



Europäischer Verbriefungsmarkt

12. November 2024

Bereit für einen Neuanfang?

Autorin

Ursula Walther
+44 203 281-4564
ursula.walther@db.com

Editor

Jan Schildbach

Deutsche Bank AG
Deutsche Bank Research
Frankfurt am Main
Deutschland
E-Mail: marketing.dbr@db.com
Fax: +49 69 910-31877

www.dbresearch.de

DB Research Management
Robin Winkler

Original in engl. Sprache: 19. August 2024

Ein gut funktionierender Verbriefungsmarkt könnte dazu beitragen, mehr Kapital zur Finanzierung der europäischen Wirtschaft und des grünen und digitalen Wandels bereitzustellen. Die Bündelung von Krediten in einem handelbaren Wertpapier kann Banken als Refinanzierungsinstrument dienen und/oder es ihnen ermöglichen, Risiken an Investoren weiterzureichen. Dies setzt Kapital frei und schafft zusätzliche Kapazitäten für die Kreditvergabe an die Wirtschaft, einschließlich der Finanzierung grüner und digitaler Projekte.

Der europäische Verbriefungsmarkt stagniert seit der Finanzkrise. Die Krise beendete eine Boomphase, in der die Emission von True-Sale-Verbriefungen im Jahr 2008 mit EUR 711 Mrd. ihren Höhepunkt erreichte. Danach brach die Emissionstätigkeit ein und verharrt seither stabil bei rund EUR 200 Mrd. pro Jahr bzw. EUR 100 Mrd., wenn man nur Verbriefungen betrachtet, die am Markt platziert werden. Das ist viel weniger als in den USA, wo die durchschnittlichen jährlichen Emissionen im Zeitraum 2013-23 bei etwa EUR 2 Bill. lagen. Synthetische Verbriefungen hingegen, bei denen die zugrundeliegenden Vermögenswerte in der Bankbilanz verbleiben, haben in den letzten Jahren zugelegt und erreichten im Euroraum im Jahr 2023 ein Emissionsvolumen von EUR 139 Mrd.

Markt konzentriert sich auf die großen Länder. Fast 90% der Sicherheiten bei ausstehenden True-Sale-Verbriefungen stammten im Jahr 2023 aus Großbritannien, Frankreich, Italien, Spanien, den Niederlanden und Deutschland. Hypothekenbesicherte Papiere (Residential Mortgage-Backed Securities, RMBS) sind die häufigste Form und machten 47% des Bestands aus. CDO/CLOs sind eines der dynamischsten Segmente und kommen auf 19%.

Der EU-Rechtsrahmen, der nach der Krise eingeführt und 2019 verfeinert wurde, hat den Verbriefungsmarkt robuster gemacht, ihn aber nicht wiederbelebt. Wesentliche Hindernisse sind (i) zyklische makroökonomische Faktoren, die die Emissionstätigkeit einschränkten, u.a. erhöhte Unsicherheit und Zugang zu großzügigen Refinanzierungsprogrammen der Zentralbanken, (ii) strukturelle Faktoren wie die Verfügbarkeit etablierter alternativer Finanzierungsquellen wie Covered Bonds, (iii) strenge regulatorische Standards auf der Angebotsseite: hohe Kapitalaufschläge und umfassende Offenlegungspflichten, (iv) geringe Beteiligung von Versicherungen und Investmentfonds auf der Nachfrageseite, (v) fragmentierte EU-Kapitalmärkte.

Ausblick – eine gezielte Reform des regulatorischen Rahmens wäre erforderlich, damit die Verbriefung wieder in Schwung kommt. Wachsende politische Unterstützung, stärkere Push-Faktoren in Form der sich abzeichnenden höheren Kapitalanforderungen für Banken und des Auslaufens der Refinanzierungsprogramme der Zentralbanken sowie ein günstigeres makroökonomisches Umfeld – all dies gibt dem Verbriefungsmarkt Rückenwind. Ohne gezielte regulatorische Maßnahmen dürfte ein deutlicher Anstieg des Verbriefungsvolumens dennoch kaum zu erreichen sein.



Europäischer Verbriefungsmarkt: Bereit für einen Neuanfang?

Verbriefung wiederbeleben, um Europas Finanzierungskapazitäten zu stärken

Ein gut funktionierender Verbriefungsmarkt könnte dazu beitragen, mehr Kapital zur Finanzierung der europäischen Wirtschaft und des grünen und digitalen Wandels bereitzustellen. Die Verbriefung ist daher einer der Eckpfeiler der Kapitalmarktunion² und steht weit oben auf der Prioritätenliste³ der EU-Staats- und Regierungschefs für die neue Legislaturperiode (2024-29). Die EU hat seit 2019 bereits verschiedene Gesetzesinitiativen zur Wiederbelegung des Verbriefungsmarktes verabschiedet und in den nächsten Jahren werden wahrscheinlich weitere folgen. Der europäische Markt stagniert seit dem Höhepunkt der globalen Finanzkrise im Jahr 2008, die durch US-amerikanische Subprime-Hypotheken ausgelöst wurde – nicht zuletzt, weil das Instrument als Mitverursacher der Krise angesehen wird. In den letzten zehn Jahren verharrten die Emissionen in Europa auf einem relativ konstanten nominalen Niveau von rund EUR 200 Mrd. pro Jahr. Das Volumen der am Markt platzierten Emissionen war mit jährlich durchschnittlich etwa EUR 100 Mrd. sogar noch geringer. Das ist viel weniger als das durchschnittliche jährliche Emissionsvolumen von EUR 2 Bill. in den USA im Zeitraum 2013-23. Mehrere Faktoren könnten jedoch dem europäischen Verbriefungsmarkt mittelfristig neue Impulse verleihen: i) wieder wachsende politische Unterstützung, ii) sich abzeichnende höhere Kapitalanforderungen für Banken, iii) das Auslaufen von Refinanzierungsprogrammen der Zentralbanken.

Wie kann Verbriefung zur Finanzierung der Wirtschaft beitragen? Die Bündelung von Krediten in einem handelbaren Wertpapier (Grafik 1) kann europäischen Banken als Refinanzierungsinstrument dienen und/oder es ihnen ermöglichen, Risiken an Investoren weiterzureichen.⁴ Dies setzt regulatorisches Kapital frei und schafft zusätzliche Kapazitäten für die Kreditvergabe an die Wirtschaft, einschließlich der Finanzierung grüner und digitaler Projekte. Die Europäische Kommission schätzt, dass die Banken jährlich etwa EUR 100-150 Mrd. an zusätzlichen Krediten vergeben könnten, wenn der Verbriefungsmarkt auf das Vorfinanzkrisenniveau zurückkehren würde.⁵ Dies könnte den Zugang zu Finanzierungen erleichtern, insbesondere für KMU und Haushalte, die im Allgemeinen auf Bankkredite angewiesen sind. Durch Verbriefung werden diese typischerweise kleinen Kredite gebündelt und dadurch die eher illiquiden Vermögenswerte in handelbare Wertpapiere umgewandelt. Dies kann auch neue Möglichkeiten eröffnen für Anleger, die nicht in der Lage sind, solche Kleinkredite selbst zu gewähren (z.B. für grüne Projekte wie Solaranlagen oder Elektrofahrzeuge). Verbriefte Produkte sind potenziell für ein breites Spektrum von Anlegern attraktiv, da die gebündelten Vermögenswerte in Tranchen mit unterschiedlichem Risiko-/Rendite-Profil aufgeteilt werden. ESG-gekennzeichnete Verbriefungen machen zugegebenermaßen mit einem Emissionsvolumen von EUR 2 Mrd. im Jahr 2023 bisher nur einen kleinen Teil des Marktes aus (etwa 1% des Gesamtvolumens).⁶

Wie funktioniert Verbriefung?

1

Eine Verbriefung ist die Umwandlung von ertragbringenden Vermögenswerten (in der Regel Krediten) auf der Bankbilanz in handelbare Wertpapiere. In ihrer einfachsten Form bündelt der Emittent, in der Regel eine Bank, verschiedene Kreditforderungen in einem Pool, um sie an die Kapitalmärkte weiterzureichen. Es gibt zwei Arten von Verbriefung:

(1) **True-Sale-Verbriefung**, bei der der Emittent das Eigentum an den Krediten auf ein anderes Finanzunternehmen, eine Zweckgesellschaft (special-purpose vehicle, SPV), überträgt. Die Kredite werden dadurch von der Bilanz des Emittenten genommen und die Zweckgesellschaft erhält Anspruch auf die Cashflows. In der Regel refinanziert sich das SPV durch die Emission von Anleihen unterschiedlicher Risikoklassen (d.h. Tranchen), die durch die zugrundeliegenden Vermögenswerte und deren Cashflows gesichert sind. Die True-Sale-Verbriefung dient meistens Refinanzierungs-/Liquiditätszwecken.

