

BERICHT DER KOMMISSION AN DAS EUROPÄISCHE PARLAMENT UND DEN RAT

über die Funktionsweise der Verbriefungsverordnung

Inhalt

[1. Einleitung 2](#_Toc115359335)

[2. Marktentwicklungen 5](#_Toc115359336)

[3. Die Auswirkungen der Verordnung 5](#_Toc115359337)

[4. Risikoselbstbehalt 8](#_Toc115359338)

[5. Sorgfaltspflicht und Transparenz 9](#_Toc115359339)

[6. Private Verbriefungen 11](#_Toc115359340)

[6.1 Ist die Zahl der privaten Verbriefungen unverhältnismäßig stark angestiegen? 11](#_Toc115359341)

[6.2 Stehen den Anlegern und den Aufsichtsbehörden ausreichende Informationen über private Verbriefungen zur Verfügung? 12](#_Toc115359342)

[6.3 Definition der privaten Verbriefung 14](#_Toc115359343)

[7. Gleichwertigkeit der STS-Verbriefungen 14](#_Toc115359344)

[8. Nachhaltige Verbriefung 15](#_Toc115359345)

[9. Bewertung der STS-Kriterien durch Drittpartei-Verifizierer 19](#_Toc115359346)

[10. Verbriefungszweckgesellschaften 19](#_Toc115359347)

[11. Rechtlicher Geltungsbereich 20](#_Toc115359348)

[11.1 Pflichten der Verkäuferseite 21](#_Toc115359349)

[11.2 Pflichten der Käuferseite – Verfügbarkeit von Offenlegungen 23](#_Toc115359350)

[11.3 Verpflichtungen der Käuferseite – Verwalter alternativer Investmentfonds als Anleger 24](#_Toc115359351)

[12. Aufsicht über Verbriefungen 26](#_Toc115359352)

[13. Aufsichtsrechtliche Behandlung von Verbriefungen 27](#_Toc115359353)

[14. Fazit 29](#_Toc115359354)

# Einleitung

Unter Verbriefung versteht man die Umwandlung nicht handelbarer Kredite oder daraus resultierender Zahlungsströme in marktgängige Wertpapiere. Dieses Instrument leistet daher einen wichtigen Beitrag zu einem gut funktionierenden Finanzsystem, das der Realwirtschaft auf effiziente Weise Kapital beschafft, da es in den Bilanzen der Banken Kapazitäten freisetzt, sodass sie in der Lage sind, neue Kredite an Unternehmen, auch an kleine und mittlere Unternehmen, zu vergeben. Sie ist daher ein wichtiges Instrument für das Kapital-, Liquiditäts- und Risikomanagement der Banken. Darüber hinaus macht die Verbriefung Anlegern neue Anlageklassen zugänglich und bietet langfristigen Investoren damit diversifizierte Anlagemöglichkeiten.

15 Jahre nach der großen Finanzkrise leidet die Verbriefung jedoch immer noch unter dem Stigma, ein komplexes finanztechnisches Instrument aus dieser Zeit zu sein. Es ist hinreichend bekannt, dass die locker geregelte Verbriefung in erheblichem Maße zur Krise auf dem US-amerikanischen Subprime-Hypothekenmarkt beigetragen hat, die sich rasch auf das globale Finanzsystem ausbreitete und weitreichende Folgen für Steuerzahler und Unternehmen in der EU und darüber hinaus hatte.

Die europäischen Verbriefungsmärkte litten nicht unter den gleichen Problemen wie die US-amerikanischen Märkte.[[1]](#footnote-2) Dennoch kam es auf den EU-Märkten zu einem drastischen Einbruch bei den Emissionen und Investitionen. Nach der großen Finanzkrise stimmten die Zentralbanken[[2]](#footnote-3) und viele Interessenträger darin überein, dass sich der Verbriefungsmarkt der EU erholen müsse. Die Europäische Kommission hat sich daher zum Ziel gesetzt, den Verbriefungsmarkt in der EU auf einer sicheren und nachhaltigen Grundlage wiederzubeleben. In der Investitionsoffensive für Europa aus dem Jahr 2014 nannte die Kommission die Schaffung eines florierenden Marktes für hochwertige Verbriefungen als einen der fünf Bereiche, in denen kurzfristig Maßnahmen erforderlich sind, und nahm diese Maßnahme in die Liste der Bausteine für eine Kapitalmarktunion auf.[[3]](#footnote-4)

Im Anschluss an diese politischen Verpflichtungen schlug die Kommission im Jahr 2015 einen umfassenden Rechtsrahmen vor, der aus einer neuen Verbriefungsverordnung und gezielten Änderungen der aufsichtsrechtlichen Behandlung von Verbriefungen besteht.

Die Verhandlungen zwischen den Mitgesetzgebern – dem Europäischen Parlament und dem Rat – wurden 2017 abgeschlossen. Die Verordnung (EU) 2017/2402[[4]](#footnote-5) (die „Verbriefungsverordnung“) und die Verordnung (EU) 2017/2401 zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 575/2013 über Aufsichtsanforderungen an Kreditinstitute und Wertpapierfirmen traten am 1. Januar 2019 in Kraft.

