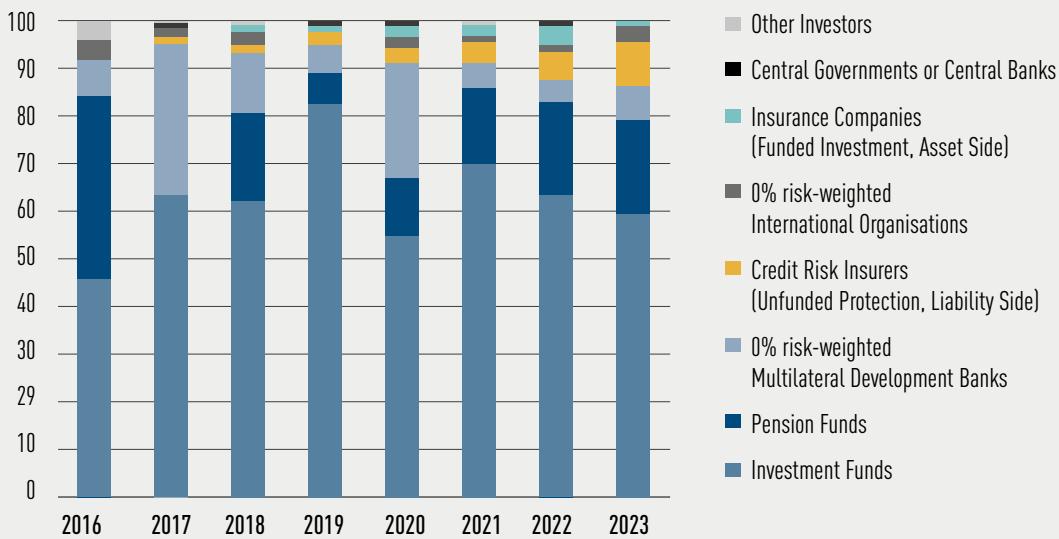
## Ausgangssituation

Assetmanager und Versicherer bilden eine bedeutende Investorengruppe im Bereich der Verbriefungen und tragen maßgeblich zum potenziellen Marktwachstum bei. Beide Akteure können eine Schlüsselrolle bei der Bewältigung der Herausforderungen der Transformation und der Förderung der Kapitalmarktunion übernehmen, um den kommenden Anforderungen, wie der technologischen und ökologischen Umgestaltung sowie dem demografisch bedingten Druck auf die Rentensysteme, besser gerecht zu werden. Versicherungsunternehmen können durch ihre Investitionen

in Verbriefungen auf beiden Seiten ihrer Bilanz zur Transformation beitragen. Zum einen auf der Anlageseite ihrer Bilanz in Form von kapitalgedeckten Kapitalanlagen in ABS und zum anderen auf der Passivseite ihrer Bilanz, in Form der Übernahme von Schäden aus Verbriefungspositionen durch Versicherungsschutz, wenn sie im Kreditversicherungsgeschäft tätig sind.

Nachfolgende Grafik zeigt, dass der Anteil der Versicherer am synthetischen Verbriefungsmarkt seit 2017, insbesondere im unfunded Segment, zwar stark, aber derzeit noch bei etwa 10 Prozent liegt.

in Percent



Source: IACPM Synthetic Securitization Market Volume Survey 2016-2023

Diese Entwicklung wird durch eine Reihe von regulatorischen Hürden verursacht, die insbesondere den Markteintritt von kleineren Versicherungen erheblich erschweren. Aber auch größere Institute sehen von der Investition ab, da die Transaktionskosten zu hoch sind bzw. konkrete Vorgaben die Investition unattraktiv machen. Weiterhin sind Versicherer wichtig für die Entwicklung des Öffentlichen ABS Markts. Die Ankaufprogramme der EZB haben viele Investoren aus dem Markt gedrängt. Der Auslauf dieser Programme hat zu einer Lücke auf der Nachfrageseite geführt. Versicherungen können diese Lücke mittelfristig schließen, da Öffentliche ABS aufgrund ihrer Transparenz und ihres Risikoprofils grundsätzlich ein attraktives Produkt für Versicherer darstellen. Eine Herabsetzung der regulatorischen Hürden führt somit zu einer erhöhten Anzahl von Investoren aus dem Versicherungsbereich. Dies macht den Markt liquider und attraktiver, was wiederum weitere Investoren anzieht.

## Ziel

Der regulatorische Rahmen für Versicherer ist so anzupassen, dass sich eine Investition in Verbriefungen für Versicherer wieder lohnt. Dafür notwendig sind in erster Linie adäquate Eigenkapitalvorschriften, insbesondere im Standardansatz von Solvency II. Zudem sollten auch die STS-Regelungen in der europäischen Verbriefungsverordnung so angepasst werden, dass eine Partizipation für Versicherer als Garantiegeber ohne Funding möglich wird. Versicherer und deren Assetmanager stellen hohe Anforderungen an die Liquidität ihrer Kapitalanlagen. Hintergrund ist, dass Versicherer jederzeit auch bei großen Schadenereignissen Liquiditätsabflüsse gewährleisten müssen. Daher kann in der Regel nur ein untergeordneter Anteil ihrer Kapitalanlagen illiquide investiert werden. Für Versicherer ist eine

hohe Liquidität von Verbriefungspositionen unabdinglich, um ihre Eignung im Asset-Mix der Versicherer zu erhöhen.

## Empfehlung

Die unverhältnismäßig hohen Eigenkapitalanforderungen nach Solvency II sind die größte Markteintrittsbarriere für kleinere Versicherungen, die das Standardmodell nach Solvency verwenden. Allerdings kommt dieses Modell auch teilweise bei etlichen größeren Versicherungen oder deren Töchtern zur Anwendung, so dass die Regelung auch für größere Institute einen Hemmschuh darstellt. Daher ist die Erarbeitung einer risikogerechten Kapitalunterlegung für die Investition in Verbriefungen unter Solvency II im Standardansatz ein wichtiger Baustein. Darüber hinaus muss die Diskriminierung von Versicherungen als Garantiegeber für synthetische STS-Verbriefungen beendet werden. FEs bestehen zudem Abweichungen zwischen den europäischen bzw. auch mit der nationalen Regulierung, die einer Harmonisierung bedürfen.

An dieser Stelle sei außerdem auf einen Zusammenhang hingewiesen, der sich nicht auf den ersten Blick ergibt. Auch aus Sicht der Versicherer ist eine risikoadäquاتere Berücksichtigung von Verbriefungen in der LCR für Banken wie oben beschrieben eine notwendige Maßnahme, da dies insgesamt die Liquidität des Verbriefungsmarkts steigern wird. Eine hohe Liquidität von Wertpapieren ist ein wichtiges Investitionskriterium für Versicherer. Gleches gilt für die Forderung nach Erleichterungen der Due Diligence Anforderungen nach Art. 5 VVO, da damit die Investitionsentscheidung wesentlich schneller gefällt werden kann und auch die Liquidität des Markts verbessert wird.

## 3.1 Angemessene Kapitalanforderungen in der Solvency II

Aktuelle Regelung	Änderungsvorschlag
<p>Versicherer müssen für ihre Kapitalanlagen in Europa insbesondere für Markt- und Kreditrisiken Eigenkapital nach Solvency II vorhalten. Versicherer, die hierfür keine eigenen Modelle zugelassen haben, müssen auf den Standardformel-Ansatz zurückgreifen. Die Anrechnung aus dem Spreadmodul als Teil der Marktrisiken führt zu einer ungewöhnlich hohen Kapitalbelastung für Verbriefungspositionen, die einem Vergleich der tatsächlichen Performance der Wertpapiere nicht standhält. Bei STS-Verbriefungen erscheint diese Kapitalanforderung moderat überhöht und kann insbesondere im Vergleich zu Covered Bonds nicht bestehen. Die Kapitalanforderung bei Non-STS Senior Tranchen erscheint mit einem Faktor von bis zu 12,5 relativ zu STS Senior Tranchen exorbitant überhöht. Dies gilt auch für das Verhältnis Non-STS vs. STS bei Non-Senior Tranchen.</p>	<p>Aufbauend auf Studien<sup>13</sup> zum Marktrisikoverhalten von Verbriefungen erscheint folgende einfache schrittweise Abänderung der derzeitigen Kapitalanforderung aus dem Spreadmodul als sinnvolle Verbesserungsmaßnahme:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>— Neukalibrierung des Spreadmoduls für Senior STS entsprechend der Kalibrierung für Covered Bonds</li> <li>— Kalibrierung der Senior Non-STS Kapitalanforderung in Höhe des Faktors 1,3 der Kapitalanforderung für Senior STS</li> <li>— Kalibrierung des Non-Senior Tranchen Kapitalanforderung in Höhe des Faktors 1,5 der Kapitalanforderung für Senior Tranchen</li> </ul>

### Begründung

Versicherer suchen bei ihren Kapitalanlagen vor allem nach bester Ratingqualität und Liquidität in Verbriefungspositionen und bevorzugen dabei die sichersten Tranchen, die nur wenig Risiko aus Bankportfolios übertragen. Hier übernehmen Versicherer hauptsächlich eine Refinanzierungsfunktion. Dies muss sich in der Eigenkapitalbepreisung widerspiegeln. Um ihrer Funktion als Risikoübernehmer gerecht zu werden, darf die Differenz zwischen Non-Senior und Senior Tranchen nicht zu hoch sein, damit sich die Investition in Mezzanine und Junior-Tranchen, wenn auch nicht erste Präferenz der Versicherer, zumindest aus Sicht der Kapitalrendite noch lohnt. Der vorgeschlagene Faktor 1,5 wird dem gerecht.

<sup>13</sup> Perraudin et al 2016 „Solvency II Capital Calibration for Securitisations“.

## 3.2 Teilhabe der Versicherer an STS-Verbriefungen

Aktuelle Regelung	Änderungsvorschlag
<p>Die Regelungen der europäischen Verbriefungsverordnung lassen es aktuell nicht zu, dass Versicherer in Form einer nicht kapitalgedeckten und unbesicherten Garantie an synthetischen STS-Verbriefungen als Sicherungsgeber partizipieren, da der Sicherungsgeber hierzu gemäß (Art 26e (8) (a) VVO) über ein Risikogewicht von Null verfügen muss.</p> <p>Versicherer, die auf der Passivseite ihrer Bilanz üblicherweise nicht kapitalgedeckt und ohne Sicherheitenstellung Versicherungsverträge zur Risikoübernahme anbieten, sind somit als Sicherungsgeber bei STS faktisch ausgeschlossen. Hintergrund ist, dass ein in der europäischen Verbriefungsverordnung gefordertes Risikogewicht von Null bei privaten Versicherern nicht vorkommt. Versicherer gewährleisten ihre Zahlungsfähigkeit durch das Versicherungsprinzip aufbauend auf dem Gesetz der großen Zahlen sowie der Diversifikation ihrer Risiken und der Vorhaltung ausreichender Eigenmittel.</p>	<p>Art. 26e (8) (c) VVO sollte dahingehend angepasst werden, dass Versicherer von der Verpflichtung zur Sicherheitenstellung oder Kapitaldeckung befreit sind. Zudem sind Bankakkreditive (Letter of Credit) als Alternative zur Barsicherheitenstellung bei Drittbanken in Art. 26e (10) (b) VVO einzuführen.</p>

### Begründung

Die Anforderung der Besicherung stellt für Versicherer ein großes Problem dar, da liquide Mittel bei Versicherungen für potenzielle Schadenszahlungen vorgehalten werden und daher hohe Opportunitätskosten haben. Die kapitalgedeckte oder besicherte Übernahme von Risiken bei Verbriefungen verursachen im Vergleich zu anderen Absicherungsgeschäften somit deutliche höhere Kosten der Absicherung.