(2) **Synthetische Verbriefung**, bei der der Emittent das Kreditrisiko der gebündelten Kredite über Finanzgarantien oder Kreditderivate an die Kapitalmärkte weiterreicht. Der Käufer verpflichtet sich, den Emittenten bei Ausfällen im zugrundeliegenden Portfolio zu entschädigen. Im Gegenzug für diese Kreditrisikoabsicherung zahlt der Emittent regelmäßig eine Gebühr. Die Kredite selbst verbleiben in der Bilanz des Emittenten. Synthetische Verbriefungen werden typischerweise für Risikomanagementzwecke genutzt. Sie können die Kreditvergabekapazitäten erhöhen, wenn sie einen „signifikanten Risikotransfer“ bewirken und dadurch Kapital freigesetzt wird (siehe auch unten).¹

Quelle Deutsche Bank Research

¹ Für einen Überblick siehe Kaya, Orçun (2017). Synthetic securitisation. Making a silent comeback. Deutsche Bank Research, EU-Monitor. 21. Februar.

² Für einen Überblick über die Fortschritte der Kapitalmarktunion siehe Walther, Ursula (2024). Starke Risikokapitalmärkte. Von zentraler Bedeutung für grüne und digitale Innovationen. Deutsche Bank Research, EU-Monitor. 18. März.

³ Europäischer Rat (2024). Außerordentliche Tagung des Europäischen Rates (17.-18. April 2024) – Schlussfolgerungen. 18. April.

⁴ Die Refinanzierungsoption ist nicht der wichtigste Mehrwert, da Banken in einem normalen Umfeld Zugang zu einer Reihe von Refinanzierungsquellen haben (z.B. Einlagen und Covered Bonds). Die Verbriefung bietet jedoch die Möglichkeit, diese Quellen zu diversifizieren.

⁵ Europäische Kommission (2015). Kapitalmarktunion: Ein Aktionsplan für mehr Unternehmens- und Investitionsfinanzierung. Pressemitteilung. 30. September.

⁶ AFME (2024a). Securitisation data report Q4 2023 & 2023 full year. 28. März.



Europäischer Verbriefungsmarkt: Bereit für einen Neuanfang?

Vor dem Hintergrund des wiedererwachten Interesses an Verbriefungen beleuchtet diese Studie die jüngsten Entwicklungen am europäischen Markt. Dabei geht sie näher auf verschiedene Segmente und regionale Entwicklungen ein und zieht Vergleiche mit den USA. Darüber hinaus zeigt sie auf, welche Faktoren das Marktwachstum belastet haben, und weist auf wichtige regulatorische Entwicklungen hin.

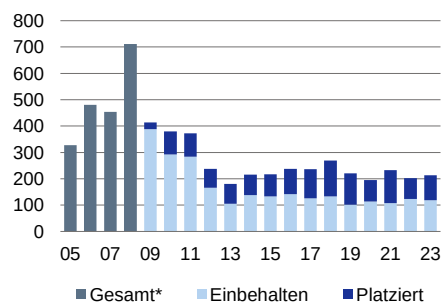
Europäischer Verbriefungsmarkt – kaum Bewegung seit der Finanzkrise

True-Sale-Verbriefung: Ein Jahrzehnt der Stagnation

Vor der globalen Finanzkrise boomte die Verbriefung in Europa. Die Emission von True-Sale-Produkten erreichte 2008 mit EUR 711 Mrd. ein Allzeithoch (Grafik 2). Dies führte dazu, dass das ausstehende Volumen im Folgejahr auf über EUR 2 Bill. anstieg (Grafik 3). Nach der Krise ging das Emissionsvolumen auf EUR 180 Mrd. im Jahr 2013 zurück, obwohl sich der europäische Markt während der Krise als robust erwies und nicht annähernd so stark von Zahlungsausfällen betroffen war wie der US-Markt (Grafik 4). Über die letzten zehn Jahre blieb die Emissionstätigkeit stabil bei rund EUR 200 Mrd. pro Jahr. Das ausstehende Volumen stagniert seit Jahren bei etwa EUR 1,2 Bill. – der Hälfte des Vorkrisenniveaus. Jüngste Zahlen deuten jedoch auf einen leichten Aufwärtstrend hin. Im Jahr 2023 stiegen die Emissionen um 5% ggü. Vj. und im ersten Halbjahr 2024 um 6% ggü. Vj.⁷

Verbriefungsemissionen in Europa - Jahrzehnt der Stagnation auf niedrigem Niveau 2

True-Sale-Verbriefung, Mrd. EUR

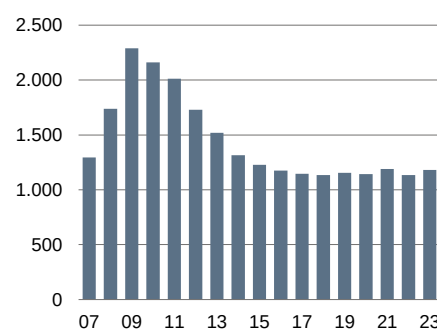


*Vor 2009 sind keine Daten zu am Markt platzierten und einbehaltenen Verbriefungen verfügbar.

Quellen: AFME, Deutsche Bank Research

Ausstehende Verbriefungen in Europa - stabil bei EUR 1,2 Bill. 3

True-Sale-Verbriefung, Mrd. EUR

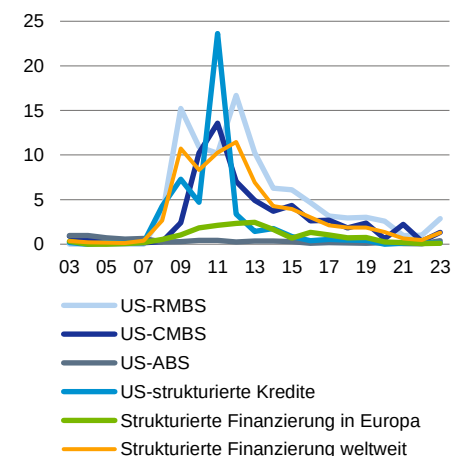


Anm.: Eigene Schätzung für CDO/CLO für 2020 und 2021

Quellen: AFME, Deutsche Bank Research

Europäische Verbriefungen blieben während der Finanzkrise relativ robust 4

Jährliche Ausfallrate, %

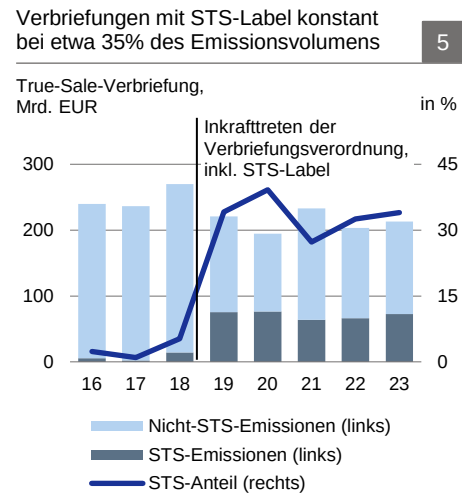


Quellen: S&P Global, Deutsche Bank Research

True-Sale-Verbriefungen dienen hauptsächlich der Refinanzierung. Im Durchschnitt platzieren die emittierenden Banken nur etwa 40-50% der Verbriefung am Markt, in der Regel vorrangige Tranchen. Den Rest, oft einschließlich der risikoreichen Erstverlust-Tranche, behalten sie ein. Ein Teil der einbehaltenen vorrangigen Tranchen wird als Sicherheit für Refinanzierungsprogramme bei der Zentralbank hinterlegt oder zur Erfüllung von Liquiditätsanforderungen verwendet. Banken investieren aber auch selbst in solche Produkte. So hielten sie im Jahr 2021 (letzte verfügbare Daten) die überwiegende Mehrheit (84%) der in

⁷ AFME (2024b). AFME securitisation: Q2 2024. Data Snapshot. 5. August.

Europäischer Verbriefungsmarkt: Bereit für einen Neuanfang?



Europa ausstehenden Papiere, mit großem Abstand gefolgt von Investmentfonds (7%) und Versicherungen (5%).⁸