Die Verbriefungsverordnung stützt sich auf eine Reihe bereits bestehender Bestimmungen, die als Reaktion auf die Krise teilweise geändert wurden. Diese Bestimmungen waren jedoch über eine Vielzahl von sektorspezifischen Rechtsakten verstreut, die für verschiedene Marktteilnehmer galten, darunter: i) die Kapitaladäquanzverordnung (Capital Requirements Regulation – CRR) für Banken[[5]](#footnote-6); ii) die Solvabilität-II-Richtlinie[[6]](#footnote-7) für Versicherungsträger; und iii) die Richtlinien über Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW)[[7]](#footnote-8) und über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM)[[8]](#footnote-9) für Vermögensverwaltungen. Die Verbriefungsverordnung schafft einen einheitlichen und harmonisierten Rechtsrahmen für die wichtigsten an einer Verbriefungstransaktion beteiligten Parteien. Dabei handelt es sich um ursprüngliche Kreditgeber, Originatoren, Sponsoren, Verbriefungszweckgesellschaften und institutionelle Anleger, die am Verbriefungsmarkt der EU teilnehmen. Zusätzlich schafft die Verbriefungsverordnung einen spezifischen Rahmen für einfache, transparente und standardisierte „True-Sale“-Verbriefungen (STS-Verbriefungen)[[9]](#footnote-10), um die Transparenz zu verbessern und die Komplexität des Marktes zu verringern.

Wie wichtig ein gut funktionierender Verbriefungsmarkt für die Bereitstellung ausreichender Kredite für die Realwirtschaft ist, wurde einmal mehr durch das Maßnahmenpaket für die Erholung der Kapitalmärkte[[10]](#footnote-11) hervorgehoben, das der EU-Wirtschaft helfen soll, sich von der COVID-19-Pandemie zu erholen. Das Paket umfasste Änderungen an der Verbriefungsverordnung mit dem Ziel, den Geltungsbereich der Vorschriften im Bereich der STS-Verbriefungen auf synthetische Bilanzverbriefungen[[11]](#footnote-12) auszuweiten und bestimmte ordnungsrechtliche Hindernisse für die Verbriefung notleidender Risikopositionen zu beseitigen. Diese Änderungen wurden vom Europäischen Parlament und vom Rat im März 2021 angenommen.

Mehr als drei Jahre nach Inkrafttreten des neuen Verbriefungsrahmens, und wie im Aktionsplan zur Kapitalmarktunion 2020[[12]](#footnote-13) angekündigt, wird in diesem Bericht eine Bilanz der Marktentwicklung gezogen, und es werden wichtige Aspekte des Rechtsrahmens erörtert. Mit diesem Bericht kommt die Kommission ihrem rechtlichen Auftrag gemäß Artikel 46 der Verbriefungsverordnung nach, dem Europäischen Parlament und dem Rat einen Bericht über die Funktionsweise der Verbriefungsverordnung vorzulegen, dem gegebenenfalls ein Gesetzgebungsvorschlag beifügt wird. Darüber hinaus erfüllt sie ihren rechtlichen Auftrag gemäß Artikel 45a Absatz 3, den Mitgesetzgebern über die Schaffung eines spezifischen Rahmens für nachhaltige Verbriefung auf der Grundlage des einschlägigen Berichts der Europäischen Bankenaufsichtsbehörde (EBA) Bericht zu erstatten. In diesem Bericht wird auch auf die Fragen eingegangen, die in der Stellungnahme der Europäischen Aufsichtsbehörden (ESA) vom 25. März 2021 an die Europäische Kommission zum rechtlichen Geltungsbereich[[13]](#footnote-14) (die „Stellungnahme des Gemeinsamen Ausschusses“) aufgeworfen wurden, indem einige Bestimmungen der Verbriefungsverordnung rechtlich ausgelegt werden. Der Bericht berücksichtigt auch die Empfehlungen eines hochrangigen Forums zur Kapitalmarktunion, das von der Kommission im Jahr 2019 eingerichtet wurde[[14]](#footnote-15).

Der Bericht stützt sich auf eine Reihe von Quellen, insbesondere auf die umfassende Analyse des Unterausschusses für Verbriefungen des Gemeinsamen Ausschusses der ESA, die in zwei Dokumenten veröffentlicht wurde: i) dem Bericht über die Umsetzung und Funktionsweise der Verbriefungsverordnung[[15]](#footnote-16) (17. Mai 2021, der „Bericht des Gemeinsamen Ausschusses“) und ii) die Stellungnahme des Gemeinsamen Ausschusses. Ferner führte die Kommission eine gezielte öffentliche Konsultation durch, auf die 56 Antworten eingingen („die Konsultation“). Sie stieß auf das Interesse eines breiten Spektrums von Marktteilnehmern, sowohl auf der Käufer- als auch auf der Verkäuferseite des Marktes, sowie von Behörden und Wissenschaftlern. Diesem Bericht ist eine Feedback-Stellungnahme[[16]](#footnote-17) mit einer detaillierten Zusammenfassung der eingegangenen Beiträge beigefügt.

Gemäß den rechtlichen Aufträgen konzentriert sich dieser Bericht auf die Aspekte des Verbriefungsrahmens, die mit der Verbriefungsverordnung zusammenhängen. Fragen im Zusammenhang mit der aufsichtsrechtlichen Behandlung von Verbriefungen für Banken und Versicherungsgesellschaften sind derzeit Gegenstand eines Beratungsersuchens an den Gemeinsamen Ausschuss der ESA[[17]](#footnote-18) und werden von der Kommission bewertet, sobald das Ergebnis der angeforderten Beratung vorliegt. Der vorliegende Bericht und die dazugehörigen Schlussfolgerungen greifen in keiner Weise der Bewertung und den möglichen Entscheidungen vor, die die Kommission hinsichtlich der Eignung der geltenden Aufsichtsregelung treffen wird.