### → 3.3 Harmonisierung von Regelungen

Aktuelle Regelung	Änderungsvorschlag
<p>Regelungen für Versicherungen und deren Assetmanager scheinen an einigen Stellen nicht ausreichend harmonisiert und daher widersprüchlich oder redundant. Ein Beispiel dafür ist das BaFin-Rundschreiben 11/2017 (VA) im Vergleich zu den Regelungen in der europäischen Verbriefungsverordnung. So ermöglicht Art. 5 (5) VVO explizit die Mandatierung von Assetmanagern zur Übernahme der Sorgfaltspflichten.</p> <p>Im BaFin-Rundschreiben dagegen setzt der Erwerb derartiger Anlagen zwingend ein Anlage- und Risikomanagement beim Versicherungsunternehmen voraus. Weiterhin sind die Struktur und die Bestandteile der Anlagen vor Erwerb und während der Anlagedauer auf rechtliche und wirtschaftliche Risiken zu analysieren, losgelöst von der Mandatierung von Assetmanagern. Solche Widersprüche lösen sich auch nicht im internen Auditing der Unternehmen auf. Ein weiteres Beispiel findet sich in der AIFMD (2011/61/EU) im Vergleich zur VVO mit redundanten Regelungen beispielsweise zum Selbstbehalt oder zu den Sorgfaltspflichten für Investoren.</p>	<p>Zur Lösung dieses Konfliktes könnte ein zentralisiertes Zertifizierungsregister für Assetmanager sowie die Aufhebung redundanter Regelungen weiterhelfen.</p>

#### Begründung

Widersprüchliche oder redundante gesetzliche Regelungen erschweren für Versicherungen die Investition in Verbriefungen



# 4 Verbriefungsplattform

## Ausgangssituation

Die Diskussion über die Einrichtung von Verbriefungsplattformen ist äußerst komplex. Neben der Frage, was genau eine Verbriefungsplattform leisten müsste, stellt sich schnell auch die Frage, wie diese ausgestaltet und welche Voraussetzungen erfüllt sein müssten, damit eine Verbriefungsplattform im Markt angenommen wird. Eine Verbriefungsplattform zum Selbstzweck würden den Verbriefungsmarkt nicht stärken.

Eine Verbriefungsplattform muss vor allem dort ansetzen, wo der Markt nicht ausreichend funktioniert. Dies bedarf einer entsprechenden Analyse des Markts und erfolgt idealerweise zu einem Zeitpunkt, zu dem die regulatorischen Rahmenbedingungen eine gewisse Finalisierung erfahren haben. Damit Verbriefungen tatsächlich als Brücke zwischen Bankfinanzierung und Kapitalmarkt funktionieren können, ist eine marktkonforme Lösung erforderlich.

## Überblick bekannter (Verbriefungs-) Plattformen

Der Verbriefungsmarkt hat bereits verschiedene Plattformen im weitesten Sinne entwickelt. Diese unterscheiden sich in Zielsetzung und Ausgestaltung.

Der nachfolgende Überblick stellt die verschiedenen Plattformen vor:

— Der European Investment Fund (EIF)<sup>14</sup> als Teil der European Investment Bank-Gruppe hat aktuell eine herausgehobene Stellung in Bezug auf transformationsfördernde KMU-Verbriefungstransaktionen. Verbriefungen sind hier ein Instrument der Förderpolitik, wobei der Instrumentenkasten der EIB-Gruppe sowohl True Sale als auch in synthetische Verbriefungen vorsieht. Im Falle von synthetischen Verbriefungen profitieren Banken von der Einstufung des EIF als multilaterale Entwicklungsbank und dem damit verbundenen 0 Prozent -Risikogewicht bezüglich der durch den EIF garantierten Tranchen. Der EIF schließt eine Nebenabrede mit den Originatoren ab, um das frei werdende Kapital zu einem gewissen Anteil der Transformationsfinanzierung, insbesondere KMU, zukommen zu lassen (Use-of-Proceeds-Ansatz). Seit 2013 hat der EIF mehr als 100 synthetische Verbriefungstransaktionen auf Basis einer einheitlichen Vertragsgrundlage abgeschlossen, die zumindest einen gewissen Grad an Standardisierung bietet.

— Die ehemaligen Verbriefungsprogramme „PROMISE“ (Mittelstandskredite) und „PROVIDE“ (Wohnimmobilienkredite) der KfW-Bankengruppe<sup>15</sup> zielten auf die Entwicklung eines Verbriefungsmarkts in diesen beiden Assetklassen ab. Die Notwendigkeit sah man insbesondere vor dem Hintergrund hoher Transaktionskosten als Anschubleistung. Die Programme haben synthetische Verbriefungen genutzt.

<sup>14</sup> [www.eif.org](http://www.eif.org).

<sup>15</sup> [Kreditverbriefung.pdf](http://Kreditverbriefung.pdf) [kfw.de].

Die KfW hat die Risiken nicht selbst einbehalten, sondern an OECD-Banken und den Kapitalmarkt weitergereicht. Die KfW war in der Funktion des Intermediärs tätig. Insgesamt handelte es sich um ein eher homogenes Marktsegment. Die KfW hat insbesondere die Struktur, die Dokumentation und das Reporting standardisiert.

— Die heute bestehenden deutschen Programme Sparkassen-Kreditbasket (Sparkassen) und VR Circle (Genossenschaftsbanken) bieten ihren angebundenen Instituten die Möglichkeit die Entlastung von Kreditlinien über eine synthetische Bündelung der Einzelkredite.<sup>16</sup> Es handelt sich hierbei mangels Tranchierung nicht um Verbriefungen im Sinne der europäischen Verbriefungsverordnung, und es wird keine Kapitalentlastung erreicht. Die Programme zeigen jedoch, dass die innerhalb der Gruppe bestehende Standardisierung (IT, Ratingsysteme, Kreditvergabeprozesse) eine Bündelung möglich macht. Der Grad der Integration ist in diesem Fall bereits deutlich höher und geht über die Standardisierung bis zur Zentralisierung im jeweiligen Zentralinstitut hinaus. Das Marktsegment wird als weitestgehend homogen eingeschätzt, da verbundinterne Vorgaben zu beachten sind.

— In Amerika tragen insbesondere die staatlich unterstützten Unternehmen Fannie Mae, Freddie Mac und Ginnie Mae zu der beachtlichen Größe des amerikanischen Verbriefungsmarkts bei.<sup>17</sup> Die stark politisch motivierte Implementierung dieser Strukturen dient vor allem der Belebung des Wohnimmobilienmarkts. Das Kreditrisiko aus diesen Verbriefungen ist letztlich das Kreditrisiko der US-Regierung. Das Marktsegment ist deutlich homogener (ein Land, eine Assetklasse) und die Standardisierung und Zentralisierung deutlich ausgeprägter als bei den anderen Strukturen. Insbesondere die staatlichen Garantien für das Ausfallrisiko stechen hervor.

— Im Bericht zur Kapitalmarktunion schlägt Noyer<sup>18</sup> ebenfalls eine Verbriefungsplattform vor, die Garantien auf nationaler Ebene und eine europäische Garantie vorsieht. Grundsätzlich zielt die vorgeschlagene Verbriefungsplattform ebenfalls auf Wohnimmobilienkredite ab - wegen der vermuteten Homogenität des Markts. Die Vorschläge lassen jedoch offen, wie die grundlegenden Voraussetzungen insbesondere die Schaffung eines homogenen Verbriefungspools auf paneuropäischer Ebene und über verschiedene Institutsguppen hinweg realisiert werden können. Das zugehörige Marktsegment dieser Plattform wird daher als wenig homogen eingeschätzt, obwohl es gleichzeitig eine maximale Integration über Garantien aufweist.

## Möglicher Mehrwert einer Verbriefungsplattform

Grundsätzlich ist aus den Beispielen oben erkennbar, dass eine Verbriefungsplattform einen ergänzenden Beitrag zur Stärkung des Verbriefungsmarkts leisten kann. Ein zentraler Aspekt dabei könnte die Standardisierung von Strukturen, der Dokumentation und Datenanforderungen sein. Denkbar wäre auch die Abnahme von aufsichtlichen Anforderungen, z. B. im Zuge der Vereinheitlichung des Prozesses zur Überprüfung des wesentlichen Risikotransfers. Über vorab definierte Zulassungskriterien könnte die Standardisierung zu verbriefender Finanzierungen erreicht werden. Vorstellbar wäre auch eine einheitliche zentrale IT-Plattform und das Vorhalten der fachlichen Expertise.



Diese Standardisierung würde voraussichtlich zu einer Reduktion der Transaktionskosten führen, indem sie den Prozess effizienter gestaltet und somit den Zugang zu Verbriefungen erleichtert. Markteintrittsbarrieren würden reduziert werden. Von einer Plattform könnten sowohl Originatoren als auch Investoren profitieren. Eine Verbriefungsplattform könnte für True Sale-Transaktionen wie auch für synthetische Transaktionen aufgesetzt werden. Je nach Ausgestaltung der Verbriefungsplattform könnten verschiedene Assetklassen über die Plattform verbrieft werden.

<sup>16</sup> ABSCHLUSSBERICHT DER ARBEITSGRUPPE „VERBRIEFUNGSPLATTFORM“ ([stiftungsprojekt-kapitalmarktunion.de](http://stiftungsprojekt-kapitalmarktunion.de)).

<sup>17</sup> Report on the institutional and regulatory differences between the American and European securitization markets ([econstor.eu](http://econstor.eu)).

<sup>18</sup> EN - Report - Developing European capital markets.pdf ([true-sale-international.de](http://true-sale-international.de)).