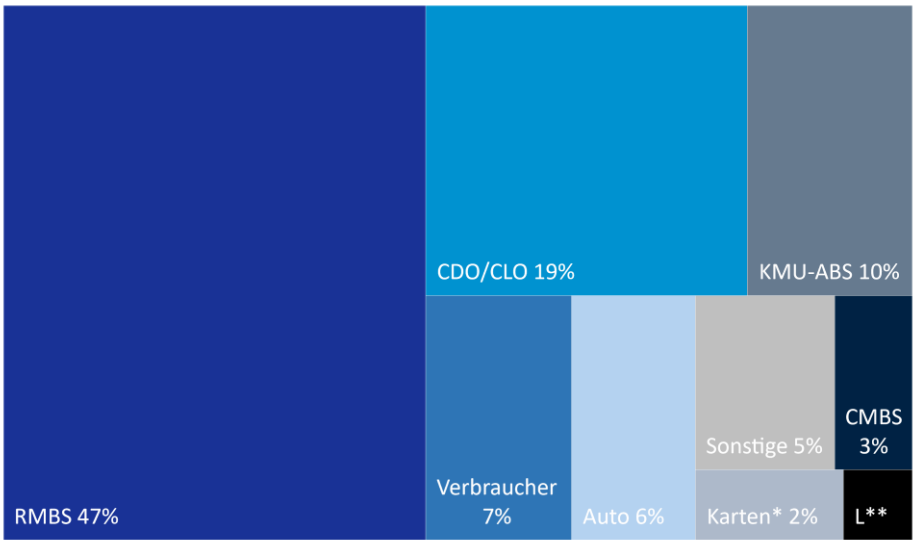
Das STS-Label brachte nicht den erhofften Aufschwung. Die EU-Verbriefungsverordnung (SECR) führte ein freiwilliges Label für einfache, transparente und standardisierte Verbriefungen ein („simple, transparent, standardised“, STS) (s. unten für weitere Einzelheiten zum Rechtsrahmen). Dieses Label kennzeichnet Verbriefungen, die von hoher Qualität und nicht übermäßig komplex strukturiert sind. Ein Vorteil davon sind geringere Kapitalanforderungen für Banken. Dennoch bleiben die Kapitalanforderungen höher als bei anderen Anlageklassen wie z.B. Covered Bonds. Seit dem Inkrafttreten der Verbriefungsverordnung im Jahr 2019 entfiel rund ein Drittel der Neuemissionen auf STS-Verbriefungen (Grafik 5). Das Label brachte jedoch nicht die erhofften neuen Emittenten oder Investoren an den Markt, wie das relativ stabile Niveau der Gesamtemissionen zeigt, auch wenn es möglicherweise einen weiteren Rückgang verhindert hat. Im Großen und Ganzen tragen Verbriefungen, die ohnehin begeben worden wären, nun das STS-Label, wenn sie die Kriterien erfüllen.

Besicherung – zur Hälfte durch private Immobilienkredite. Die Bündelung von privaten Immobilienkrediten ist die gängigste Art der Verbriefung. Hypothekenbesicherte Wertpapiere (Residential Mortgage-Backed Securities, RMBS) machten Ende 2023 47% der ausstehenden europäischen True-Sale-Verbriefungen aus (Grafik 6). Weitere häufig verwendete Sicherheiten waren KMU- (10%), Verbraucher- (7%) und Autokredite (6%). Eines der dynamischsten Segmente sind Collateralised Debt Obligations (CDOs), die in der Regel aus Collateralised Loan Obligations (CLOs) bestehen und hauptsächlich in Leveraged Loans, d.h. Kredite an hochverschuldete Kreditnehmer, investieren. Parallel zu einem wachsenden Leveraged-Debt-Markt stieg das ausstehende CDO/CLO-Volumen von EUR 117 Mrd. im Jahr 2014 (9% des Gesamtmarkts) auf EUR 229 Mrd. (19%) im Jahr 2023. Es wird erwartet, dass der Bereich 2024 weiter wächst.⁹

Ende 2023 hatten 97% der ausstehenden Verbriefungen ein gutes Rating (Investment Grade), d.h. erwartungsgemäß ein relativ geringes Ausfallrisiko.¹⁰

Europäische Verbriefungen fast zur Hälfte mit privaten Immobilienkrediten besichert

Ausstehende True-Sale-Verbriefung, Q4 2023, in %



*Kreditkarten, **Leasing 1%
Quellen: AFME, Deutsche Bank Research

⁸ ESRB (2022). Monitoring systemic risks in the EU securitisation market. 1. Juli.
⁹ FT (2024). European CLO issuance hits record rate as investors chase yields. 13. Juni.
¹⁰ AFME (2024a).

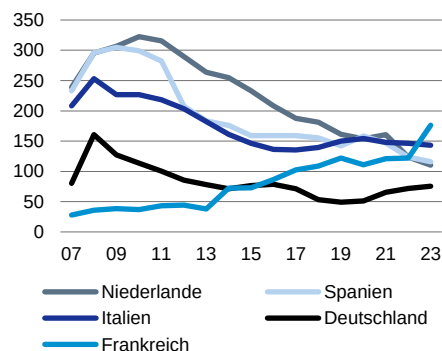


Europäischer Verbriefungsmarkt: Bereit für einen Neuanfang?

Ausnahme Frankreich: Einziger wachsender Verbriefungsmarkt in der EU

7

Ausstehende True-Sale-Verbriefung, Mrd. EUR

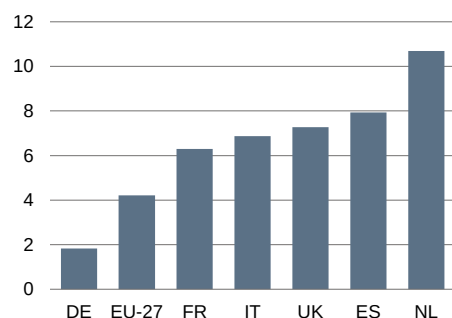


Quellen: AFME, Deutsche Bank Research

Deutschlands Verbriefungsmarkt ist klein im Verhältnis zur Wirtschaftskraft

8

Ausstehende True-Sale-Verbriefung, Q4 2023, in % des BIP

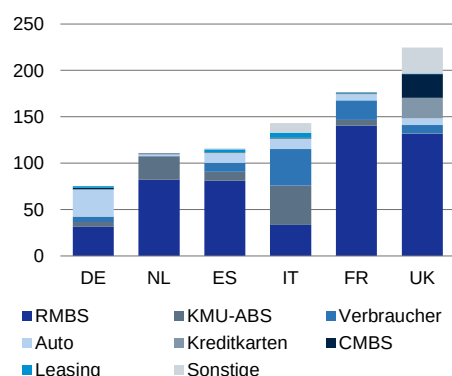


Quellen: AFME, Eurostat, UK Office for National Statistics, Deutsche Bank Research

Nationale Märkte unterscheiden sich mit Blick auf Sicherheiten

9

Ausstehende True-Sale-Verbriefung, Mrd. EUR



Anm.: CDO/CLO-Daten nicht auf Länderebene verfügbar

Quellen: AFME, Deutsche Bank Research

Herkunft der Sicherheiten – regionale Zusammensetzung wird von großen Ländern dominiert. Der Markt für europäische True-Sale-Verbriefungen konzentriert sich stark auf einige wenige Länder. Fast 90% der zugrundeliegenden Kredite in ausstehenden Verbriefungen stammten im Jahr 2023 aus Großbritannien, Frankreich, Italien, Spanien, den Niederlanden und Deutschland (während diese Volkswirtschaften nur 68% des europäischen BIP ausmachten¹¹). Paneuropäische Verbriefungen mit Sicherheiten aus mehreren Ländern spielen mit weniger als 1% des Gesamtvolumens eine untergeordnete Rolle. Frankreich ist das einzige Land in Europa, in dem der Verbriefungsmarkt seit der Finanzkrise gewachsen ist, wobei das ausstehende Volumen von EUR 28 Mrd. im Jahr 2007 auf EUR 176 Mrd. im Jahr 2023 anstieg. Alle anderen großen europäischen Märkte sind im gleichen Zeitraum geschrumpft, obwohl es in Deutschland in den letzten drei Jahren eine leichte Erholung gab (Grafik 7). Gemessen an der Größe der Volkswirtschaft sind die Niederlande mit einem ausstehenden Volumen in Höhe von 11% des BIP der größte Markt. Im Gegensatz dazu ist der deutsche Markt mit 2% des BIP relativ klein (Grafik 8).

Die nationalen Märkte unterscheiden sich hinsichtlich der verwendeten Sicherheiten (Grafik 9).¹² In den meisten Ländern sind private Immobilienkredite die dominante Kreditart, insbesondere in Frankreich, wo sie etwa 80% des ausstehenden Volumens ausmachen. Einige Länder wie Italien und Deutschland verfügen über einen stärker diversifizierten Pool an Sicherheiten. In Deutschland sind etwa 40% der Verbriefungen mit Autokrediten besichert. In Italien besteht der Verbriefungsmarkt aus drei Hauptkategorien: KMU-Asset-Backed Securities (ABS) (29%), Verbraucher-ABS (28%) und RMBS (23%).

Signifikanter Risikotransfer (SRT) und der Markt für synthetische Verbriefungen – etwas mehr Dynamik

Verbriefungen können Banken helfen, ihre Kreditvergabekapazität zu erhöhen. Dies ist der Fall, wenn sie die Kriterien für einen „signifikanten Risikotransfer“ (SRT) erfüllen. Dieser ermöglicht es der verbriefenden Bank, das erforderliche regulatorische Kapital für das zugrundeliegende Portfolio zu reduzieren – vorausgesetzt, sie kann einen hinreichenden Teil des Kreditrisikos an Investoren weiterreichen.¹³ Dies ist besonders relevant für synthetische Verbriefungen, bei denen die emittierende Bank die zugrundeliegenden Kredite auf der Bilanz behält (daher wird sie auch als „On-Balance-Sheet-Verbriefung“ bezeichnet). Dem entsprechend machen synthetische Verbriefungen den Löwenanteil des SRT-Segments aus (91%). Im Gegensatz dazu waren nur 9% True-Sale-Verbriefungen, bei denen die Banken häufig die Erstverlust-Tranche behalten, wie Daten der EZB für das Jahr 2023 zeigen. Das SRT-Segment bietet daher einen guten Anhaltspunkt für die Größe des synthetischen Marktes, für den keine genauen Daten verfügbar sind.