Der Bericht konzentriert sich auf die Funktionsweise der folgenden Elemente: i) Anforderung in Bezug auf den Risikoselbstbehalt, ii) Anforderungen in Bezug auf Sorgfaltspflichten und Transparenz, iii) Vorschriften für private Verbriefungen und Definition, iv) Argumente für eine Gleichwertigkeitsregelung für STS-Verbriefungen, v) Regeln für eine nachhaltige Verbriefung, vi) Funktionsweise einer Drittpartei-Verifizierung der STS-Verbriefungen und vii) Argumente für die Einrichtung eines Systems von Banken mit beschränkter Zulassung, um die derzeitige Struktur der True-Sale-Verbriefung zu ersetzen, die auf Verbriefungszweckgesellschaften (Securitisation Special Purpose Entities – SSPE) aufbaut. Der Bericht befasst sich auch mit den in der Stellungnahme des Gemeinsamen Ausschusses aufgeworfenen Fragen im Zusammenhang mit dem rechtlichen Geltungsbereich der Verbriefungsverordnung und stellt in diesem Zusammenhang rechtliche Auslegungen bereit. Auf der Grundlage des Berichts des Gemeinsamen Ausschusses wird im vorliegenden Dokument der gegenwärtige Stand der Bankenaufsicht bewertet, und der Bericht schließt mit einem Überblick über die laufenden und bevorstehenden Arbeiten zur aufsichtsrechtlichen Behandlung von Verbriefungen.

# Marktentwicklungen

Derzeit ist es schwierig, eine verlässliche und umfassende Schätzung der Größe des Verbriefungsmarktes in der EU zu erhalten. Mit der Zeit werden die Verbriefungsregister in der Lage sein, eine vollständige Übersicht über die öffentlichen Verbriefungen zu erstellen, derzeit gibt es jedoch noch eine große Anzahl aktiver Alt-Transaktionen, d. h. vor dem 1. Januar 2019 begebene Transaktionen, die nicht an die Register gemeldet werden müssen. Das Volumen der an die Verbriefungsregister gemeldeten Verbriefungen belief sich am 6. April 2022 auf rund 460 Mrd. EUR, während die Marktschätzungen hinsichtlich der Größe des Marktes für öffentliche Verbriefungen im Euroraum (ohne besicherte Darlehenstitel) Ende 2021 bei rund 750 Mrd. EUR lagen. Darüber hinaus gibt es derzeit keine offiziellen Angaben über die genaue Größe des Marktes für private Verbriefungen, da solche Transaktionen derzeit nur auf freiwilliger Basis an die Verbriefungsregister gemeldet werden und die Aufsichtsbehörden solche Daten bisher nicht systematisch erhoben haben. Der europäischen Benchmarking-Studie für private Verbriefungen[[18]](#footnote-19) zufolge wird der Gesamtmarkt auf mindestens 189 Mrd. EUR an Gesamtverpflichtungen geschätzt. Diese Schätzung umfasst jedoch auch Transaktionen im Vereinigten Königreich.

Marktschätzungen zufolge ist der offene Saldo von Verbriefungstransaktionen in der EU, nach mehreren Jahren des Rückgangs[[19]](#footnote-20), seit dem Inkrafttreten der Verbriefungsverordnung im Jahr 2019 stabil geblieben. Der Saldo ging zwischen 2015 und Ende 2021 um 11,9 % zurück und zeigte damit eine ähnliche Dynamik wie der britische Markt, während der US-amerikanische Verbriefungsmarkt in diesem Zeitraum erheblich wuchs.[[20]](#footnote-21) Die vorherrschende Art der Verbriefung sind durch Wohnimmobilien besicherte Darlehen, die Ende 2021 rund 60 % des EU-Marktes ausmachten, gefolgt von Verbriefungen, die durch Darlehen an KMU, Verbraucherkredite und Darlehen für Kfz-Käufe besichert sind.

Eine alternative Datenquelle ist das gemeinsame Rahmenwerk für die Berichterstattung über konsolidierte, teilkonsolidierte und individuelle Eigenmittelanforderungen (Common Reporting Framework – CoRep), das „True-Sale“-Verbriefungen, synthetische Verbriefungen und forderungsgedeckte Geldmarktpapiere, die von Banken gehalten oder begeben werden, umfasst. Diese Quelle hat den Vorteil, dass sie auch private Transaktionen umfasst, allerdings mit der Einschränkung, dass Transaktionen, an denen keine Bank beteiligt ist, nicht in ihren Geltungsbereich fallen. Dieser Datenquelle zufolge stieg der offene Saldo der Transaktionen von 1,08 Mrd. EUR im Jahr 2018 auf 1,3 Mrd. EUR im Jahr 2021, was auf eine Zunahme der Verbriefungstätigkeit der Banken seit Inkrafttreten der Verbriefungsverordnung hindeutet.

# Die Auswirkungen der Verordnung

**Hintergrund und Ergebnisse**

***Auswirkungen auf die Funktionsweise des Markts für Verbriefungen in der EU***

Die meisten Teilnehmer an der Konsultation befürworteten im Allgemeinen den bestehenden Rechtsrahmen. Die Befragten vertraten auch die Auffassung, dass die Verbriefungsverordnung erst seit relativ kurzer Zeit gelte, was zusammen mit exogenen Faktoren wie der COVID-19-Pandemie und der erhöhten Liquidität durch geldpolitische Instrumente eine vollständige Bewertung der Auswirkungen erschwere.