Einen deutlich positiven Effekt könnte die Verbriefungsplattform im Hinblick auf das Vertrauen in Verbriefungen haben. Verbriefungen unterliegen nach wie vor einem Stigma, das bei weitem nicht gerechtfertigt ist. Die Vorbehalte sind jedoch so stark verankert, dass jede kleinste auch begründete Änderung, z. B. am Rahmenwerk, mit Argwohn betrachtet wird. In vielen Häusern, die als potenzielle Investoren in Frage kommen, ist das Instrument bisher nicht wieder in der strategischen Investitionsplanung angekommen. Das Vertrauen könnte insbesondere durch die Einbindung einer staatlichen Institution – zumindest übergangsweise – und damit durch ein verbessertes Sicherheitsgefühl deutlich erhöht werden.

Die staatliche Einbindung könnte auch über Garantien erfolgen. Der Einsatz von staatlichen Garantien für ganze Portfolios ist jedoch ein zweischneidiges Schwert. Das zusätzliche Vertrauen, das durch Garantien erzielt werden könnte, steht der Gefahr des Crowding-outs bestehender Investoren und Assetklassen gegenüber. Mit dem Einsatz von staatlichen Garantien sinkt in der Regel die Rendite. Staatliche Garantien drücken also auf die Attraktivität des Instruments für den Investor mit einem bestimmten Risiko- und Renditeprofil. Investoren könnten dann Abstand von einer solchen Investition nehmen und die Umsetzung könnte durch kreditgebende Banken eingeschränkt sein.

### **Empfehlung**

Eine Verbriefungsplattform kann ggf. nur ergänzend einen Beitrag leisten. Sie kann keine Blockaden (blocking points) beseitigen, aber dazu beitragen, Hürden und Markteintrittsbarrieren (friction points) zu reduzieren, Standardisierung zu fördern und Effizienzen zu heben. Um dieses Ziel zu erreichen, muss eine Plattform naturgemäß dort ansetzen, wo der Markt nicht (effizient) funktioniert. Dazu muss eine solche Lösung zielgerichtet aus den aktuellen Rahmenbedingungen und dem daraus resultierenden Marktumfeld abgeleitet werden. Es bleibt zu hoffen, dass es im Zuge der aktuellen Diskussion über die regulatorischen Rahmenbedingungen gelingen wird, einen Beitrag zur Reduzierung von Ineffizienzen, Markteintrittsbarrieren und regulatorischen

Hürden zu erreichen. Dies würde zugleich die Voraussetzungen und Rahmenbedingungen für eine Plattformlösung beeinflussen.

Der Begriff einer Verbriefungsplattform ist weit gefasst, d.h. es sind sehr unterschiedliche Ausprägungen einer Plattform möglich. Allgemein wird eine Plattform jedoch charakterisiert durch die Standardisierung, Automatisierung sowie Zentralisierung von Abläufen, Daten und Dokumenten. Insbesondere die Standardisierung von Struktur, Dokumentation und Datenanforderungen dürfte bei einer Verbriefungsplattform zur Hebung von Synergien führen, somit Aufwand und Kosten von Verbriefungstransaktionen spürbar senken und im Ergebnis Verbriefungen attraktiver machen.



Ein weiterer möglicher Aspekt einer Plattform könnte im Zusammenhang mit Verbriefungen ein institutsübergreifendes Pooling von Forderungen sein, um Portfolios mit einem vermarktungsfähigen Volumen und einer hohen Granularität zu generieren. Die bereits am Markt aktiven Emittenten/Originatoren generieren bereits heute ein ausreichendes Volumen verbriefungsfähiger Forderungen und benötigen daher kein Pooling. Die Themen Standardisierung und Automatisierung setzen sie eigenständig um, Zentralisierung ist dort konstruktionsbedingt gegeben. Somit bieten Plattformen für etablierte Nutzer von Verbriefungen keinen oder nur einen geringen Zusatznutzen. Vielmehr wären die Anbindungen an eine Plattform mit zusätzlichem Aufwand zur Anpassung bereits bestehender Prozesse und Schnittstellen verbunden.

Eine übergreifende europäische Plattform wird aus heutiger Sicht als nicht sinnvoll eingeschätzt. Verwiesen sei hier auf die Ergebnisse der deutschen Arbeitsgruppe „Verbriefungsplattform“ der TSI aus 2023<sup>19</sup>, die bei der Diskussion über eine nationale Lösung für den deutschen Markt bereits zu dem Ergebnis kam, dass die Voraussetzungen und Bedürfnisse der Institute zu unterschiedlich sind und eine Plattformlösung daher vor allem innerhalb eigenständiger Institutsgruppen und Verbünde nützlich sein könnte bzw. vor allem hier größere Synergien zu heben wären.

Grundsätzlich ist auch die Realisierbarkeit einer europaweiten Plattform fraglich. Dies wird in der Regel nur mit einem nennenswerten Einsatz öffentlicher Ressourcen wie bspw. einer Risikoübernahme (siehe Noyer-Report) möglich sein. Es ist jedoch wichtig, dass ein Crowding-out privater Investoren durch eine Plattformlösung vermieden wird und die Ausgestaltung marktkonform erfolgt. Nur im Ausnahmefall bzw. zu Marktkonditionen (state-aid) sollten nationale/europäische Akteure Risiken übernehmen.

Eine Festlegung auf bestimmte Assetklassen oder auf synthetische Verbriefungen vs. True Sale ist ebenfalls nicht sinnvoll. Nach aktueller Einschätzung wird ein wesentlicher Mehrwert von Verbriefungen durch den Transfer von Risiken aus dem Bankensektor auf private Investoren (via

SRT) erzielt, da somit die Kreditvergabekapazitäten der Banken angekurbelt werden können. Dies kann jedoch auch über True-Sale-Verbriefungen erreicht werden und je nach Marktumfeld kann zudem dem Funding-Aspekt auch eine wichtige Rolle zu Teil werden.

Angesichts der Heterogenität der nationalen Bankenmärkte und der jeweils unterschiedlichen Rahmenbedingungen wird deutlich, dass Plattformlösungen bis auf weiteres – wenn überhaupt – auf nationaler Ebene ansetzen müssen, um zielgerichtet und effektiv die Entwicklung des jeweiligen Markts zu unterstützen. Höhere Realisierungschancen für eine Plattform gibt es zudem dort, wo Bankengruppen und Verbünde ihr Kundengeschäft schon heute innerhalb nationaler Grenzen weitgehend standardisiert und mit einheitlichen Abläufen und Verfahren bearbeiten. Eine wichtige Voraussetzung ist ein stabiler regulatorischer Rahmen, weil dieser einen unmittelbaren und wesentlichen Einfluss auf mögliche Ansatzpunkte für eine Plattform und deren effiziente Implementierung hat. In der aktuellen Situation ist dies nicht gegeben. In den vergangenen Jahren haben sich die Unzulänglichkeiten im regulatorischen Rahmenwerk gezeigt (siehe Kapitel 1-3). In einem ersten Schritt müssen diese behoben werden. Die Adjustierung der Regulierung ist der entscheidende Faktor für eine Marktbelebung und hat daher höchste Priorität. Eine fundierte Marktbelebung kann nur erreicht werden, wenn die regulatorischen Rahmenbedingungen entsprechend angepasst und optimiert werden.

Der Aufbau und Betrieb einer Verbriefungsplattform wäre mit hohen Kosten verbunden und zum jetzigen Zeitpunkt sollten keine Ressourcen verwandt werden. Nichtsdestotrotz ist es möglich, dass Anpassungen an der Regulierung und Fortschritte bei der Kapitalmarktunion mittel- bis langfristig zu einer anderen Einschätzung führen können. Ein verbessertes regulatorisches Umfeld und eine stärkere Integration der europäischen Kapitalmärkte könnten die Voraussetzungen für eine erfolgreiche Implementierung einer Verbriefungsplattform schaffen.

---

<sup>19</sup> ABSCHLUSSBERICHT DER ARBEITSGRUPPE „VERBRIEFUNGSPLATTFORM“ ([stiftungsprojekt-kapitalmarktunion.de](http://stiftungsprojekt-kapitalmarktunion.de)).

# 5 Verbriefungen und grüne Transformation

## Ausgangssituation

Bei der Bekämpfung des Klimawandels wird auch den Finanzmärkten eine tragende Rolle zukommen. Die grüne Transformation der Wirtschaft bringt einen erheblichen Finanzierungsbedarf mit sich, der von den Finanzmärkten gedeckt werden muss. In diesem Zusammenhang ist häufig von „Sustainable Finance“ oder „Green Finance“ die Rede. Das Rahmenwerk ist allerdings immer noch durch starke Komplexität und Fragmentierung geprägt und befindet sich weiterhin im Fluss. Aus diesem Grund haben sich verschiedene Bewertungsmaßstäbe entwickelt, anhand derer beurteilt wird, ob eine Investition bzw. ein Projekt als „grün“ eingestuft wird. Zu nennen sind hierbei zuvorderst investorenspezifische Bewertungsmodelle, Zertifizierungen privater Initiativen und als regulatorisches Rahmenwerk die European Green Bond (EuGB)-Verordnung.

## Einstufung als grüne Transaktionen

Die im Markt derzeit am weitesten verbreitete Bewertungsmetrik sind individuelle Modelle der Investoren. Die Investoren entscheiden dabei oft auf Basis von ESG-Fragebögen selbst, wann sie ein Projekt als grün/nachhaltig einstufen und welche Faktoren in die Bewertung einfließen. Hervorzuheben ist in diesem Zusammenhang der Ansatz der Europäischen Investitionsbank (EIB) im Verbund mit dem European Investment Fund (EIF). Die EIB/EIF-Gruppe beurteilt ihre Transaktionen nach dem sogenannten Use-of-Proceeds-Ansatz, wonach der Verwendungszweck der mit einer Transaktion erlösten Mittel maßgeblich ist. Zur Beurteilung der Nachhaltigkeit einer Transaktion rekurriert die EIB/EIF-Gruppe auf die

Verordnung (EU) 2020/852 (EU-Taxonomie). Grün ist eine Transaktion dann, wenn der Verwendungszweck der Erlöse mit der EU-Taxonomie übereinstimmt. Der Originator profitiert bei diesem Ansatz davon, dass die EIB/EIF-Gruppe im Rahmen einer Retrozessions- und Verpflichtungsvereinbarung einen Teil der Zinskosten der Verbriefungstransaktion zurückerstattet.

Eine weitere Möglichkeit eine Transaktion als „grün“ zu kennzeichnen, besteht in der externen Zertifizierung der Transaktion mit einem „grünen Label“. Hierzu haben sich die privaten Initiativen der International Capital Market Association (ICMA) und der Climate Bonds Initiative (CBI) mit ihren Zertifizierungen durchgesetzt. Beide gehen dabei von einem Use-of-Proceeds-Ansatz aus. Maßgeblich ist insoweit nicht, dass die zugrunde liegenden Assets als nachhaltig eingestuft werden, sondern dass die Erlöse einer Transaktion für nachhaltige Zwecke verwendet werden. Grundsätzlich kann für jede Transaktion isoliert eine Zertifizierung angestrebt werden. In der Praxis wird vermehrt ein unternehmensweites Sustainable Finance Framework aufgesetzt, welches durch eine Second-Party-Opinion nach den ICMA-Standards zertifiziert wird. Eine individuelle Zertifizierung der konkreten Transaktionen erfolgt in diesem Fall regelmäßig nicht.