Der SRT-Markt im Euroraum ist zwischen 2021 und 2022 stark gewachsen und das Emissionsvolumen erreichte ein Rekordniveau von EUR 163 Mrd. (Grafik 10). Ein wichtiger Grund waren synthetische SRT-Transaktionen, die sich von EUR 73 Mrd. im Jahr 2021 auf EUR 145 Mrd. im Jahr 2022 fast verdoppelten. Dies ist vor allem auf die Aufnahme synthetischer Verbriefungen in das STS-Regelwerk im Jahr 2021 zurückzuführen, wodurch die Kapitalanforderungen für solche Positionen weiter gesenkt wurden. Im Jahr 2023 entwickelte sich der SRT-Markt stabil und es wurden synthetische Verbriefungen im Wert von EUR 139 Mrd. begeben. Die Hälfte der Transaktionen bekam das STS-Label, ein

¹¹ EU-27, Großbritannien, Norwegen und die Schweiz.

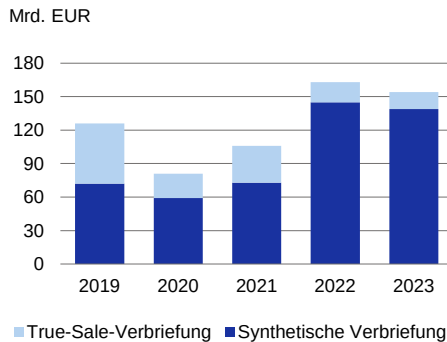
¹² Ohne CDO/CLOs in diesem Abschnitt, weil die zugrundeliegenden Sicherheiten keinem einzelnen Land zugeordnet werden können.

¹³ Die SRT-Kriterien sehen u.a. vor, dass die verbriefende Bank nicht mehr als 50% der Mezzanine-Tranche und nicht über 20% der Erstverlust-Tranche behält.



Europäischer Verbriefungsmarkt: Bereit für einen Neuanfang?

SRT-Markt - wachsende Emissionen* 10



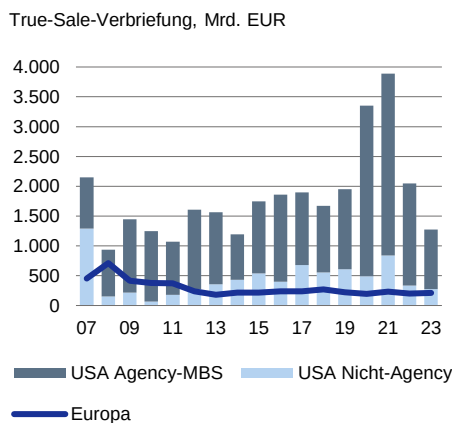
*SRT-Transaktionen von SSM-Banken, ohne Transaktionen mit notleidenden Krediten

Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

Anstieg gegenüber den Jahren 2022 (42%) und 2021 (33%).¹⁴ In Zukunft könnten SRT-Verbriefungen und die damit verbundene Eigenkapitalentlastung für die Banken an Bedeutung gewinnen angesichts der höheren Kapitalanforderungen infolge der Umsetzung der endgültigen Basel III-Vorschriften.¹⁵

Ähnlich wie das True-Sale-Segment konzentriert sich der SRT-Markt auf einige wenige Länder, wobei Frankreich im Jahr 2022 mehr als 30% des Marktvolumens im Euroraum ausmachte. Der größte Teil der zugrundeliegenden Vermögenswerte bei SRT-Verbriefungen waren Unternehmens- (57%) und auch KMU-Kredite (9%). Dies könnte darauf zurückzuführen sein, dass solche Kredite besonders vertraulich zu behandeln sind, was eine typischerweise öffentliche True-Sale-Transaktion ausschließt (synthetische Transaktionen sind in der Regel privat). Darüber hinaus sind bei bestimmten Kreditlinien für Unternehmen (z.B. revolvingende Kredite) die Weitergabemöglichkeiten eingeschränkt, weshalb sich diese Kredite eher für eine synthetische als für eine True-Sale-Transaktion eignen.¹⁶ Traditionell nutzen nur einige wenige der größten Banken im Euroraum SRT-Verbriefungen, aber in letzter Zeit sind auch andere Banken in den Markt eingestiegen.¹⁷

US-Emissionen erholten sich schnell nach der Finanzkrise, hängten Europa ab 11



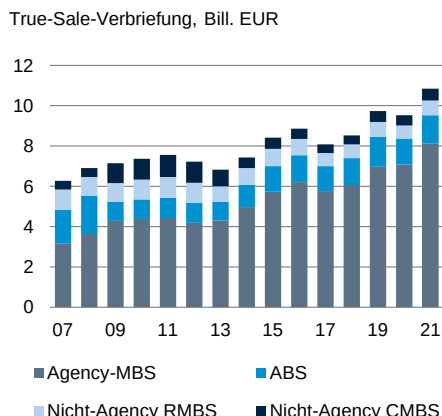
Quellen: AFME, Deutsche Bank Research

Vergleich Europa-USA – die USA spielen in einer eigenen Liga

Im Gegensatz zu Europa erholte sich der US-Verbriefungsmarkt nach der Finanzkrise recht schnell. Das Emissionsvolumen von True-Sale-Produkten stieg stetig und erreichte im Jahr 2021 mit EUR 3,9 Bill. ein Rekordhoch. Die sehr hohen Volumina in den Jahren 2020 und 2021 lassen sich durch einen Boom auf dem Hypothekenmarkt erklären, der durch rückläufige Zinsen während der Pandemie ausgelöst wurde. Gleichzeitig erwarb die US-Notenbank Fed im Rahmen ihrer Wertpapierkaufprogramme („quantitative easing“) erhebliche Mengen an MBS.¹⁸ Im Jahr 2022 ging die Emissionstätigkeit jedoch zurück und sank 2023 angesichts der hohen Inflation, steigender Zinsen und aufkommender Rezessionsängste weiter auf EUR 1,3 Bill. (Grafik 11).

Das Volumen ausstehender Verbriefungen erreichte im Jahr 2021¹⁹ EUR 11 Bill. (Grafik 12). Dies entspricht 54% des BIP, verglichen mit nur 6% in Europa. Die wichtigste Anlageklasse sind RMBS, die 81% des Gesamtvolumens ausmachen – weit mehr als der RMBS-Anteil von 58% in Europa (auf vergleichbarer Basis, d.h. ohne CDO/CLO, für die in den USA keine Daten verfügbar sind). Insgesamt sind die Ausfallraten in den USA nach wie vor wesentlich höher als in Europa. Während sie im Jahr 2023 für europäische ABS, CMBS und CLO bei 0% und für RMBS bei 0,1% lagen, bewegten sie sich in den USA zwischen 0,1% (CLO) und 2,9% (RMBS) (Grafik 13). Was die Anleger betrifft, so halten US-Banken schätzungsweise nur etwa 30% der ausstehenden MBS, während andere Investoren eine größere Rolle zu spielen scheinen als in Europa.²⁰

Stetiges Wachstum des ausstehenden Volumens in den USA 12



Quellen: AFME, Deutsche Bank Research

¹⁴ IACPM (2024). Synthetic Securitization Market Volume 2016-2022. 25. Juni. Die Ergebnisse beruhen auf einer Umfrage unter 37 global aufgestellten Banken.

¹⁵ Bloomberg (2024). Great bank asset sale is a boon for bond market: credit weekly. 9. Juni.

¹⁶ AFME (2020). Questions and answers on a new STS framework for on-balance-sheet securitisations. 14. September.

¹⁷ ESRB (2023). The European significant risk transfer securitisation market. Occasional paper series Nr. 23. 3. Oktober.

¹⁸ Newton, Natalie, und James I. Vickery (2022). The pandemic mortgage boom. In: Economic Insights, Federal Reserve Bank of Philadelphia, 2022, Q3-Q4, S. 18-27.

¹⁹ Aufgrund von Datenaggregationsproblemen in den USA sind dies die letzten verfügbaren Daten zum ausstehenden Volumen. Keine Daten für 2022-23.

²⁰ Levitin, Adam J. (2023). Report on the institutional and regulatory differences between the American and European securitization markets. Sachverständigenrat für Wirtschaft, Arbeitspapier 03/2023. November. Zu den anderen Investoren zählen die Fed (25%), ausländische Investoren (11%) und sonstige US-Investoren (33%).

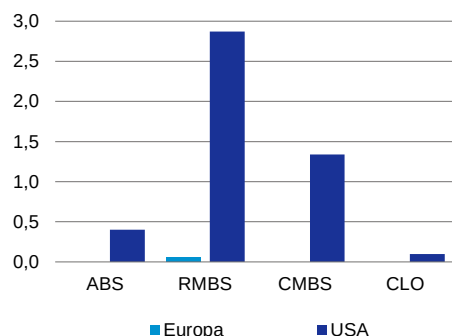


Europäischer Verbriefungsmarkt: Bereit für einen Neuanfang?