**Abbildung 1**: Zusammenfassung der Antworten auf Frage 1: Wurden mit der Verbriefungsverordnung die folgenden Ziele erreicht?



Nach Ansicht der Befragten hat der neue Rechtsrahmen im Hinblick auf das politische Ziel, durch Risikoselbstbehalt und Verfügbarkeit von Informationen **ein hohes Maß an Anlegerschutz zu gewährleisten**, die größte Wirksamkeit gezeigt. Einige Befragte stellten die Verhältnismäßigkeit der Befolgungskosten in Frage. Es wurde allgemein anerkannt, dass die Verordnung die weitere **Integration** erleichtert hat, sich der Verbriefungsmarkt in der EU aber noch in der Entwicklung befindet. Die Befragten wiesen jedoch darauf hin, dass der Markt nach wie vor zwischen den Mitgliedstaaten fragmentiert sei, was die erzielbaren Größenvorteile zu begrenzen scheint. Die Befragten betonten zudem, dass die weitere Integration des EU-Verbriefungsmarktes neben der Verbriefungsverordnung selbst auch von anderen Faktoren abhänge, wie etwa der Geldpolitik, der Aufsichtsinfrastruktur und den Fortschritten beim umfassenderen Aktionsplan zur Kapitalmarktunion. Die Mehrheit der Befragten stimmte zu, dass die Verbriefungsverordnung einen **klaren Rechtsrahmen** bietet, betonte jedoch, dass bestimmte Teile verbessert werden könnten, und erkannte an, dass die Verbriefungsverordnung die **Überwachung möglicher Risiken** erleichtert hat, wenn auch nicht unbedingt für private Verbriefungen.

Die Mehrheit der Befragten aus der Branche war nicht der Ansicht, dass die Verbriefung den **Zugang zu Krediten für die Realwirtschaft**, einschließlich KMU, verbessert hat. Ebenso konnten die Befragten aus der Branche in den ersten Jahren der Umsetzung der Verbriefungsverordnung keine **Verbreiterung der Anleger- oder Emittentenbasis** feststellen. Im Gegenteil, die Befragten gaben an, dass die Zahl der Anleger aus einigen wichtigen Sektoren, wie z. B. Versicherungsgesellschaften, zurückgegangen sei.

Insgesamt waren die Befragten der Ansicht, dass die Verbriefungsverordnung bisher keinen greifbaren Nutzen für die Realwirtschaft und die Kreditvergabe an KMU gebracht habe. Dies sei insbesondere darauf zurückzuführen, dass das Marktvolumen, besonders bei den Darlehen an KMU, seit der Einführung der Verbriefungsverordnung nicht gestiegen sei.

***Auswirkungen der Kennzeichnung von STS-Verbriefungen***

Bis Ende März 2022 waren der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) 620 traditionelle und 19 bilanzwirksame[[21]](#footnote-22) STS-Verbriefungen gemeldet worden. Die häufigste Art der zugrunde liegenden Vermögenswerte bei STS-Verbriefungen sind Handelsforderungen, in der Regel in Form von Transaktionen mit forderungsgedeckten Geldmarktpapieren, gefolgt von Darlehen für Kfz-Käufe oder ‑Leasinggeschäfte und durch Wohnimmobilien besicherte Darlehen. Dem Bericht des Gemeinsamen Ausschusses zufolge sehen die Marktteilnehmer den Hauptvorteil der Kennzeichnung von STS-Verbriefungen in der damit verbundenen bevorzugten aufsichtsrechtlichen Behandlung. Infolgedessen profitieren Banken und Versicherungsgesellschaften von einer geringeren Eigenmittelanforderung für die als STS-Verbriefungen gemeldeten Positionen im Vergleich zu Nicht-STS-Verbriefungen (siehe Abbildung 2).

**Abbildung 2: Wesentliche Vorteile und Probleme bei der Kennzeichnung von STS-Verbriefungen**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **Vorteile der STS-Verbriefungen** | **Relative Punktzahl** | **Probleme bei der STS-Verbriefungen** | **Relative Punktzahl** |
| Eigenmittelbehandlung | 4,2 | Komplexität der STS-Kriterien | 3,9 |
| Breitere Anlegerbasis | 3,4 | Restriktivität der Kriterien | 3,7 |
| Preisgestaltung | 3,3 | Rechtliche Sanktionen | 3,7 |
| Standardisierung | 3,1 | Befolgungskosten | 3,6 |
| Transparenz | 3,0 | Unzureichende Klarheit der Kriterien | 3,5 |

Quelle: Bericht des Gemeinsamen Ausschusses

Relative Punktzahl von 0 (nicht relevant) bis 5 (äußerst relevant)

**Bewertung durch die Kommission**

Bezüglich der allgemeinen Marktlage nimmt die Kommission die Rückmeldungen aus der Branche zur Kenntnis, die darauf hindeuten, dass die Emission von Verbriefungen immer noch verhalten ist. In Ermangelung einer umfassenden Datenquelle, die alle Marktsegmente erfasst, ist es jedoch nicht möglich, die Lage für den gesamten Markt zuverlässig zu bestimmen. In dieser Hinsicht werden die Aufsichtsbehörden aufgefordert, weitere Anstrengungen zu unternehmen, um insbesondere die Größe des privaten Verbriefungsmarktes besser zu erfassen. Darüber hinaus ist zum jetzigen Zeitpunkt nicht klar, inwieweit die Marktentwicklungen auf die Auswirkungen des Regulierungsrahmens zurückzuführen sind und inwieweit exogene Faktoren ausschlaggebender waren.