Mit der European Green Bond (EuGB)-Verordnung (EU) 2023/2631 wurde erstmals ein regulatorisches Rahmenwerk für grüne Anleihen geschaffen. Ab dem 21. Dezember 2024 dürfen nur solche Anleihen die Bezeichnung „europäische grüne Anleihe“ oder „EuGB“ führen, die den Anforderungen der Verordnung entsprechen. Die EuGB-Verordnung enthält dabei explizite Vorschriften zu grünen Verbriefungen (Art.

16 ff EuGB-Verordnung). In Übereinstimmung mit dem bisherigen Marktstandard liegt auch der EuGB-Verordnung der Use-of-Proceeds-Ansatz zugrunde. Maßgeblich für die Beurteilung der Nachhaltigkeit ist die Übereinstimmung des Verwendungszwecks der Erlöse mit der EU-Taxonomie. Die Verordnung sieht sowohl eine zwingende Verpflichtung zur Prospekteerstellung nach der Prospektverordnung (Verordnung (EU) 2017/1129) als auch fortlaufende Dokumentations- und Kontrollpflichten nach Emission der Anleihe/Verbriefung vor. Synthetische Verbriefungen sind vom Anwendungsbereich der Verordnung explizit ausgenommen.

### **ESG-Reporting**

Im derzeitigen europäischen Regulierungsrahmen bestehen bereits eine Vielzahl, teils unübersichtlicher, ESG-Reporting-Vorschriften. Auf Unternehmensebene bestehen verschiedene ESG-Reporting-Vorgaben, die sich unter anderem aus der Verordnung (EU) 2019/2088 (Sustainable Finance Disclosure Regulation - SFDR), der Richtlinie (EU) 2022/2464 (Corporate Sustainability Reporting Directive - CSRD), der EU-Taxonomie und der Europäischen Lieferkettenrichtlinie ergeben. Neben diesen Anforderungen auf Unternehmensebene treten weitere Anforderungen an das ESG-Reporting, die sich auf Produktbene ergeben. So sieht unter anderem die Verbriefungsverordnung Reportingvorschriften in Bezug auf ESG-Faktoren für bestimmte Verbriefungen in Art. 22 (4) VVO vor. Weitere Anforderungen können sich sowohl auf Originatoren- als auch auf Investorenebene aus der SFDR (z. B. der PAI-Score) ergeben. Insofern müssen sowohl Originatoren als auch Investoren auf Unternehmens- und auf Produktbene eine Vielzahl bereits bestehender ESG-Reporting-Vorschriften beachten. Wünschenswert sind daher eine Konsolidierung und Harmonisierung der bestehenden Vorschriften, ohne dabei durch Einführung neuer Vorgaben die bestehenden Unsicherheiten am Markt weiter auszuweiten. Mit Blick auf Verbriefungen ist es wichtig, dass Anpassungen der Reportingpflichten erstens in enger Abstimmung mit Marktteilnehmern erfolgen müssen und zweitens auch im Vergleich zu anderen Anleiheklassen keine zusätzlichen Reportingpflichten auferlegt werden.

### **Grüne Transaktionen**

Eine Untersuchung der bisherigen Transaktionen im Bereich grüne Verbriefungen zeigt, dass der europäische Markt bisher wenig entwickelt, der deutsche Markt in Bezug auf öffentliche Transaktionen nicht existent ist.

Auf europäischer Ebene sind insbesondere die Green-Lion-Transaktion von ING und die Green-Storm-Transaktion von Obvion Hypotheken zu nennen. Es handelt sich dabei jeweils um niederländische RMBS-Transaktionen, bei denen Hypothekenkredite verbrieft wurden. Die zugrunde liegenden Immobilien mussten dabei bestimmte Energieeffizienzklassen erfüllen, um in das Portfolio aufgenommen werden zu können. Sowohl die Green Lion Transaktion (ICMA Green Bond Standard) als auch die Green Storm Transaktionen (CBI) wurden als grün zertifiziert. Nennenswert ist zudem eine Verbriefung von Toyota Financial Services (Koromo Italy 2023), bei der Darlehen für Kfz mit Hybridantrieben verbrieft wurden. Im Rahmen dieser Transaktion wurde nach Einschätzung von Marktteilnehmern bewusst keine Zertifizierung der Verbriefung mit einem grünen Label eingeholt und die Beurteilung der Nachhaltigkeit den Investoren überlassen.





Betrachtet man private Transaktionen im deutschen Markt, so finden sich einige Beispiele für grüne Verbriefungen, wobei auffällig ist, dass insbesondere aufgrund nachfolgend beschriebener Unsicherheiten keine der bisherigen deutschen Transaktionen eine grüne Zertifizierung oder ein grünes Label eingeholt hat. So hat zum Beispiel die Landesbank Baden-Württemberg in Kooperation mit der EIB/EIF-Gruppe eine synthetische Verbriefung eines „nicht grünen“ Corporate Loan-Portfolios durchgeführt, verbunden mit einer Verpflichtung zur neuen Finanzierung von Solaranlagen und Windparks (Use-of-Proceeds-Ansatz).

Eine spannende Entwicklung lässt sich im deutschen Solaranlagen- und Wärmepumpenmarkt beobachten. So haben in jüngster Vergangenheit junge Unternehmen wie Enpal, Zolar und AIRA, in diesem Sektor Verbriefungen in erheblichem Umfang genutzt. Von den Unternehmen wurden private Verbriefungsfazilitäten mit einem Finanzierungsvolumen von insgesamt mehr als EUR 2 Mrd. für Absatzfinanzierung von Solaranlagen und Wärmepumpen an Endverbraucher in Deutschland aufgesetzt. Verbriefungen werden hierbei nicht nur zur Finanzierung der grünen Transformation genutzt, sondern ermöglichen es den Unternehmen, ihren Kunden Finanzierungsmodelle anzubieten, die entsprechende In-

vestitionen in Solaranlagen und Wärmepumpen für einen Großteil der Gesellschaft erschwinglich machen. Der Finanzierungslösung kommt eine erhebliche Bedeutung zu, da zwar rund neun von zehn Haushalten die Energiewende anstreben, jedoch nur rund die Hälfte der Haushalte sich eine Solaranlage und/oder Wärmepumpe aus freier Liquidität leisten kann.

Die Beispiele von Enpal, Zolar und AIRA zeigen, dass Verbriefungen auch und insbesondere für realwirtschaftliche Unternehmen ein elementares Finanzierungsmodell darstellen. Als Mittel der Wahl für derartige Unternehmen zur Absatzfinanzierung tragen Verbriefungen erheblich zur grünen Transformation der deutschen Wirtschaft bei.



## Wie blicken Originatoren und Investoren auf grüne Verbriefungen?

Die derzeitige Wahrnehmung grüner Verbriefungen im Markt divergiert zwischen Originatoren einerseits und Investoren andererseits. Originatoren wählen grüne Verbriefungen insbesondere um als sogenannter First Mover die Möglichkeit zu haben, einen entstehenden Markt mitzuprägen. Grüne Verbriefungen bewirken zudem eine positive Außenwirkung gegenüber eigenen Stakeholdern, Kunden und Investoren. Mitunter können durch die grüne Komponente einer Transaktion auch neue Investorengruppen erschlossen werden. Soweit ersichtlich existiert derzeit am Markt kein signifikanter Pricing-Vorteil für grüne Verbriefungen.

Insbesondere vor diesem Hintergrund erweist sich die Komplexität der bestehenden (Reporting-)Regulierung als Hindernis für Originatoren. Hierbei ist insbesondere der Nachweis der Konformität mit der EU-Taxonomie wie in der EU-Green-Bond-Verordnung als besondere Hürde hervorzuheben. Dieser Nachweis scheint in der Praxis nur äußerst schwer zu erbringen zu sein, so dass sich bisherige Transaktionen darauf beschränkt haben, eine Konformität auf Best-Efforts-Basis anzustreben. Aus Sicht der Originatoren ist der etablierte Use-of-Proceeds-Ansatz begrüßenswert, da ein Mangel an grünen Assets herrscht, die verbrieft werden könnten und zudem mit der EU-Taxonomie konform sind.

Insbesondere das Risiko, fälschlicherweise eine Verbriefung als „grün“ einzuführen, schreckt Originatoren von der Zertifizierung ihrer Transaktionen ab. Weiterhin besteht für einige Originatoren die Gefahr, dass ein Restpool „brauner“ Assets entsteht, wenn sie ihre grünen Assets in grünen Verbriefungen bündeln. Dieser Restpool kann unter Umständen nur zu schlechteren Konditionen verbrieft werden und lässt sich gegebenenfalls schlechter vermarkten.

Aus Sicht der Investoren besteht zwar grundsätzlich ein Interesse an ESG-konformen Investitionen. Allerdings existiert derzeit im Markt kein Fokus auf zertifizierte grünen Investitionen. Grün in Bezug auf eine Investition wird als „nice-to-have“ wahrgenommen, Struktur und Qualität der Assets werden insgesamt jedoch als wichtiger bewertet. Aus Sicht der Investoren dienen interne ESG-Strategien als Impulsgeber für eine zunehmende Bedeutung der Einordnung der Investitionen anhand von ESG-Kriterien. Zusätzlich zu diesen internen Vorgaben wird sich zukünftig auch vermehrt aus regulatorischen Rahmenwerken wie der CSRD ein indirekter Investitionsbedarf in grüne Anlageprodukte

ergeben. Dabei ist hervorzuheben, dass die CSRD explizit auf eine EU-Taxonomie Konformität abstellt. Insofern wird der Übereinstimmung einer Investition mit der EU-Taxonomie zukünftig auch unabhängig vom EuGB eine hohe Bedeutung zukommen. Insgesamt lässt sich feststellen, dass der Markt für grüne Verbriefungen in Deutschland bisher wenig entwickelt ist. Es bestehen Unsicherheiten der Marktteilnehmer rechtlicher Art in Verbindung mit Reputationsrisiken, erhöhte Kosten in der Umsetzung und geringen Anreizen durch beispielsweise niedrigere Finanzierungskosten im Sinne eines Greeniums.