Ausfallraten in Europa deutlich niedriger als in den USA

13

Ausfallrate im Jahr 2023, %

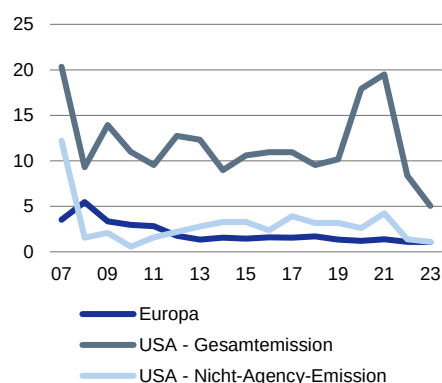


Quellen: S&P Global, Deutsche Bank Research

Emissionsvolumen im Verhältnis zur Wirtschaftskraft

14

True-Sale-Verbriefung, in % des BIP



Quellen: AFME, Fed, Eurostat, Deutsche Bank Research

Es gibt zwei Hauptgründe für die Unterschiede zwischen Europa und den USA. Erstens bestehen gewisse Unterschiede in den Refinanzierungstraditionen der Banken. In den USA ist die Verbriefung, insbesondere von Krediten an Privathaushalte wie Hypotheken, Auto- oder Studentenkredite, gängige Praxis, während europäische Banken die meisten dieser Kredite auf ihren Bilanzen halten. In Verbindung mit anderen Faktoren, wie z.B. einem viel größeren Markt für Unternehmensanleihen in den USA, ist die Bilanzsumme europäischer Banken daher tendenziell wesentlich höher als die ihrer US-Konkurrenten. Dafür gibt es in Europa, anders als in den USA, einen etablierten Markt für Covered Bonds, der den Banken ein alternatives Refinanzierungsinstrument bietet.

Zweitens spielen staatliche Garantiesysteme in den USA eine viel wichtigere Rolle als in Europa. Auf Unternehmen mit staatlichem Auftrag („Agencies“) wie Fannie Mae und Freddie Mac entfielen in den USA im Durchschnitt 81% der zwischen 2020 und 2023 begebenen Verbriefungen. Im Gegensatz dazu beliefen sich die Garantien des Europäischen Investitionsfonds (EIF) für verbrieftete Produkte zwischen 2013 und 2023²¹ im Mittel nur auf EUR 2-3 Mrd. pro Jahr, was etwa 1-2% des gesamten Transaktionsvolumens entspricht. Selbst im Segment der Nicht-Agency-Verbriefungen überstieg das US-Emissionsvolumen jenes in Europa – sowohl absolut (Grafik 11) als auch im Verhältnis zur Wirtschaftskraft (Grafik 14). Allerdings hat sich der Abstand in den letzten zwei Jahren verringert.

Synthetische Verbriefungen sind in den USA weniger verbreitet als in Europa. Auf EU-Banken entfielen im Jahr 2023 schätzungsweise 62% der Emissionen am weltweiten Markt für synthetische Verbriefungen. Das ist ein Rückgang verglichen mit einem Anteil von 80% in den Jahren vor der Corona-Pandemie, da Banken aus den USA und anderen Regionen zunehmend in den Markt eingestiegen sind. Im Jahr 2023 begaben außereuropäische Banken synthetische Verbriefungen im Wert von fast EUR 80 Mrd.²² In den USA war dies auf die erwartete Erhöhung der Kapitalanforderungen für Banken aufgrund der endgültigen Basel III-Vorschriften, die Krise der Regionalbanken im März 2023 sowie eine neue Fed-Leitlinie²³ zu SRT zurückzuführen.²⁴

EU-Rechtsrahmen für Verbriefungen

Das derzeitige EU-Regelwerk für Verbriefungen ging aus den 2015 vorgelegten Vorschlägen zur Schaffung einer Kapitalmarktunion hervor (Grafik 15).²⁵ Es war ein Versuch, die Verbriefung wiederzubeleben, die Transparenz auf dem Markt zu erhöhen, den Anlegerschutz zu stärken und die Finanzstabilität zu gewährleisten. Die daraus resultierende Regulierung besteht aus drei Hauptelementen:²⁶

- i. Die Verbriefungsverordnung schuf einen allgemeinen Rechtsrahmen für Verbriefungen in der EU, der 2019 in Kraft trat. Er übernahm Bestimmungen, die nach der Finanzkrise eingeführt wurden, wie z.B. Prüfpflichten, Risikoselbstbehalte und Meldepflichten (Grafik 16).
- ii. Die Einführung eines Labels für einfache, transparente und standardisierte („simple, transparent, and standardised“, STS) Verbriefungen. Erfüllen

²¹ Noyer, Christian, et al. (2024). Developing European capital markets to finance the future. Proposals for a Savings and Investments Union. Bericht im Auftrag der französischen Regierung. 25. April.

²² IACPM (2024).

²³ Fed (2023). Frequently Asked Questions about Regulation Q. 28. September.

²⁴ Fitch Ratings (2024). Synthetic risk transfers reduce US bank RWA, boost alt IM capital deployment. 29. Mai.

²⁵ Europäische Kommission (2015).

²⁶ Bavoso, Vincenzo (2022). Surviving through crises: An overview of the securitisation regulation and its implementation. In: The Company Lawyer 43 (9).

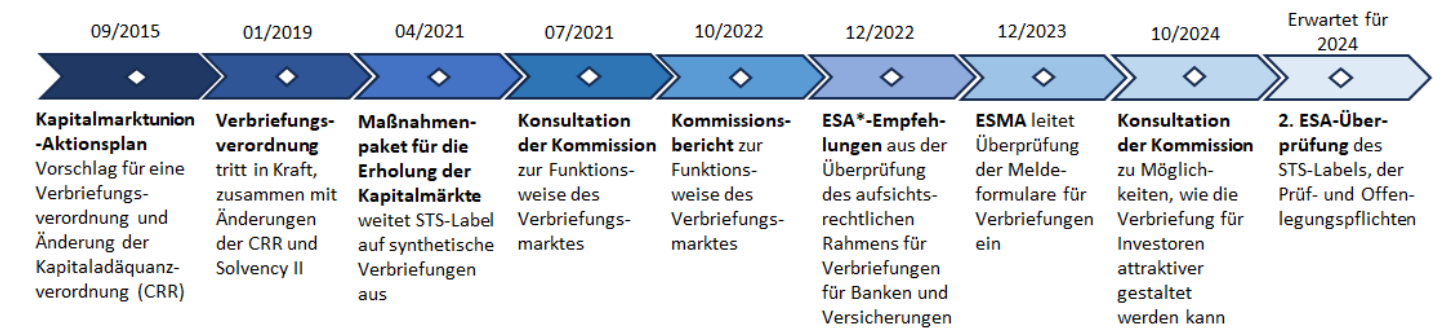
Europäischer Verbriefungsmarkt: Bereit für einen Neuanfang?

Verbriefungsprodukte die Kriterien des freiwilligen STS-Labels, können für sie geringere Kapitalanforderungen gelten (galt zunächst nur für True-Sale-Transaktionen).

- iii. Anpassung der Kapitalanforderungen für Verbriefungen in der Kapitaladäquanzverordnung (CRR) und Solvency II.

Regulatorische Meilensteine für den EU-Verbriefungsmarkt

15



*Europäische Aufsichtsbehörden (ESAs): EBA, EIOPA, ESMA
Quellen: Europäische Kommission, Deutsche Bank Research

Während der Corona-Pandemie schlug die Kommission als Teil eines Kapitalmarktpakets zur Unterstützung der Wirtschaft gezielte Änderungen des Rechtsrahmens vor.²⁷ Dazu gehörten die Ausweitung des STS-Labels auf synthetische Verbriefungen und gelockerte Bestimmungen für die Verbriefung notleidender Kredite. Diese Änderungen traten im April 2021 in Kraft.

Zentrale Bestimmungen der EU-Verbriefungsverordnung

16

Artikel	Beschreibung
7) Offenlegungspflichten für Emittenten, Sponsoren und SPVs	Ziel ist, Transparenz über die zugrundeliegenden Risikopositionen einer Verbriefung zu schaffen.
5) Prüfpflichten für institutionelle Anleger	Verpflichtet Anleger, eine sorgfältige Prüfung durchzuführen, bevor sie in Verbriefungen investieren.
6) Risikoselbstbehalt	Zur Vermeidung von Interessenskonflikten muss der Emittent 5% jeder verbrieften Forderung einbehalten.
8) Verbot der Wiederverbriefung	Verbriefungen dürfen keine weiteren Verbriefungen als zugrundeliegende Risikoposition enthalten.
18-22) STS-Label	Definiert Kriterien für das STS-Label und die damit verbundene Eigenkapitalentlastung.

Quellen: Europäische Kommission, Deutsche Bank Research

Die endgültigen Basel III-Vorschriften, die am 1. Januar 2025 in Kraft treten werden, enthalten eine temporäre Anpassung für Verbriefungen. Dies soll die Auswirkungen des neu eingeführten Output-Floors abfedern, der zu höheren Eigenkapitalanforderungen für Banken führen wird, die einen auf internen Ratings basierenden Ansatz verwenden. Für diese Banken kann sich bis 2032 der Risikoaufschlag (sog. „p-Faktor“) für verbriefte Vermögenswerte reduzieren (gilt nur für die Berechnung des Output-Floors). Die bisherigen Erfahrungen mit der bereits umgesetzten Basel III-Regulierung haben jedoch gezeigt, dass der Kapitalmarkt über vorübergehend gelockerte Regeln normalerweise hinwegsieht. D.h.