Die Kommission ist trotz des relativ ungünstigen makroökonomischen Umfelds nicht auf nennenswerte Bedenken hinsichtlich der Kreditqualität von EU-Verbriefungen gestoßen oder aufmerksam gemacht worden, was darauf hindeutet, dass der Verbriefungsmarkt der Union auf einer soliden Grundlage steht.

Die Kommission stellt fest, dass die Kennzeichnung von STS-Verbriefungen vom Markt aufgegriffen und weitgehend akzeptiert wurde. Sie erfüllt ihren Zweck und hilft den Anlegern, qualitativ hochwertige Strukturen zu erkennen, und trägt dazu bei, das mit Verbriefungen verbundene Stigma zu beseitigen. Die Kommission und die ESA werden den Markt weiterhin beobachten und den Marktteilnehmern bei Bedarf Orientierungshilfen und Klarheit in Bezug auf die Auslegung der STS-Kriterien geben, um ihnen die Orientierung im rechtlichen Rahmen zu erleichtern.

Die Kommission ist der Ansicht, dass die Verbriefungsverordnung insgesamt zweckmäßig ist und sieht zum jetzigen Zeitpunkt keine Notwendigkeit für eine größere Änderung der Rechtsvorschriften. Gleichwohl nimmt die Kommission die von den Interessenträgern geäußerten Bedenken zur Kenntnis und räumt ein, dass bei bestimmten Aspekten noch Raum für eine Feinabstimmung besteht (siehe Abschnitte 5 und 6).

# Risikoselbstbehalt

**Hintergrund und Ergebnisse**

Um eine ungleiche Ausrichtung der Anreize zwischen den Emittenten und Käufern einer Verbriefung zu verhindern, verlangt Artikel 6 der Verbriefungsverordnung, dass Originatoren, Sponsoren oder ursprüngliche Kreditgeber (und Forderungsverwalter im Falle der Verbriefung notleidender Risikopositionen) während der gesamten Laufzeit der Transaktion einen materiellen Nettoanteil von mindestens 5 % an der Verbriefung halten müssen. Neben dieser direkten Verpflichtung besteht auch eine indirekte Pflicht zur Verifizierung der Anforderung in Bezug auf den Risikoselbstbehalt, wonach institutionelle Anleger nur dann Verbriefungspositionen halten dürfen, wenn sie einen materiellen Nettoanteil von mindestens 5 % halten.

Nach Angaben des Verbriefungsregisters European DataWarehouse[[22]](#footnote-23) war die häufigste Methode des Selbstbehalts bei öffentlichen langfristigen Verbriefungen die „Erstverlust-Tranche“, wobei der Träger den ersten Kreditverlust bis zu einer Höhe von mindestens 5 % des Nominalwerts der verbrieften Risikopositionen selbst trägt (siehe Abbildung 3).

**Abbildung 3: Methoden des Selbstbehalts bei öffentlichen befristeten Verbriefungen, in % des Gesamtbetrags**

Quelle: European DataWarehouse



Da private Verbriefungen nicht zur Meldung an die Verbriefungsregister verpflichtet sind, ist es schwieriger, systematisch Daten über die Methoden des Risikoselbstbehalts bei privaten Transaktionen zu erhalten. Nach den Daten des CoRep über die an Verbriefungstransaktionen beteiligten Banken ist die häufigste Methode des Selbstbehalts bei synthetischen Transaktionen, die die Anerkennung der Übertragung eines signifikanten Risikos anstreben, um Kapital freizusetzen (bei denen es sich in der Regel um private Transaktionen handelt), die „vertikale Tranche“. Das bedeutet, dass der Originator, Sponsor oder ursprüngliche Kreditgeber mindestens 5 % jeder an die Anleger verkauften oder übertragenen Tranche einbehält. Diese Methode des Selbstbehalts wurde bei 80 % der synthetischen Transaktionen mit Übertragung eines signifikanten Risikos im Zeitraum 2020–2021 angewendet.

Im Bericht des Gemeinsamen Ausschusses wurden keine Mängel bei der Anwendung des Rahmens für den Risikoselbstbehalt festgestellt. Die in Artikel 6 Absatz 7 der Verbriefungsverordnung vorgeschriebenen technischen Regulierungsstandards, in denen die Einzelheiten der Methoden des Risikoselbstbehalts festgelegt sind, wurden von der Kommission jedoch noch nicht angenommen. Dies könnte zu einer gewissen Rechtsunsicherheit für die Marktteilnehmer geführt haben.[[23]](#footnote-24) Einfache Transaktionen scheinen von diesem Mangel an detaillierten Bestimmungen nicht betroffen zu sein, da die Anforderungen in Bezug auf den Risikoselbstbehalt weitgehend bereits bestehende Bestimmungen aus der Kapitaladäquanzverordnung übernommen haben und insbesondere den Kreditinstituten bekannt sind.