## Impulse für die grüne Transformation

Die Relevanz von Verbriefungen für die Transformation ist nicht auf grüne Kreditportfolios und grüne Verbriefungen begrenzt. Banken werden gerade in einer Volkswirtschaft wie Deutschland mit einem breiten und leistungsfähigen Mittelstand eine wichtige Rolle in der Unternehmensfinanzierung einnehmen müssen. Verbriefungen sind ein wichtiges Element dafür. Ein explizites grünes Label für Verbriefungen steht dabei nicht im Fokus. Generell sind Verbriefungen ein Instrument zur Steuerung der Passivseite von Bilanzen, und Banken leisten ihren Beitrag zur Transformation über die Kreditvergabe und damit über die Aktivseite. SFDR, Green Asset Ratio, Geschäftsstrategie und andere Faktoren entscheiden über den Beitrag von Banken zur Finanzierung der Transformation, Verbriefungen sind dabei als Enabler zu betrachten.

Ein funktionierender deutscher und europäischer Markt für Verbriefungen kann dazu beitragen, dass auch grüne Verbriefungen an Bedeutung gewinnen. Bisherige grüne Transaktionen unter Beteiligung der EIB/EIF-Gruppe zeigen, dass die EIB/EIF-Gruppe mit ihrer Sonderstellung eine gewichtige Rolle in der Entwicklung des Markts spielen kann. Im Rahmen des European Green Deals hat sich die Europäische Union das Ziel gesetzt, die Netto-Emissionen von Treibhausgasen bis 2050 auf Null zu reduzieren. Die EIB/EIF-Gruppe ist als Finanzierungsinstrument der Europäischen Union derer politischen Ziele verpflichtet. Aufgrund ihrer besonderen Stellung kann die EIB/EIF-Gruppe nicht nur als Investor grüne Investitionen selbst tätigen, sondern auch als Garantiegeber Transaktionen von anderen Parteien möglich machen oder vereinfachen. Insbesondere in Märkten, die wenig entwickelt sind, kann die Beteiligung von staatlichen Organisationen zu einer Belebung des Markts führen, wie die Rolle der EZB nach der Finanzkrise eindrücklich gezeigt hat. Die EIB/EIF-Gruppe kann dabei als Brückenbauer agieren, die im Rahmen ihres Mandats den Markt für grüne Verbriefungen ankurbelt.

Ein wichtiger Schritt hin zu einer größeren Sicherheit im Markt ist die Harmonisierung und Konsolidierung der bestehenden ESG-Reporting-Vorschriften. Die bestehenden

Unsicherheiten im Markt resultieren größtenteils aus der Vielzahl der im jeweiligen Fall anwendbaren Vorschriften. Unter dem Motto „weniger ist mehr“ könnte hier zusätzliche Sicherheit am Markt geschaffen werden, ohne die qualitativen Anforderungen an das ESG-Reporting insgesamt zu verringern.

Der EuGB kann zu einer Steigerung grüner Verbriefungen beitragen. Durch das Abstellen auf die EU-Taxonomie und die damit verbundenen hohen Anforderungen könnte der EuGB der neue Goldstandard im Markt werden. Da ein nicht unerheblicher Anteil der Verbriefungen synthetisch erfolgt, ist es jedoch wünschenswert, synthetische Verbriefungen in der EuGB zu inkludieren.

Es könnte sich allerdings als herausfordernd erweisen, dass die EuGB-Verordnung im Sinne eines Alles-oder-Nichts-Prinzips angelegt wurde. Nur Transaktionen mit einem sehr hohen grünen Anteil können den Standard erfüllen, d. h. mindestens 85 Prozent der Verwendung der Erlöse müssen mit der EU-Taxonomie konform sein. Die restlichen 15 Prozent sind dabei keinesfalls für nicht-konforme, sondern nur für Aktivitäten vorgesehen, die noch nicht von der Taxonomie abgedeckt werden. Diese müssen ebenfalls Kriterien der EU-Taxonomie erfüllen und z. B. auf die Umweltziele einzahlen. Insbesondere im Rahmen der grünen Transformation der Wirtschaft wird es jedoch auch Graubereiche geben, in denen im Rahmen eines iterativen Prozesses Projekte Schritt für Schritt grüner werden, ohne dabei sofort vollständig grün zu sein. Auch diese Transformation sollte im grünen Verbriefungsmarkt abgebildet werden können.

Der Konformitätsnachweis mit der EU-Taxonomie kann sich als praktische Hürde zur Etablierung des EuGB darstellen. In den bisherigen Transaktionen haben die Originatoren sich nicht rechtsverbindlich festgelegen wollen, ob Konformität mit der EU-Taxonomie gegeben ist. Insbesondere der Nachweis der Kriterien in Art. 3 b)-d) der EU-Taxonomie scheint dabei äußerst kompliziert zu sein, da eine Vielzahl an zum Teil nicht verfügbaren Informationen notwendig ist und Entscheidungen Dritter wie von Verbrauchern, Lieferanten und anderen Parteien die Konformität maßgeblich beeinflussen. Es bleibt daher abzuwarten, ob der Konformitätsnachweis

des Art. 3 EU-Taxonomie von den Marktteilnehmern erbracht werden kann. Sollte sich herausstellen, dass dies nicht der Fall ist, könnte über eine Nachjustierung der EuGB-Verordnung oder der EU-Taxonomie nachgedacht werden. Denkbar wäre es zum Beispiel, im Rahmen des European Green Bond oder auf Ebene der EU-Taxonomie selbst mit einer Vermutungslösung zu arbeiten, wobei alle Kriterien des Art. 3 EU-Taxonomie erfüllt sein müssen, jedoch nur die Konformität mit Art. 3 a) positiv nachzuweisen ist. Die Konformität mit den Kriterien in Art. 3 b)–d) müsste weiterhin vorliegen, würde aber zugunsten der Originatoren vermutet werden. Auf diese Weise würde es deutlich leichter werden, European Green Bonds zu emittieren und damit das Entstehen eines Markts für grüne Anleihen zu unterstützen.



# 6 Transaktionskosten im deutschen Markt verringern – nationales Verbriefungsrahmenwerk schaffen sowie weitere Harmonisierung des Rechtsrahmens

Die seit 1. Januar 2019 anwendbare Verbriefungsverordnung (VVO) regelt umfassend und europaweit einheitlich, wie Verbriefungen zu gestalten sind, um einen Mindestsicherheitsstandard einzuhalten und eine effektive behördliche Aufsicht zu gewährleisten. Die VVO selbst, die zugehörigen technischen Regulierungs- und Implementierungsstandards (RTS/ITS), die relevanten Leitlinien der EBA und die darauf referenzierenden sonstigen Regulierungen (insbesondere CRR und SolvV) stellen als Antwort des europäischen Gesetzgebers auf die Sub-Prime Krise von 2008 ein umfassendes Regelwerk für einen sicheren und nachhaltigen Verbriefungsmarkt als ein Kernelement der Europäischen Kapitalmarktunion dar.

Allerdings ist in der VVO nicht geregelt, nach welchen Rechtsvorschriften Verbriefungstransaktionen in den Mitgliedsstaaten durchgeführt werden, also wie beispielsweise der Forderungsverkauf rechtlich bewirkt wird und welche steuerlichen oder insolvenzrechtlichen Vorschriften angewendet werden. Für diese Fragen gilt weiterhin nationales Recht. In vielen europäischen Ländern gibt es (nicht erst seit Einführung der VVO) dedizierte Verbriefungsgesetze, um bei Verbriefungen auftretende Probleme zu adressieren, zum

Beispiel in Luxemburg, Italien, Spanien und Frankreich. In anderen Ländern bleibt es bei der Anwendung der bestehenden allgemeinen unterschiedlichsten Rechtsvorschriften. Insbesondere in Deutschland gibt es kein spezifisches Verbriefungsgesetz, obgleich es beispielsweise für Pfandbriefe das Pfandbriefgesetz gibt. Daher gelten für steuerliche und rechtlichen Fragen bei Verbriefungen in Deutschland die allgemeinen Gesetze, also das BGB, die InsO, die AO, das UStG etc.

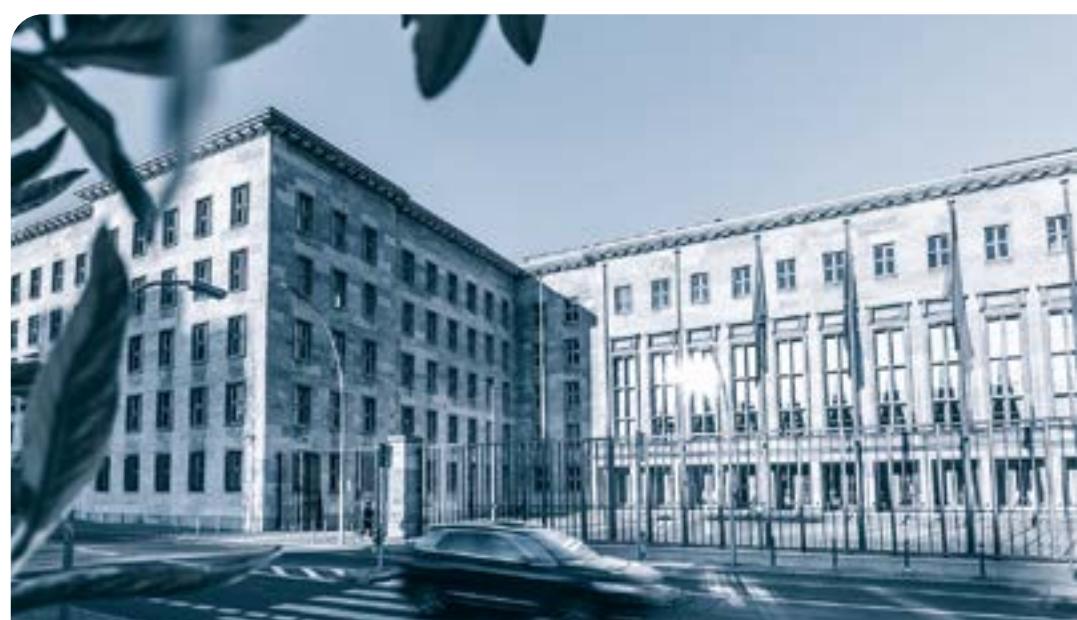
Die allgemeinen Gesetze decken mangels spezifischer Regelungen aus Sicht der Initiative nicht alle Verbriefungsthemen ab; es bestehen hinsichtlich verschiedener teils ganz zentraler Fragen wie zum Beispiel des True Sale Unsicherheiten. Neben der Beseitigung von Unsicherheiten und Regelungslücken haben einige europäische Nachbarn durch ihre Verbriefungsgesetze kreative Lösungen gefunden, die es attraktiv machen, Verbriefungen in beispielsweise Luxemburg oder Irland statt in Deutschland aufzusetzen.