²⁷ Europäische Kommission (2020). Coronavirus-Krisenreaktion: Die Kapitalmärkte in den Dienst des Aufbaus in Europa stellen. 24. Juli. Sogenanntes „Maßnahmenpaket für die Erholung der Kapitalmärkte“.



Europäischer Verbriefungsmarkt: Bereit für einen Neuanfang?

Anleger neigen dazu, von Anfang an auf die Kapitalquoten im Endstadium („fully loaded“) zu schauen, was den Nutzen von Übergangsregelungen begrenzt.²⁸

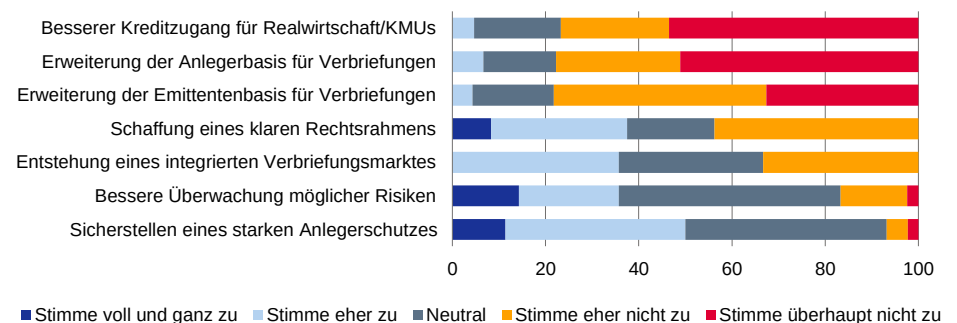
Gründe für die Stagnation des europäischen Verbriefungsmarktes

Mit Ausnahme des synthetischen Segments ist der Verbriefungsmarkt in Europa seit der Finanzkrise nicht gewachsen, weder nominal, geschweige denn real. Die wiederholten Bemühungen, ihn durch regulatorische Anpassungen wiederzubeleben, scheinen bisher keine Früchte zu tragen. In einer Expertenbefragung der Europäischen Kommission aus dem Jahr 2021²⁹ gaben rund 75% der Befragten an, dass die Verbriefungsverordnung ihre Ziele, KMUs den Zugang zu Krediten zu erleichtern und mehr Anleger und Emittenten an den Markt zu bringen, nicht erreicht hat (Grafik 17). Immerhin hat die Regulierung aber dazu beigetragen, den Markt robuster zu machen,³⁰ und dürfte dabei geholfen haben, Vertrauen in das Instrument überhaupt wiederherzustellen, z.B. indem sie mehr Transparenz geschaffen hat. Hinzu kommt, dass neben dem regulatorischen Rahmen auch andere Faktoren wie die makroökonomischen Bedingungen und die Verfügbarkeit anderer Refinanzierungsquellen eine wichtige Rolle für die Marktentwicklung spielten.

Umfrage: Verbriefungsverordnung hat den Markt nicht wiederbelebt

17

Hat die Verordnung folgende Ziele erreicht? In % der befragten Experten



Quellen: Europäische Kommission, Deutsche Bank Research

Zyklische makroökonomische Faktoren – geringes Emissionsvolumen aufgrund erhöhter Unsicherheit und Zugang zu günstiger Zentralbankrefinanzierung. Seit der Einführung der Verbriefungsverordnung im Jahr 2019 bewegte sich der Verbriefungsmarkt aufgrund der Corona-Pandemie, des Inflationsdrucks und der zunehmenden geopolitischen Spannungen in einem sehr unsicheren Umfeld. Bereits in den Jahren zuvor dürfte die unkonventionelle Geldpolitik mit negativen Zinssätzen und großzügigen Zentralbank-Refinanzierungsprogrammen (d.h. TLTROs, PELTROs) die Emission von Verbriefungen verlangsamt haben, da sie den Banken eine günstige Refinanzierungsquelle bot. Darüber hinaus dürften auch das langsame Wachstum des europäischen Bankensektors und reichlich verfügbare Einlagen den Refinanzierungsbedarf gedämpft haben. Gleichzeitig hielten die Niedrigzinsen die Rendite von verbrieften Anlagen gering und schwächten damit die Nachfrage. Insgesamt hat sich der US-Markt jedoch unter

²⁸ Abad, José, und Antonio García Pascual (2022). Usability of bank capital buffers: the role of market expectations. IWF working paper 22/21. 28. Januar.

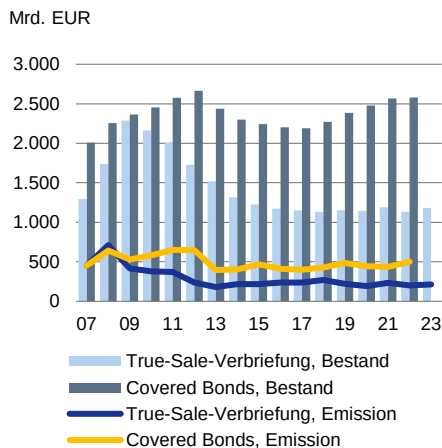
²⁹ Europäische Kommission (2022). Targeted consultation on the functioning of the EU securitisation framework. Summary report. 29. September. 55 Antworten von Finanzinstituten, Behörden, NGOs, und sonstigen wie Forschungsinstituten und Einzelpersonen.

³⁰ FSB (2024). Evaluation of the effects of the G20 financial regulatory reforms on securitisation. 2. Juli.



Europäischer Verbriefungsmarkt: Bereit für einen Neuanfang?

Cov. Bonds haben Verbriefungen in Europa seit der Finanzkrise hinter sich gelassen **18**



Quellen: AFME, EMF-ECBC, Deutsche Bank Research

ähnlichen makroökonomischen Bedingungen robust entwickelt, was darauf hindeutet, dass es auch andere Gründe gab.

Strukturelle Faktoren – Verfügbarkeit anderer etablierter Refinanzierungsinstrumente und regulatorischer Nachteil bei den Liquiditätsquoten. Der etablierte Covered-Bond-Markt ist ein weiterer Faktor, der die Verbriefung in Europa bremst (Grafik 18). Dabei handelt es sich um ein alternatives Refinanzierungsinstrument für Banken, das ebenfalls durch einen Pool von Vermögenswerten (meist Wohnimmobilienkredite) besichert ist. Für Anleger sind Covered Bonds unter anderem wegen ihres doppelten Rückgriffsrechts interessant,³¹ was sie gewissermaßen strukturell weniger riskant macht. Für Banken sind sie einfacher zu emittieren als verbriefte Produkte und daher tendenziell eine billigere Refinanzierungsmöglichkeit. Im Gegensatz zu Verbriefungen sind Covered Bonds jedoch auf bestimmte Vermögenswerte beschränkt und erlauben es nicht, die zugrundeliegenden Risiken aus der Bilanz zu nehmen.

Darüber hinaus profitieren Covered Bonds im Vergleich zu Verbriefungen von einer günstigeren regulatorischen Behandlung mit Blick auf Liquiditätsquoten. Unter der aktuellen Regulierung sind Verbriefungen für Banken als Anleger im Hinblick auf die Abschläge für hochwertige liquide Aktiva („High-Quality Liquid Assets“, HQLA) nach wie vor relativ ineffizient. So wird beispielsweise für mit AA bewertete Covered Bonds nach den derzeitigen Vorschriften ein Risikoabschlag von 7% erhoben, während die Abschläge für STS-RMBS und -Auto-Verbriefungen bei 25% und für STS-KMU- und -Konsumentenkredit-Verbriefungen sogar bei 35% liegen. Dies verringert den Anreiz für Bankinvestoren erheblich, vorrangige Tranchen von RMBS und KMU-Verbriefungen zu kaufen. Höhere Mindest-rating-Anforderungen und Obergrenzen bringen außerdem ein Rating-Klippenrisiko mit sich und hemmen die Entwicklung des Marktes. Das Mindestrating, das für eine Verbriefung erforderlich ist, um in den HQLA-Puffer aufgenommen zu werden, ist AAA gegenüber A für Covered Bonds. Zudem gilt für den Anteil von Verbriefungen am gesamten HQLA-Bestand eine Obergrenze von 15%, während es für Covered Bonds keine solche Obergrenze gibt. Nicht-STS-Verbriefungen sind in der Mindestliquiditätsquote (LCR) gar nicht vorgesehen, d.h. sie sind nicht anrechenbar.