**Bewertung durch die Kommission**

Die Daten zeigen, dass alle zur Verfügung stehenden Methoden des Selbstbehalts vom Markt genutzt werden. Es gibt keine Anhaltspunkte dafür, dass eine der nach der Verbriefungsverordnung zulässigen Methoden des Risikoselbstbehalts unzulänglich ist. Die Kommission sieht daher keine Notwendigkeit, die Anforderungen in Bezug auf den Risikoselbstbehalt zu überarbeiten, fordert die EBA jedoch auf, die Anwendung dieser Anforderungen weiterhin zu überwachen. In Zukunft könnte es angebracht sein, genauer zu untersuchen, warum und unter welchen Umständen die Marktteilnehmer eine Methode des Selbstbehalts gegenüber der anderen bevorzugen und wie wirksam jede Methode des Selbstbehalts hinsichtlich der Einbehaltung eines Teils der Transaktion ist.

# Sorgfaltspflicht und Transparenz

**Hintergrund und Ergebnisse**

Die Verbriefungsverordnung verlangt, dass institutionelle Anleger ihren Sorgfaltspflichten in vollem Umfang nachkommen, bevor sie eine Verbriefungsposition halten. Eine umsichtige und sorgfältige Analyse der mit einer Verbriefung verbundenen Risiken hängt entscheidend vom Zugang zu Informationen ab. Um den Anlegern die Wahrnehmung ihrer Sorgfaltspflicht zu erleichtern und die zuständigen Behörden bei der Aufsicht zu unterstützen, müssen Originatoren, Sponsoren und Verbriefungszweckgesellschaften gemäß Artikel 7 alle einschlägigen Unterlagen zur Verfügung stellen, in denen die Merkmale der Verbriefung beschrieben werden, und regelmäßig alle wesentlichen relevanten Daten zur Kreditqualität und Wertentwicklung der zugrunde liegenden Risikopositionen offenlegen. Die Informationen werden mithilfe standardisierter Muster an die Verbriefungsregister übermittelt. Zu den Sorgfaltspflichten der Anleger gehört es auch, zu prüfen, ob die Verbriefung den Transparenzanforderungen der Verbriefungsverordnung entspricht.

Im Rahmen der Konsultation wurden die Befragten aufgefordert, Rückmeldungen zur Verhältnismäßigkeit der Offenlegungs- und Sorgfaltspflichten, zu den Verfahren, die von den Anlegern genutzt werden, um ihrer Sorgfaltspflicht nachzukommen sowie zur Nützlichkeit der Muster zur Datenoffenlegung zu geben. Die meisten Befragten, insbesondere die Vertreter der Branche, hielten die Anforderungen an die Sorgfaltspflicht und die Transparenz für nicht verhältnismäßig. Diese Interessenträger waren der Ansicht, die Bestimmungen seien zu präskriptiv und zu streng, insbesondere im Vergleich zu dem für ähnliche Instrumente, wie beispielsweise gedeckte Schuldverschreibungen, geltenden Rahmen. Darüber hinaus vertraten die Befragten die Auffassung, dass die Bestimmungen die Besonderheiten einer Transaktion nicht in vollem Umfang berücksichtigten, vor allem wenn es sich um eine öffentliche oder private Transaktion handele (siehe auch Abschnitt 6 zu privaten Verbriefungen). Die Befragten aus der Branche sahen zudem einen Mangel an Verhältnismäßigkeit bei der Anwendung der Transparenzregeln auf Verbriefungen, die in Drittländern begeben werden. Dies schafft Unsicherheit hinsichtlich der Fähigkeit der Anleger, ihren Sorgfaltspflichten nachzukommen, wenn sie in solche Transaktionen investieren (siehe Abschnitt 11). Die Befragten, die die geltende Regelung für verhältnismäßig hielten, konzentrierten sich auf den Nutzen standardisierter Offenlegungen, die den Anlegern die Analyse der Merkmale einer komplexen Verbriefungstransaktion erleichtern.

Die meisten Befragten stimmten darin überein, dass die gemäß Artikel 7 der Verbriefungsverordnung bereitgestellten Informationen ausreichend sind, sodass die Anleger ihrer Sorgfaltspflicht nachkommen können. Einige Interessenträger vertraten die Auffassung, dass diese Informationen tatsächlich zu umfangreich seien und dass die Anleger sie möglicherweise nicht nutzen, sondern sich stattdessen auf ihre bestehenden Sorgfaltspflichtregelungen verlassen würden, die bereits vor Inkrafttreten der Verbriefungsverordnung bestanden. Einige Befragte nannten bestimmte Felder in den Mustern, die sie aus verschiedenen Gründen für problematisch hielten, z. B. mehrere Felder für ähnliche Angaben oder mangelnde Klarheit über den Nutzen bestimmter in den Mustern geforderter Informationen. In Bezug auf die Auswirkungen der Offenlegung von Daten auf Einzelkreditebene hielten die meisten Interessenträger diese im Allgemeinen für alle Anlageklassen für nützlich, es sei denn, das Portfolio bestehe aus einer großen Anzahl von Risikopositionen, in welchem Fall die Auswirkungen einer einzelnen Risikoposition auf die Wertentwicklung des Verbriefungspools gering seien.

Die meisten Interessenträger waren der Ansicht, dass die Regelung zur Offenlegung daher vereinfacht werden könne, ohne das Ziel der Mitgesetzgeber, institutionelle Anleger zu schützen und die Aufsicht zu erleichtern, zu beeinträchtigen. In den meisten Antworten, auch von mehreren Behörden, wurde vorgeschlagen, dass die Transparenzanforderungen besser auf die Bedürfnisse der Anleger abgestimmt werden sollten, insbesondere bei privaten Verbriefungen.