Aus diesem Grund ist es zur Verbesserung der Rahmenbedingungen für eine Kapitalmarktfinanzierung deutscher Unternehmen (insbesondere KMU) notwendig, ein deutsches

Verbriefungsgesetz zu verabschieden, um die steuerlichen und rechtlichen Rahmenbedingungen zu erleichtern. Dies dient dazu, in den zentralen Bereichen mit den anderen europäischen Mitgliedsstaaten mindestens gleichzuziehen und Verbriefungen in Deutschland günstiger, ohne rechtliche Unsicherheiten und im Zuständigkeitsbereich der deutschen Aufsichtsbehörden aufsetzen zu können. Das Ziel ist, dass Verbriefungszweckgesellschaften in Deutschland gegründet, grenzüberschreitende Rechts- und Steuerprobleme eliminiert und Verbriefungen für mittelständische Unternehmen, Start-Ups und Leasinggesellschaften erleichtert und attraktiv gemacht werden. Dadurch wird Beschäftigung gesichert, der Finanzstandort Deutschland gestärkt und ein Beitrag zur Finanzierung der grünen und digitalen Transformation geleistet.

Die hier gemachten Vorschläge leisten einen Beitrag zur Belebung der Verbriefungsmärkte im Rahmen der Europäischen Kapitalmarktunion und der Stärkung des Finanzstandorts Deutschlands. Insbesondere erfordern sie keine Subventionen und sind neutral für das Steueraufkommen.

Die hier gemachten Vorschläge sollten zudem durch Vereinheitlichungsbemühungen auf europäischer Ebene flankiert und ggf. auch vertieft werden. Das deutsche Verbriefungsgesetz kann insoweit auch als Vorbild oder Anstoß für die Entwicklung eines weiter vereinheitlichten europäischen Rechtsrahmens für Verbriefungen in der Kapitalmarktunion dienen.



Quelle: Bundesministerium der Finanzen / Photothek

## Vier zentrale Vorschläge

Die vier zentralen Punkte, die durch ein deutsches Verbriefungsgesetz<sup>20</sup> geregelt werden müssen, um die oben genannten Ziele zu erreichen, sind:

### 1 Deutsche Verbriefungszweckgesellschaft

Es sollte eine Sonderform der GmbH als Verbriefungs-GmbH geschaffen werden. Die Verbriefungs-GmbH ist unverändert den allgemeinen Regeln des GmbHG, InsO etc. unterworfen, kann aber in der Satzung bestimmen, eine Verbriefungszweckgesellschaft gemäß VVO zu sein. Diese Verbriefungs-GmbH wird damit einem speziellen Regime unterstellt, das zu individuellen Rechtsfragen Sonderregelungen trifft. Dazu gehört insbesondere, dass die Vermögensgegenstände einer solchen Verbriefungs-GmbH in Compartments gehalten werden, die voneinander rechtlich und insolvenzrechtlich getrennt sind. Dies folgt dem Modell, das Luxemburg seit 2004 mit überwältigendem Erfolg bereithält und ähnelt dem Sondervermögen, das in Deutschland bei Kapitalanlagegesellschaften schon bekannt ist.

### 2 Körperschaft- und Gewerbesteuer

Das ab 2025 geltende Betriebsausgabenabzugsverbot für Zinsen auf Verbriefungen ist abzuschaffen. Gesetzes-technisch kann das durch Aufnahme einer Ausnahmeregelung für Inhaberschuldverschreibungen und mit diesen vergleichbare Schuldtitle in § 8 (1) Nr. 1 StAbwG erfolgen. Das Betriebsausgabenabzugsverbot greift allein deshalb, weil der Emittent auf Grund der Besonderheiten des Wertpapiergeschäfts nicht weiß, wo der Anleger ansässig ist.

Die Befreiung von gewerbesteuerlicher Doppelbelastung in § 19 (3) GewStDVO ist auf alle Verbriefungen auszuweiten. Bisher sind durch § 19 (3) GewStDVO nur Bankdarlehensverbriefungen befreit. Die Befreiung sollte auf alle Verbriefungen, insbesondere von Leasingforderungen und Forderungen aus Lieferung und Leistung, ausgedehnt werden. Gegenwärtig käme es bei Verbriefungen solcher Forderungen zu einer ungerechtfertigten Verdoppelung der Steuerbelastung. Dieser Punkt dient der Klarstellung der Steuerneutralität von Verbriefungen und führt nicht zu Steuermindereinnahmen in Deutschland.

### 3 True Sale

Regelung treffen, dass ein Forderungsverkauf an eine Verbriefungszweckgesellschaft nach Maßgabe der VVO immer (i) sowohl zivilrechtlich (§§ 433, 398 BGB) als auch (ii) insolvenzrechtlich ein True Sale ist (d. h. dass die Verbriefungszweckgesellschaft in der Insolvenz des Originators unabhängig von der Art der verbreiteten Forderungen stets Aussonderung nach § 47 InsO bzw. Ersatzaussonderung nach § 48 InsO verlangen kann). Gegenwärtig gibt es hierzu keine spezifische gesetzliche Regelung und keine eindeutige Rechtsprechung. Die gesetzliche Präzisierung True Sale folgt dem Beispiel vergleichbarer Regelungen in Spanien und Frankreich.

### 4 Start-up Finanzierung/Lizenzerträger

Festlegen, dass Dauerschuldverhältnisse bei Insolvenz des Originators nicht beendet werden können und §§ 91, 103 InsO keine Anwendung findet, wenn die Forderungen im Rahmen einer Verbriefung als True Sale an eine Verbriefungszweckgesellschaft verkauft und abgetreten sind. Hierdurch wird das Potential für Verbriefungen in Deutschland vergrößert und für Branchen ermöglicht, in denen Verbriefungen gegenwärtig nicht möglich sind und in denen sie schmerzlich vermisst werden. Dies nützt insbesondere bei Lizenzverträgen, um bestehende Wettbewerbsnachteile für deutsche Tech Start-Ups zu beseitigen (Stichwort: Software as a Service – SaaS) und bei Mietverträgen für Abo-Modelle beispielsweise bei Elektromobilität oder IT-Hardwarenutzung (Stichwort: Shared Economy). Eine vergleichbare Regelung gibt es mit § 108 Absatz 1 Satz 2 InsO bereits für Leasingverträge, die sich bewährt hat, deren Anwendungsbereich aber zu eng und deren Voraussetzungen zu kompliziert sind.

<sup>20</sup> [Stellungnahme der TSI und BdB zum Zukunftsfinanzierungsgesetz II.](#)

## Gezielte europäische Harmonisierung insolvenz- und vertragsrechtlicher Aspekte

Der zu schaffende deutsche Rechtsrahmen könnte über eine gezielte Harmonisierung bestimmter insolvenz- und vertragsrechtlicher Aspekte des europäischen Rechtsrahmens unterstützt werden:

Auf diese Weise könnten bestehende Unterschiede bei den vertrags- und insolvenzrechtlichen Rahmenbedingungen für Verbriefungstransaktionen in der EU (wie auch für sonstige Kapitalmarkttransaktionen) aufgehoben sowie bestehende Lücken und Unklarheiten in den mitgliedstaatlichen Rechtsordnungen geschlossen werden. Hierdurch würde der Rechtsprüfungsaufwand bei Verbriefungstransaktionen mit Bezug zu anderen mitgliedstaatlichen Rechtsordnungen erheblich reduziert und die Rechtssicherheit spürbar erhöht werden.

Für Verbriefungstransaktionen besonders kritisch sind die derzeit bestehenden Rechtsunsicherheiten bei dem zentralen Aspekt der Wirksamkeit der Übertragung der zu verbiefenden Forderungen (Verbriefungsforderungen) nebst den in diesem Zusammenhang gestellten Sicherheiten vom Originator auf die Verbriefungszweckgesellschaft in der Insolvenz des Originators.

Wünschenswert und sehr effektiv wären europäische Harmonisierungsinitiativen, die an folgenden Punkten ansetzen:

- Punktuelle Harmonisierung des Insolvenz- und Kreditsicherungsrechts der Mitgliedstaaten über einheitliche Mindeststandards für die Absicherung der vertragsrechtlichen Wirksamkeit und Insolvenzfestigkeit von für Verbriefungszwecke erfolgter Forderungsübertragungen (mit Sicherheiten).
- Parallel und flankierend der Schaffung eines deutschen Rechtsrahmens für die Verbriefungs-GmbH: Punktuelle Harmonisierung des Gesellschaftsrechts der Mitgliedstaaten über einheitliche Mindeststandards für Verbriefungszweckgesellschaften mit Compartments zur Absicherung der Insolvenzfestigkeit der Compartments bei grenzüberschreitenden Transaktionen.



# Die Initiative der Finanzindustrie stellt sich vor



Der Bundesverband deutscher Banken e.V. und die True Sale International GmbH haben gemeinsam eine nationale Initiative der Finanzindustrie ins Leben gerufen. Die Initiative setzt sich für die Stärkung des Verbriefungsmarkts ein mit dem Ziel, das Potenzial von Verbriefungen voll auszuschöpfen. Damit will die Initiative einen Beitrag dazu leisten, die Wettbewerbsfähigkeit Europas zu stärken und die anstehenden Herausforderungen der grünen und digitalen Transformation zu bewältigen. Sie betrachtet den Verbriefungsmarkt ganzheitlich und nimmt einen europäischen Blickwinkel ein.

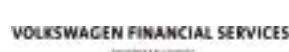
Die Initiative steht unter der Schirmherrschaft von Dr. Manfred Knof, Vorsitzender des Vorstands der Commerzbank AG. Die Commerzbank AG ist seit vielen Jahren im Öffentlichen und Privaten Verbriefungsmarkt als Investor, Originator und Arranger aktiv. Sie verfügt über ein breites institutionelles Wissen.

Die mitwirkenden Unternehmen und Institutionen der Initiative decken ein breites Spektrum der Beteiligten am Verbriefungsprozess ab. Dies schließt sowohl die verschiedenen Rollen im Verbriefungsprozess und verschiedene Arten von Verbriefungen als auch eine aufsichtliche Perspektive ein.

## Initiatoren



## Mitwirkende





Die Initiative der Finanzindustrie wird unterstützt vom Bundesministerium der Finanzen. Zudem bedanken wir uns bei der Deutschen Bundesbank und dem European Investment Fund (EIF) für den konstruktiven Austausch und die wertvollen Anmerkungen.

Der Bankenverband vertritt die Interessen privater Banken in Deutschland, darunter große internationale Banken, Regionalbanken und Auslandsbanken. Er zählt 177 Mitglieder und hat Standorte in Berlin, Frankfurt und Brüssel.

Die True Sale International GmbH (TSI) hat zur Aufgabe, die Entwicklung des Verbriefungsmarktes in Deutschland und Europa zu fördern. Dazu tragen Schulungen, Konferenzen, Fachinformationen und Transparenzinitiativen sowie ein offener Austausch mit Marktteilnehmern, Aufsichtsbehörden, Politik und Wissenschaft bei.