Regulatorische Faktoren auf der Angebotsseite – Eigenkapitalanforderungen und Offenlegungspflichten. Der EU-Verbriefungsrahmen führte den Grundsatz der „Nicht-Neutralität“ für verbriefte Vermögenswerte ein, da ihnen verglichen mit anderen Anlageklassen ein höheres Risiko zugeschrieben wird.³² Erstens beinhaltet dies einen Risikoaufschlag – den sogenannten „p-Faktor“ – wenn verbriefte Vermögenswerte gehalten werden, gegenüber dem direkten Halten der zugrundeliegenden Kredite.³³ Zweitens gibt es ein Mindestrisikogewicht für vorrangige Verbriefungspositionen unabhängig von ihrem Rating (10% für STS- und 15% für Nicht-STS-Verbriefungen). Dies kann Verbriefungen für Emittenten unattraktiv machen, insbesondere im Fall von SRT-Transaktionen, bei denen die Bank oft die relativ große vorrangige Tranche einbehält. Das hat zu verschiedenen Vorschlägen geführt, wie die Kapitalanforderungen angepasst werden könnten, um Verbriefungen interessanter zu machen und dennoch gleichzeitig die damit verbundenen Risiken angemessen zu berücksichtigen. Die Europäischen (Finanz-)Aufsichtsbehörden (European Supervisory Authorities, ESAs) empfehlen, das Mindestrisikogewicht für einbehaltene vorrangige

³¹ Der Investor hat sowohl einen Anspruch gegenüber der emittierenden Bank als auch gegenüber dem Deckungsstock von Vermögenswerten.

³² Die damit verbundenen Kapitalaufschläge sollen insbesondere Risiken abdecken, die sich aus der Informationsasymmetrie (Modellrisiko) und Interessenskonflikten (Prinzipal-Agent-Problem) zwischen dem Emittenten und dem Investor ergeben können.

³³ Der p-Faktor beträgt mindestens 0,3 für Banken, die interne Modelle zur Berechnung der Eigenkapitalanforderungen verwenden, und 0,5/1,0 für STS-/Nicht-STS-Verbriefungen für Banken, die den Standardansatz nutzen.



Europäischer Verbriefungsmarkt: Bereit für einen Neuanfang?

Tranchen zu senken.³⁴ Der ehemalige Gouverneur der Banque de France, Christian Noyer, geht sogar noch weiter und fordert eine Anpassung des p-Faktors, um vergleichbare regulatorische Bedingungen zu den USA zu schaffen.³⁵

Darüber hinaus gelten für Emittenten im Rahmen der Verbriefungsverordnung umfassende Transparenz- und Offenlegungspflichten. Die Kosten für die Einhaltung dieser Vorschriften mögen zwar einen eher geringen Teil der Gesamtkosten einer Verbriefung ausmachen. Dennoch werden die Berichtspflichten weithin als zu umfangreich erachtet,³⁶ insbesondere in Bereichen wie privaten Transaktionen. Dasselbe gilt im Vergleich der EU-Offenlegungspflichten für Verbriefungen mit den Regeln für andere Finanzinstrumente und in anderen Ländern, oder wenn sie ins Verhältnis zu ihrem Nutzen für Anleger gesetzt werden. Infolgedessen hat die ESMA im Dezember 2023 eine Überprüfung der Meldeformulare eingeleitet.³⁷

Nachfrageseite – mangelndes Interesse; Kapitalanforderungen und Prüfpflichten. Aktuell sind Versicherungen auf dem Verbriefungsmarkt praktisch nicht präsent und halten nur 5% des ausstehenden Volumens. Eine Analyse der EIOPA zeigt, dass nur 12% der Versicherungen in Verbriefungen investieren. Im Jahr 2021 waren das lediglich EUR 12 Mrd., was nur etwa 0,3% ihrer Gesamtinvestitionen entsprach.³⁸ Einer der Hauptgründe für die geringe Beteiligung von Versicherungen an den Verbriefungsmärkten sind die strengen Kapitalanforderungen der Solvency II-Richtlinie.³⁹ Die Vorschriften haben dazu geführt, dass europäische Versicherungen oft einen Anreiz haben, lieber schlechter bewertete Unternehmensanleihen als besser bewertete Verbriefungen zu halten. So würde beispielsweise eine nicht-vorrangige STS-Mezzanine-Verbriefung mit einem Rating unterhalb von AAA nach den derzeitigen Regeln einen Spread-Aufschlag (d.h. de facto eine Kapitalanforderung) zwischen dem 3,1- und 3,5-fachen einer gleich bewerteten Unternehmensanleihe mit einer Laufzeit von 5 Jahren erhalten (Grafik 19). Die Spread-Aufschläge für Nicht-STS-Mezzanine-Positionen mit einer Bewertung unter AAA sind sogar noch höher und können zwischen dem 4,4- und 12-fachen von dem liegen, was bei entsprechenden Unternehmensanleihen mit einer Laufzeit von 5 Jahren erhoben wird. Dies ist insofern von Bedeutung, als Versicherungen eine wichtige Käuferbasis für europäische Mezzanine-Verbriefungen sein sollten. Auch das Abschneiden in der Vergangenheit zeigt, dass diese Positionen im Verhältnis zu ihrem Risiko überkapitalisiert sind.

³⁴ EBA, EIOPA, ESMA (2022a). Joint committee advice on the review of the securitisation prudential framework (banking). 12. Dezember.

³⁵ Noyer et al. (2024).

³⁶ Europäische Kommission (2022); EBA, EIOPA, ESMA (2022a); Noyer et al. (2024); ebenso AFME (2021). Securitisation as an essential tool for Europe's economy. 17. September.

³⁷ ESMA (2023a). Consultation paper on the securitisation disclosure templates under Article 7 of the Securitisation Regulation. 21. Dezember.

³⁸ Nur Versicherer, die die Standardformel verwenden. Siehe EBA, EIOPA, ESMA (2022b). Joint committee advice on the review of the securitisation prudential framework (insurance). 12. Dezember.

³⁹ Die aktuelle Überarbeitung von Solvency II, die noch vom Rat verabschiedet werden muss, wird die Kommission beauftragen, die Kapitalanforderungen für Investitionen von Versicherern in Verbriefungen zu überprüfen.



Europäischer Verbriefungsmarkt: Bereit für einen Neuanfang?

Vergleich der Kapitalanforderungen für Versicherer: Investition direkt in Unternehmensanleihen oder in vergleichbare verbriefte Forderungen

19

Spread-Aufschläge für Nicht-AAA-Verbriefungen und -Unternehmensanleihen

Sektor	5-jährige Laufzeit				10-jährige Laufzeit			
	AA	A	BBB	BB	AA	A	BBB	BB
Unternehmensanleihen	5,5%	7,0%	12,5%	22,5%	8,5%	10,5%	20,0%	45,0%
Vorrangige STS-Verbriefung	6,0%	8,0%	14,0%	28,0%	9,5%	12,0%	22,5%	43,5%
Nicht vorrangige STS-Verbriefung	17,0%	23,0%	39,5%	79,0%	26,5%	34,5%	63,0%	100,0%
Nicht-STIS-Verbriefung	67,0%	83,0%	98,5%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Vielfaches der Spread-Aufschläge für Nicht-AAA-Verbriefungen ggü. Nicht-AAA-Unternehmensanleihen

Sektor	5-jährige Laufzeit				10-jährige Laufzeit			
	AA	A	BBB	BB	AA	A	BBB	BB
Vorrangige STS-Verbriefung	1,09	1,14	1,12	1,24	1,12	1,14	1,13	0,97
Nicht vorrangige STS-Verbriefung	3,09	3,29	3,16	3,51	3,12	3,29	3,15	2,22
Nicht-STIS-Verbriefung	12,18	11,86	7,88	4,44	11,76	9,52	5,00	2,22

Quellen: Solvency II (Artikel 178), Deutsche Bank Research

Eines der kritischsten Ergebnisse von Solvency II mit Blick auf die Behandlung von Verbriefungen ist, dass es aus Eigenkapitalsicht effizienter ist, einen ganzen Pool von Krediten zu halten als eine vorrangige Verbriefungstranche der gleichen Vermögenswerte. Eine mit AAA bewertete STS-RMBS mit einer Laufzeit von 5 Jahren führt beispielsweise zu einer Kapitalanforderung von etwa 5% für die vorrangige Tranche und 14% für eine nicht-vorrangige Tranche. Im Vergleich dazu beträgt der Spread-Aufschlag für einen Pool von Hypotheken mit einer Laufzeit von 30 Jahren und einer Beleihungsquote (Loan-to-Value, LTV) von 80% ca. 3%, wobei Anleger einem weitaus höheren Verlustrisiko ausgesetzt sind.

Darüber hinaus scheinen Versicherer andere Vermögenswerte zu bevorzugen, die aus ihrer Sicht besser zu ihren Risiko-Rendite-Präferenzen und ihrem Asset-Liability-Management passen. Viele Versicherungen sind mit dem Instrument möglicherweise auch nicht vertraut. Häufig sehen sie die Verbriefung immer noch als eine komplexe Anlageklasse an, die eine umfassende Prüfung erfordert (Artikel 5 der Verbriefungsverordnung).⁴⁰ Dies führt zu einer Art „Bewertungsaufschlag“, der Verbriefungen teurer macht als andere Vermögenswerte.