Der Bericht des Gemeinsamen Ausschusses befasste sich auch mit den Auswirkungen der Anforderungen an die Sorgfaltspflicht und die Transparenz. In Bezug auf die Sorgfaltspflichten sah man im Bericht keinen Bedarf für rechtliche Änderungen und empfahl eine Klarstellung bezüglich des rechtlichen Geltungsbereichs der Bestimmungen (siehe Abschnitt 11) sowie größere Anstrengungen der zuständigen nationalen Behörden, um die Aufsicht über die Sorgfaltspflicht wirksamer zu gestalten. Im Hinblick auf die Bestimmungen zur Transparenz lauteten die wichtigsten Empfehlungen, die Konvergenz und Koordinierung im Bereich der Aufsicht zu verbessern und die Auswirkungen der Muster für die Offenlegung weiter zu überwachen, wobei die Auffassung vertreten wurde, dass es zu diesem Zeitpunkt noch zu früh sei, um die Funktionsweise der Muster bewerten zu können.

**Bewertung durch die Kommission**

Die Bestimmungen zur Transparenz und zur Sorgfaltspflicht in der Verbriefungsverordnung sind von Natur aus miteinander verknüpft, da Transparenz die Sorgfaltspflicht erleichtern sollte. Die Meldung von Angaben, die von den Anlegern nicht genutzt werden, sollte daher vermieden werden, da sie bei geringem Nutzen unnötige Befolgungskosten mit sich bringt.

Auch wenn der Transparenzrahmen erst seit Juni 2021 mit der Zulassung der ersten Verbriefungsregister in vollem Umfang gilt, werden die Muster für die Offenlegung zumindest in Teilen des Marktes bereits seit ihrer Annahme durch die ESMA im Januar 2019 verwendet. Daher ist die Kommission der Auffassung, dass die Muster lange genug in Gebrauch waren, um mögliche erhebliche Mängel erkennen zu lassen. Die Rückmeldungen im Rahmen der Konsultation weisen auf Bereiche hin, in denen die Nützlichkeit der Muster für die Offenlegung tatsächlich eingeschränkt sein könnte.

Die Kommission fordert die ESMA daher auf, die Muster zur Offenlegung der Risikopositionen, die der Verbriefung zugrunde liegen, zu überprüfen. Die ESMA sollte insbesondere versuchen, mögliche technische Schwierigkeiten beim Ausfüllen der in bestimmten Feldern geforderten Angaben zu beseitigen, möglicherweise unnötige Felder zu streichen und die Muster stärker an den Bedürfnissen der Anleger auszurichten. Im Rahmen dieser Arbeiten sollte die ESMA prüfen, ob Angaben auf Einzelkreditebene für alle Arten von Verbriefungen sinnvoll sind und den Bedürfnissen der Anleger entsprechen.

# Private Verbriefungen

Private Verbriefungen sind definitionsgemäß Verbriefungen, für die kein Prospekt gemäß der Richtlinie 2003/71/EG erstellt werden muss. Private Verbriefungen müssen dieselben regulatorischen Anforderungen erfüllen wie öffentliche Verbriefungen, mit der Ausnahme, dass sie von der Nutzung des Verbriefungsregisters zur Offenlegung der in Artikel 7 der Verbriefungsverordnung vorgeschriebenen Informationen ausgenommen sind.

## 6.1 Ist die Zahl der privaten Verbriefungen unverhältnismäßig stark angestiegen?

**Hintergrund und Ergebnisse**

Private Verbriefungen stellen eine wichtige zusätzliche Finanzierungsquelle für Unternehmen dar. Sie bedienen meist sehr spezifische Marktnischen, zum Beispiel: i) wenn die direkte Beziehung zwischen Anleger und Originator wichtig ist, ii) wenn der Emittent den Zugang zu besonders sensiblen Geschäftsdaten kontrollieren muss oder iii) wenn das Transaktionsvolumen zu gering ist, um die Kosten einer öffentlichen Emission zu rechtfertigen.

Gleichzeitig fürchteten die Mitgesetzgeber, dass solche Geschäfte genutzt werden könnten, um die strengeren Transparenzanforderungen für öffentliche Verbriefungen zu umgehen. Sie forderten die Kommission daher auf, zu prüfen, ob die Zahl dieser Transaktionen unverhältnismäßig stark angestiegen ist und ob dies durch den Wunsch motiviert war, die Transparenzanforderungen für öffentliche Transaktionen zu umgehen. In diesem Zusammenhang könnte eine Zunahme dieser Transaktionen „unverhältnismäßig“ sein, wenn der Verdacht besteht, dass private Verbriefungen Transaktionen ersetzen, die ansonsten öffentlich durchgeführt würden.

Im Bericht des Gemeinsamen Ausschusses wird darauf hingewiesen, dass die Zahl der privaten STS-Verbriefungen seit März 2019 tatsächlich erheblich gestiegen ist. Im Jahr 2020 waren drei Viertel aller Transaktionen mit STS-Verbriefungen (STS-Transaktionen) privat, verglichen mit nur einem Drittel aller STS-Verbriefungen im Jahr 2019. Nach den auf der Website der ESMA veröffentlichten Informationen über STS-Verbriefungen ist die Zahl der privaten Transaktionen im Jahr 2021 wieder zurückgegangen und macht weniger als 60 % aller STS-Verbriefungen aus. Daten über die Anzahl der Nicht-STS-Transaktionen sowie deren Volumen wurden jedoch nicht in den Bericht des Gemeinsamen Ausschusses aufgenommen.