# Anlagen

## Anlage 1: Formulierungsvorschlag für Art. 5 VVO

### Artikel 5

#### Anforderungen in Bezug auf Sorgfaltspflichten für institutionelle Anleger

(1) Bevor er eine Verbriefungsposition hält, prüft ein institutioneller Anleger, der nicht der Originator, Sponsor oder ursprüngliche Kreditgeber ist, ob

- a) im Falle, dass es sich bei dem Originator oder ursprünglichen Kreditgeber mit Sitz in der Union nicht um ein Kreditinstitut oder eine Wertpapierfirma im Sinne des Artikels 4 Absatz 1 Nummern 1 und 2 der Verordnung (EU) Nr. 575/2013 handelt, dieser Originator oder ursprüngliche Kreditgeber alle Kredite, die die zugrunde liegenden Risikopositionen begründen, auf der Grundlage solider, genau definierter Kriterien und anhand eindeutig festgelegter Verfahren für die Genehmigung, Änderung, Verlängerung und Finanzierung dieser Kredite gewährt und über wirksame Systeme zur Anwendung dieser Kriterien und Verfahren im Einklang mit Artikel 9 Absatz 1 der vorliegenden Verordnung verfügt;
- b) im Falle, dass es sich um einen Originator oder ursprünglichen Kreditgeber mit Sitz in einem Drittland handelt, dieser Originator oder ursprüngliche Kreditgeber alle Kredite, die die zugrunde liegenden Risikopositionen begründen, auf der Grundlage solider, genau definierter Kriterien und anhand eindeutig festgelegter Verfahren für die Genehmigung, Änderung, Verlängerung und Finanzierung dieser Kredite gewährt und über wirksame Systeme zur Anwendung dieser Kriterien und Verfahren verfügt, um sicherzustellen, dass die Kreditvergabe auf einer gründlichen Bewertung der Kreditwürdigkeit des Schuldners basiert;
- c) der Originator, Sponsor oder ursprüngliche Kreditgeber — sofern er seinen Sitz in einem Drittland hat — kontinuierlich einen materiellen Nettoanteil hält, der in jedem Fall mindestens 5 Prozent beträgt und im Einklang mit Artikel 6 festgelegt wird, und den institutionellen Anlegern gegenüber den Risikoselbstbehalt offenlegt;
- d) der Originator, Sponsor oder ursprüngliche Kreditgeber über ausreichende Informationen verfügt, um die nach Absatz 3 notwendige Sorgfaltsprüfung durchführen zu können;
- e) bei notleidenden Risikopositionen werden solide Standards bei der Auswahl und Bepreisung der Risikopositionen angewandt.

(2) Abweichend von Absatz 1 gilt im Falle vollständig unterstützter ABCP-Transaktionen die Anforderung nach Absatz 1 Buchstaben a und b für den Sponsor. In diesen Fällen überprüft der Sponsor, ob der Originator oder ursprüngliche Kreditgeber, bei dem es sich nicht um ein Kreditinstitut oder eine Wertpapierfirma handelt, alle Kredite, die die zugrunde liegenden Risikopositionen begründen, auf der Grundlage solider, genau definierter Kriterien und anhand eindeutig festgelegter Verfahren für die Genehmigung, Änderung, Verlängerung und Finanzierung dieser Kredite gewährt und über wirksame Systeme zur Anwendung dieser Kriterien und Verfahren im Einklang mit Artikel 9 Absatz 1 der vorliegenden Verordnung verfügt.

(3) Bevor er eine Verbriefungsposition hält, nimmt ein institutioneller Anleger, der nicht der Originator, Sponsor oder ursprüngliche Kreditgeber ist, eine Sorgfaltsprüfung vor, die ihn in die Lage versetzt, die damit verbundenen Risiken zu bewerten. Bei dieser Bewertung sind die zugrundeliegenden Risikopositionen und die strukturellen Merkmale der Verbriefung zu berücksichtigen.

(4) Ein institutioneller Anleger, der nicht der Originator, Sponsor oder ursprüngliche Kreditgeber ist, und der eine Verbriefungsposition hält, muss mindestens

- a) über angemessene schriftlich fixierte Verfahren, die verhältnismäßig in Bezug auf das Risikoprofil der Verbriefungsposition und, sofern relevant, in Bezug auf das Handelsbuch und das Anlagebuch des institutionellen Anlegers sind, verfügen, um kontinuierlich die Einhaltung der Absätze 1 und 3 und die Wertentwicklung der Verbriefungsposition und der zugrunde liegenden Risikopositionen beobachten zu können;
- b) eine interne Berichterstattung an sein Leitungsorgan oder an eine von seinem Leitungsorgan bestimmte Stelle sicherstellen, so dass die wesentlichen Risiken aus seiner Verbriefungsposition dem Leitungsorgan oder der von diesem bestimmten Stelle bekannt sind und diese Risiken angemessen gesteuert werden.

(5) Hat ein institutioneller Anleger einen anderen institutionellen Anleger dazu ermächtigt, Entscheidungen hinsichtlich der Anlageverwaltung zu treffen, mit denen er möglicherweise eine Verbriefungsposition eingeht, so kann der institutionelle Anleger unbeschadet der Absätze 1 bis 4 diese verwaltende Partei anweisen, seinen Verpflichtungen gemäß diesem Artikel in Bezug auf alle Risikopositionen in einer Verbriefung nachzukommen, die durch diese Entscheidungen eingegangen werden. Die Mitgliedstaaten stellen sicher, dass in Fällen, in denen ein institutioneller Anleger gemäß diesem Absatz angewiesen wird, die Verpflichtungen eines anderen institutionellen Anlegers zu erfüllen, dies jedoch nicht tut, alle Sanktionen gemäß den Artikeln 32 und 33 gegen die verwaltende Partei und nicht gegen den institutionellen Anleger, der die Verbriefung eingegangen ist, verhängt werden können.

## Anlage 2: Vergleichsversion des Art. 5 VVO

### Artikel 5

#### Anforderungen in Bezug auf Sorgfaltspflichten für institutionelle Anleger

(1) Bevor er eine Verbriefungsposition hält, prüft ein institutioneller Anleger, der nicht der Originator, Sponsor oder ursprüngliche Kreditgeber ist, ob

- a) im Falle, dass es sich bei dem Originator oder ursprünglichen Kreditgeber mit Sitz in der Union nicht um ein Kreditinstitut oder eine Wertpapierfirma im Sinne des Artikels 4 Absatz 1 Nummern 1 und 2 der Verordnung (EU) Nr. 575/2013 handelt, dieser Originator oder ursprüngliche Kreditgeber alle Kredite, die die zugrunde liegenden Risikopositionen begründen, auf der Grundlage solider, genau definierter Kriterien und anhand eindeutig festgelegter Verfahren für die Genehmigung, Änderung, Verlängerung und Finanzierung dieser Kredite gewährt und über wirksame Systeme zur Anwendung dieser Kriterien und Verfahren im Einklang mit Artikel 9 Absatz 1 der vorliegenden Verordnung verfügt;
- b) im Falle, dass es sich um einen Originator oder ursprünglichen Kreditgeber mit Sitz in einem Drittland handelt, dieser Originator oder ursprüngliche Kreditgeber alle Kredite, die die zugrunde liegenden Risikopositionen begründen, auf der Grundlage solider, genau definierter Kriterien und anhand eindeutig festgelegter Verfahren für die Genehmigung, Änderung, Verlängerung und Finanzierung dieser Kredite gewährt und über wirksame Systeme zur Anwendung dieser Kriterien und Verfahren verfügt, um sicherzustellen, dass die Kreditvergabe auf einer gründlichen Bewertung der Kreditwürdigkeit des Schuldners basiert;
- c) ~~der Originator, Sponsor oder ursprüngliche Kreditgeber — sofern er seinen Sitz in der Union hat — kontinuierlich einen materiellen Nettoanteil nach Artikel 6 hält und dem institutionellen Anleger gegenüber den Risikoselbstbehalt gemäß Artikel 7 offenlegt;~~
- d) ~~der Originator, Sponsor oder ursprüngliche Kreditgeber — sofern er seinen Sitz in einem Drittland hat — kontinuierlich einen materiellen Nettoanteil hält, der in jedem Fall mindestens 5 Prozent beträgt und im Einklang mit Artikel 6 festgelegt wird, und den institutionellen Anlegern gegenüber den Risikoselbstbehalt offenlegt;~~
- e) ~~der Originator, Sponsor oder die Verbriefungszweckgesellschaft gegebenenfalls die nach Artikel 7 erforderlichen Informationen in der Häufigkeit und nach den Modalitäten jenes Artikels zur Verfügung gestellt hat. der Originator, Sponsor oder die Verbriefungszweckgesellschaft über ausreichende Informationen verfügt, um die nach Absatz 3 notwendige Sorgfalsprüfung durchführen zu können;~~
- f) bei notleidenden Risikopositionen werden solide Standards bei der Auswahl und Bepreisung der Risikopositionen angewandt.

(2) Abweichend von Absatz 1 gilt im Falle vollständig unterstützter ABCP-Transaktionen die Anforderung nach Absatz 1 Buchstaben **a** und **b** für den Sponsor. In diesen Fällen überprüft der Sponsor, ob der Originator oder ursprüngliche Kreditgeber, bei dem es sich nicht um ein Kreditinstitut oder eine Wertpapierfirma handelt, alle Kredite, die die zugrunde liegenden Risikopositionen begründen, auf der Grundlage solider, genau definierter Kriterien und anhand eindeutig festgelegter Verfahren für die Genehmigung, Änderung, Verlängerung und Finanzierung dieser Kredite gewährt und über wirksame Systeme zur Anwendung dieser Kriterien und Verfahren im Einklang mit Artikel 9 Absatz 1 der vorliegenden Verordnung verfügt.