Fragmentierte Märkte. Die fehlende Harmonisierung des Vertrags- und Insolvenzrechts in der EU dürfte zusätzlich zur schwachen Entwicklung des Verbriefungsmarktes beigetragen haben, insbesondere im Gegensatz zu den USA. Die Programme der dortigen Agencies wie Fannie Mae und Freddie Mac haben darüber hinaus zu einer gewissen Standardisierung von Hypotheken geführt.⁴¹ Typischerweise verwenden Emittenten für Verbriefungen große und homogene Pools von Vermögenswerten. In Europa lag die Transaktionsgröße im Jahr 2021 im Median zwischen EUR 458 Mio. (Autokredite) und EUR 798 Mio. (Unternehmenskredite).⁴² Unterschiede im nationalen Vertragsrecht führen jedoch zu Vermögenswerten mit unterschiedlichen Eigenschaften (z.B. Hypotheken mit festen oder variablen Zinssätzen). Auch unterschiedliche länderspezifische makroökonomische Risiken könnten eine Rolle spielen. Infolgedessen finden Verbriefungen häufig innerhalb nationaler Grenzen statt. Dies ist ein Nachteil für kleine EU-Länder, wie die Marktkonzentration auf große Volkswirtschaften zeigt, und

⁴⁰ EIOPA (2023). Investment of insurers and reinsurers in securitisations. 25. April.

⁴¹ Levitin (2023). Ebenso Mack, Sebastian (2024). Handle with care. How Europe can reap the benefits of securitisation. Hertie School/Jacques Delors Centre Policy Brief. 22. März.

⁴² ESMA (2023b). The EU securitisation market – an overview. 21. September.



Europäischer Verbriefungsmarkt: Bereit für einen Neuanfang?

es verringert die Marktgröße in der gesamten EU, da Sicherheiten innerhalb nationaler Grenzen gebunden sind.

Ausblick – der europäische Verbriefungsmarkt könnte wieder an Fahrt gewinnen

Marktausblick – leichtes Wachstum erwartet für 2024. Der europäische Verbriefungsmarkt könnte in diesem Jahr leicht anziehen, insbesondere im Segment der am Markt platzierten Verbriefungen, das voraussichtlich bis zu EUR 120 Mrd.⁴³ erreichen könnte (etwa +30% ggü. Vj.). Gestützt wird dies durch eine starke Emissionstätigkeit in den ersten fünf Monaten des Jahres, insbesondere bei CLOs und RMBS. Die Gesamtemission (platziert und einbehalten) könnte erneut etwas über EUR 200 Mrd. betragen.⁴⁴ Wesentliche Wachstumsfaktoren sind das Auslaufen großer Refinanzierungsprogramme der Zentralbanken und das eher geringe Einlagenwachstum, wodurch Verbriefungen als Refinanzierungsinstrument für Banken an Bedeutung gewinnen könnten. Bislang traf dies jedoch hauptsächlich auf Banken in Großbritannien und ihre Nutzung britischer RMBS zu und nicht auf die Emission europäischer RMBS durch Banken im Euroraum. Auf der Angebotsseite dürften sich zudem ein besserer makroökonomischer Ausblick und die schon erfolgten & noch erwarteten Zinssenkungen positiv auswirken, da diese zu einem Anstieg des zugrundeliegenden Kreditvolumens führen könnten.⁴⁵ Allerdings dürfte sich die Nachfrage nach Krediten verlangsamen, falls die Zinsen längerfristig relativ hoch bleiben sollten. Zusammen mit den gestiegenen Schuldendienstkosten könnte dies auch die Kredittragfähigkeit mancher Schuldner beeinträchtigen, was möglicherweise das Interesse von Anlegern an Verbriefungen reduzieren wird.

Synthetische Verbriefungen könnten ihren Wachstumskurs fortsetzen, da sie für Banken angesichts steigender Kapitalanforderungen infolge der Einführung der endgültigen Basel III-Vorschriften an Bedeutung gewinnen dürften. Darüber hinaus könnte ein Umfeld mit längerfristig höheren Zinsen auch die Nachfrage ankurbeln, da synthetische Verbriefungen Zugang zu hochverzinslichen nachrangigen Tranchen bieten.

Regulatorischer Ausblick – die Wiederbelebung des EU-Verbriefungsmarktes ist eine klare politische Priorität. Die Stärkung des Verbriefungsmarktes steht ganz oben auf der Prioritätenliste der EU-Finanzminister⁴⁶ für die neue Legislaturperiode. Sie haben die Kommission aufgefordert, Faktoren auf der Angebots- und Nachfrageseite zu ermitteln, welche das Wachstum des Verbriefungsmarktes bremsen, und die Angemessenheit des rechtlichen Rahmens zu bewerten. Die Kommission arbeitet derzeit an Plänen zur Wiederbelebung des Marktes und hat kürzlich eine öffentliche Konsultation lanciert.⁴⁷ Für den zu erwartenden Bericht wird sie dabei wahrscheinlich auch die gemeinsamen Stellungnahmen der Europäischen Aufsichtsbehörden zu den aktuellen aufsichtsrechtlichen Vorschriften für Verbriefungen für Banken⁴⁸ und Versicherungen⁴⁹ sowie den Noyer-Bericht berücksichtigen. **Eine gezielte Reform des regulatorischen Rahmens wäre erforderlich, damit die Verbriefung wieder in Schwung kommt.** Ohne

⁴³ Deutsche Bank Research (2024). European securitisation mid-year 2024 outlook. 3. Juni.

⁴⁴ Beispielsweise erwarten Morningstar und DBRS für das Jahr 2024 ein weitgehend stabiles Emissionsvolumen europäischer Verbriefungen von EUR 210-220 Mrd.

⁴⁵ Laut dem Bank Lending Survey der EZB hat sich die Nachfrage nach Unternehmenskrediten im Euroraum im dritten Quartal (im Vergleich zu den vorangegangenen drei Monaten) leicht belebt, nachdem sie zuvor sieben Quartale in Folge rückläufig war. Die Banken gehen von einem ähnlichen Anstieg auch für Q4 aus.

⁴⁶ Europäischer Rat (2024). Statement of the Eurogroup in inclusive format on the future of Capital Markets Union. 11. März.

⁴⁷ Europäische Kommission (2024). Commission consults on EU securitisation rules. 9. Oktober.

⁴⁸ EBA, EIOPA, ESMA (2022a).

⁴⁹ EBA, EIOPA, ESMA (2022b).



Europäischer Verbriefungsmarkt: Bereit für einen Neuanfang?

gezielte Maßnahmen zur Senkung der Kapitalanforderungen für Verbriefungen für Banken und Versicherungen und ohne eine Regulierung zu Liquiditätspuffern für Banken, die im Vergleich zu Covered Bonds wettbewerbsfähig ist, dürfte ein deutlicher Anstieg des Verbriefungsvolumens allerdings kaum zu erreichen sein.

Im Hinblick auf Maßnahmen, die die Marktfragmentierung verringern könnten, wie z.B. die Harmonisierung von Insolvenzregeln, sind jedoch keine unmittelbaren Fortschritte zu erwarten.

Zurzeit überprüft die ESMA die Meldeformulare für Verbriefungen, was zu einer gewissen Vereinfachung der Berichtsanforderungen führen könnte. Darüber hinaus werden die endgültigen Basel III-Vorschriften am 1. Januar 2025 in Kraft treten. In diesem Zusammenhang wurde die EBA damit beauftragt, die Auswirkungen des neuen Output-Floors und der damit verbundenen Übergangsregelungen auf den Verbriefungsmarkt zu beobachten und bis Ende 2026 einen Bericht darüber vorzulegen.

Insgesamt dürften die neue Dynamik am Markt sowie die aktuellen politischen Bemühungen zur Wiederbelebung der Verbriefung – sofern sie erfolgreich umgesetzt werden – diesem wichtigen Segment des europäischen Kapitalmarkts sowohl kurz- als auch mittel- bis langfristig neue Impulse verleihen. Dies geschieht zu einem Zeitpunkt, an dem die Kapitalanforderungen für Banken steigen und sie nicht mehr auf umfangreiche Refinanzierungsprogramme der Zentralbanken zurückgreifen können. In Zukunft könnte die Verbriefung daher für Banken als Instrument der Refinanzierung und des Kapitalmanagements an Bedeutung gewinnen. Sie würde ihnen helfen, zusätzliche Kapazitäten für die Kreditvergabe zu schaffen, um die Finanzierung der Wirtschaft und den fortschreitenden grünen und digitalen Wandel weiter zu unterstützen.

Ursula Walther (+44 203 281-4564, ursula.walther@db.com)

Die Autorin dankt Conor O'Toole, Lionel Becker und Lennart Zwingenberger für ihre Unterstützung bei der Erstellung dieser Studie.

© Copyright 2024. Deutsche Bank AG, Deutsche Bank Research, 60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten. Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen. In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis zur Erbringung von Bankgeschäften und Finanzdienstleistungen verfügt und unter der Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB) und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) steht. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Filiale London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die von der UK Prudential Regulation Authority (PRA) zugelassen wurde und der eingeschränkten Aufsicht der Financial Conduct Authority (FCA) (unter der Nummer 150018) sowie der PRA unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Inc. genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jeglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.

ISSN (Online): 1612-0264