(3) Bevor er eine Verbriefungsposition hält, nimmt ein institutioneller Anleger, der nicht der Originator, Sponsor oder ursprüngliche Kreditgeber ist, eine Sorgfaltsprüfung vor, die ihn in die Lage versetzt, die damit verbundenen Risiken zu bewerten. Bei dieser Bewertung **wird mindestens alles Folgende berücksichtigt:**

- a)** ~~die Risikomerkmale der einzelnen Verbriefungsposition und der sind die zugrunde liegenden Risikopositionen;~~
- b)** ~~alle und die strukturellen Merkmale der Verbriefung, die wesentlichen Einfluss auf die Wertentwicklung der Verbriefungsposition haben können, einschließlich vertraglich festgelegter Zahlungsrangfolgen und mit diesen verbundener Auslöserquoten („Trigger“), Bonitätsverbesserungen, Liquiditätsverbesserungen, Marktwert-Trigger und transaktionsspezifischer Definitionen des Ausfalls; zu berücksichtigen. Bei dieser Bewertung sind zudem~~
- c)** ~~in Bezug auf eine Verbriefung, die gemäß Artikel 27 als STS-Verbriefung gemeldet wurde, die Erfüllung der in Artikel 19 bis 22 oder in Artikel 23 bis 26 sowie Artikel 27 festgelegten Anforderungen durch diese Verbriefung zu berücksichtigen. Institutionelle Anleger können sich in angemessenem Umfang auf die STS-Meldung nach Artikel 27 Absatz 1 und die von Originator, Sponsor und Verbriefungszweckgesellschaft offengelegten Informationen über die Erfüllung der STS-Anforderungen stützen, ohne sich allerdings ausschließlich oder mechanistisch auf diese Meldungen oder Informationen zu verlassen.~~

Unbeschadet ~~der Buchstaben a und b des ersten Unterabsatzes des Satzes 2~~ überprüfen die institutionellen Anleger im Falle eines vollständig unterstützten ABCP-Programms bei der Investition in das im Rahmen dieses ABCP-Programms emittierte Geldmarktpapier die Merkmale des ABCP-Programms sowie die vollständige Liquiditätsunterstützung.

(4) Ein institutioneller Anleger, der nicht der Originator, Sponsor oder ursprüngliche Kreditgeber ist, und der eine Verbriefungsposition hält, muss mindestens

- a) über angemessene schriftlich fixierte Verfahren, die verhältnismäßig in Bezug auf das Risikoprofil der Verbriefungsposition und, sofern relevant, in Bezug auf das Handelsbuch und das Anlagebuch des institutionellen Anlegers sind, verfügen, um kontinuierlich die Einhaltung der Absätze 1 und 3 und die Wertentwicklung der Verbriefungsposition und der zugrunde liegenden Risikopositionen beobachten zu können;

~~Sofern diese schriftlich fixierten Verfahren hinsichtlich der Verbriefung und der zugrunde liegenden Risikopositionen von Bedeutung sind, umfassen sie die Beobachtung folgender Aspekte: Art der Risikoposition, Prozentsatz der Kredite, die mehr als 30, 60 und 90 Tage überfällig sind, Ausfallraten, Raten der vorzeitigen Rückzahlungen, unter Zwangsvollstreckung stehende Kredite, Erlösquoten, Rückkäufe, Kreditänderungen, Zahlungsunterbrechungen, Art der Sicherheit und Belegung, Häufigkeitsverteilung von Kreditpunktebewertungen und anderen Bonitätsmaßen für die zugrunde liegenden Risikopositionen, branchenweise und geografische Streuung, Häufigkeitsverteilung der Beleihungsquoten mit Bandbreiten, die eine angemessene Sensitivitätsanalyse erleichtern. Sind die zugrunde~~

## ff. Anlage 2: Vergleichsversion des Art. 5 VVO

~~liegenden Risikopositionen selbst Verbriefungspositionen, wie gemäß Artikel 8 zulässig, so beobachten die institutionellen Anleger auch die Risikopositionen, die diesen Positionen zugrunde liegen;~~

- b) falls es sich bei der Verbriefung nicht um ein vollständig unterstütztes ABCP-Programm handelt — regelmäßig Stresstests in Bezug auf die Zahlungsströme und Besicherungswerte der zugrunde liegenden Risikopositionen; oder in Ermangelung ausreichender Daten über Zahlungsströme und Besicherungswerte, Stresstests in Bezug auf Verlustübernahmen durchführen, die der Art, dem Umfang und der Komplexität des Risikos der Verbriefungsposition Rechnung tragen;
- c) im Falle eines vollständig unterstützten ABCP-Programms regelmäßig Stresstests in Bezug auf die Solvenz und Liquidität des Sponsors durchführen;
- bd)eine interne Berichterstattung an sein Leitungsorgan **oder an eine von seinem Leitungsorgan bestimmte Stelle** sicherstellen, so dass die wesentlichen Risiken aus seiner Verbriefungsposition dem Leitungsorgan **oder der von diesem bestimmten Stelle** bekannt sind und diese Risiken angemessen gesteuert werden.
- e) gegenüber seinen zuständigen Behörden auf Verlangen nachweisen können, dass er in Bezug auf seine Verbriefungsposition und der ihr zugrunde liegenden Risikopositionen über eine umfassende und gründliche Kenntnis verfügt sowie schriftlich fixierte Strategien und Verfahren für das Risikomanagement in Bezug auf die Verbriefungsposition und zur Aufbewahrung von Aufzeichnungen der Überprüfungen und der Wahrnehmung der Sorgfaltspflichten gemäß den Absätzen 1 und 2 sowie aller übrigen relevanten Informationen umgesetzt hat; und
- f) im Falle von Risikopositionen in einem vollständig unterstützten ABCP-Programm gegenüber seinen zuständigen Behörden auf Verlangen nachweisen können, dass er über eine umfassende und gründliche Kenntnis der Bonität des Sponsors und der Bedingungen der bereitgestellten Liquiditätsfazilität verfügt.

(5) Hat ein institutioneller Anleger einen anderen institutionellen Anleger dazu ermächtigt, Entscheidungen hinsichtlich der Anlageverwaltung zu treffen, mit denen er möglicherweise eine Verbriefungsposition eingeht, so kann der institutionelle Anleger unbeschadet der Absätze 1 bis 4 diese verwaltende Partei anweisen, seinen Verpflichtungen gemäß diesem Artikel in Bezug auf alle Risikopositionen in einer Verbriefung nachzukommen, die durch diese Entscheidungen eingegangen werden. Die Mitgliedstaaten stellen sicher, dass in Fällen, in denen ein institutioneller Anleger gemäß diesem Absatz angewiesen wird, die Verpflichtungen eines anderen institutionellen Anlegers zu erfüllen, dies jedoch nicht tut, alle Sanktionen gemäß den Artikeln 32 und 33 gegen die verwaltende Partei und nicht gegen den institutionellen Anleger, der die Verbriefung eingegangen ist, verhängt werden können.

## Anlage 3: Vergleichsversion des Art. 7 VVO in Bezug auf private Verbriefungen

Vorschlag 1: Streichung der Reportingpflicht in Bezug auf Loan Level Daten

(1) Originator, Sponsor und Verbriefungszweckgesellschaft einer Verbriefung stellen den Inhabern von Verbriefungspositionen, den in Artikel 29 dieser Verordnung genannten zuständigen Behörden und auf Verlangen den potenziellen Anlegern gemäß Absatz 2 des vorliegenden Artikels mindestens folgende Informationen zur Verfügung:

- a) Informationen über die zugrunde liegenden Risikopositionen auf vierteljährlicher Basis oder — im Falle von ABCP — Informationen über die zugrunde liegenden Forderungen oder Kreditforderungen auf monatlicher Basis; eine solche Pflicht besteht für Originator, Sponsor und Verbriefungszweckgesellschaft einer Verbriefung nicht, wenn es sich um eine Verbriefung handelt, an der ein begrenzter und von Anfang an feststehender Kreis von Kreditinstituten und Investoren beteiligt ist ([privat-syndizierte Transaktionen](#)).

[...]

Im Falle von ABCP und [privat-syndizierten Transaktionen](#) werden die Informationen nach Unterabsatz 1 Buchstabe a, Buchstabe c Ziffer ii und Buchstabe e Ziffer i den Inhabern der Verbriefungsposition und auf Verlangen den potenziellen Anlegern in aggregierter Form zur Verfügung gestellt.

## Anlage 4: Überblick über die europäischen Verbriefungsmärkte (EU27 und UK)

<b>Marktsegment</b>	<b>True Sale Öffentliche ABS</b>	<b>True Sale CLOs</b>	<b>Synthetisch Bilanztransaktionen</b>	<b>True Sale ABCP / Private Non- ABCP</b>
<b>Beschreibung</b>	Öffentlicher Markt Breite Investorenbasis	„Public by nature/Private by regulation“ Breite Investorenbasis	Privater Markt Nicht-Bank Investoren	Privater Markt Finanzierung durch Banken
<b>Volumen 2023</b>	€ 161 Mrd. (UK: 30 %)	€ 36 Mrd. (UK: n.a.)	€ 140 Mrd. (UK: n.a.)	€ 185 Mrd. (UK: 15 %)
<b>2019-2023</b>	€ 166 Mrd. Ø p.a. Neuemission	€ 74 Mrd. Ø p.a. Neuemission	€ 97 Mrd. Ø p.a. Neuemission	€ 181 Mrd. Ø p.a. Finanzierungsvolumen
<b>Assetklassen</b>	55 % Immobilienkredite 40 % Auto/Leasing 5 % Sonstige	80 % (Groß-)Firmenkredite 20 % KMU-Kredite	55 % (Groß-)Firmenkredite 25 % KMU-Kredite 20 % Sonstige	60 % Handelsforderungen 25 % Auto/Leasing 15 % Sonstige
<b>Investoren</b>	Breite Investorenbasis (inkl. EZB) Typischerweise 30-50 Investoren beteiligt	Breite Investorenbasis Typischerweise 10-25 Investoren beteiligt	Nicht-Bank Investoren Typischerweise 1-3 Investoren beteiligt	Finanzierung über Banken Typischerweise 1-3 (Sponsor-) Banken beteiligt
<b>Finanzierung Realwirtschaft</b>	<u>Direkt (Liquidität)</u>	<u>Direkt (Liquidität)</u>	<u>Indirekt (Bankkapital)</u>	<u>Direkt (Liquidität)</u>
<b>Ziele</b>	Finanzierung	Finanzierung	Kapitalentlastung	Finanzierung, Bilanzentlastung
<b>Performance</b>	Studie S&P: Zahlungsausfälle europäischer Verbriefungen vor, während und nach der Finanzkrise konstant niedrig	Studie S&P: Zahlungsausfälle europäischer Verbriefungen vor, während und nach der Finanzkrise konstant niedrig	Studie EBA: Zahlungsausfälle synthetischer Verbriefungen in Europa etwas niedriger als bei öffentlichen True Sale Verbriefungen	Studie AFME/EDW/TSI: Marktsegment deutlich größer als erwartet; Unternehmen mit Ratings im Bereich BB finanzieren sich im Ratingbereich A bis AA
<b>Markttransparenz &amp; Offenlegung</b>	Markttransparenz: hoch Offenlegung: hoch	Markttransparenz: hoch Offenlegung: hoch	Markttransparenz: niedrig Offenlegung: hoch	Markttransparenz: mittel Offenlegung: hoch
<b>Datenquellen</b>	<i>Bloomberg, ConceptABS, Ratingagenturen, sonstige</i>	<i>Bloomberg, ConceptABS, Ratingagenturen, sonstige</i>	<i>EBA</i>	<i>EBE - European Benchmark Exercise - AFME/EDW/TSI</i> <a href="#">(&gt;&gt;Link)</a>