Die an der Konsultation teilnehmenden Branchenvertreter waren der Ansicht, dass diese Zahlen für private STS-Verbriefungen aus den folgenden Gründen irreführend und eine Folge des neuen Regulierungsrahmens seien: Erstens seien durch die sehr weit gefasste Definition der Verbriefung in der Verbriefungsverordnung bestimmte Transaktionen als private Verbriefungen ausgewiesen worden, die zuvor als Bankkredite betrachtet wurden. Zweitens seien die meisten privaten Transaktionen, insbesondere Transaktionen mit forderungsgedeckten Geldmarktpapieren (ABCP-Transaktionen), mehrfach erneuert/verlängert worden und nun sichtbar, weil sie zu STS-Transaktionen umstrukturiert wurden und daher im Register der ESMA erscheinen.

**Bewertung durch die Kommission**

Die Kommission räumt ein, dass die Anpassungen an den neuen Regulierungsrahmen dazu beitragen könnten, dass die Zahl der privaten Verbriefungen seit dem Beginn der Anwendung des neuen Verbriefungsrahmens gestiegen ist. Vor diesem Hintergrund wird ein Zeitraum von zwei Jahren nicht als ausreichend angesehen, um mit Sicherheit feststellen zu können, ob eine tatsächliche Verlagerung von öffentlichen zu privaten Transaktionen stattgefunden hat oder nicht. Die Kommission stellt ferner fest, dass weder Daten über die Zahl der privaten Nicht-STS-Transaktionen noch über das Transaktionsvolumen vorliegen, was eine umfassende Bewertung der Marktentwicklung bei privaten Transaktionen erschwert.

Solange nicht eindeutig festgestellt werden kann, ob die Zahl und das Volumen privater Verbriefungen stetig zunehmen und dies nicht mit einem entsprechenden Anstieg der öffentlichen Transaktionen einhergeht, kann die Kommission nicht beurteilen, ob ein solcher Anstieg durch das Ziel motiviert ist, die Transparenzanforderungen für öffentliche Transaktionen zu umgehen. Die Kommission fordert daher den Gemeinsamen Ausschuss auf, die Entwicklung des Volumens privater und öffentlicher Transaktionen weiter zu beobachten und das Volumen der Nicht-STS-Transaktionen sowie das Gesamtvolumen der Transaktionen zu verfolgen. Auf der Grundlage dieser zusätzlichen Daten wird die Kommission die Frage zu gegebener Zeit erneut aufgreifen.

## 6.2 Stehen den Anlegern und den Aufsichtsbehörden ausreichende Informationen über private Verbriefungen zur Verfügung?

**Hintergrund und Ergebnisse**

Derzeit gibt es kein spezielles Muster für private Verbriefungen, aber Originatoren, Sponsoren oder Verbriefungszweckgesellschaften privater Verbriefungen müssen die umfangreichen Muster ausfüllen, die auch für öffentliche Verbriefungen verwendet werden, obgleich diese nicht über ein Verbriefungsregister bereitgestellt werden müssen. Einige zuständige nationale Behörden fordern grundlegende Informationen zu privaten Transaktionen über individuelle Muster.

Die Meinungen darüber, ob Muster einen Mehrwert für private Verbriefungen darstellen, waren geteilt: Einige Befragte aus der Branche (unabhängig davon, ob sie als Anleger oder Originator auf dem Verbriefungsmarkt tätig sind) und die meisten Behörden sahen den Nutzen von standardisierten Mustern. Andere Befragte stellten den Nutzen von Mustern für die Transparenz bei privaten Verbriefungen in Frage, insbesondere bei privaten synthetischen Transaktionen, bei denen der Informationsbedarf sehr spezifisch sei.

Die meisten Befragten aus der Branche vertraten die Ansicht, dass die Aufsichtsbehörden und die Anleger im Rahmen des derzeitigen Systems über genügend Informationen verfügten, um die Marktentwicklung zu überwachen bzw. um ihrer Sorgfaltspflicht nachkommen zu können.

Während die Branchenvertreter der Meinung waren, dass die derzeitigen in Absatz 7 genannten Muster den Aufsichtsbehörden auch genügend Informationen über private Verbriefungen liefern sollten, waren die Rückmeldungen der Behörden zu dieser Frage geteilt. Zwei Aufsichtsbehörden stimmten tendenziell zu, während die Mehrheit der Aufsichtsbehörden die Ansichten des Berichts des Gemeinsamen Ausschusses unterstützte, in dem darauf hingewiesen wurde, dass es für die Aufsichtsbehörden schwierig sei, ausreichend über das Vorhandensein und die Parameter der Transaktionen informiert zu sein.

**Bewertung durch die Kommission**

Die Kommission teilt die Auffassung, dass standardisierte Muster dazu beitragen, Informationen bereitzustellen, die von ausreichend hoher Qualität und von den verschiedenen Empfängern leicht zu verarbeiten sind. Gleichzeitig räumt die Kommission ein, dass die Anleger bei privaten Verbriefungen aufgrund ihres individuellen Charakters mehr maßgeschneiderte Informationen benötigen, als die Muster der ESMA möglicherweise liefern können. Die Kommission hat keine Anhaltspunkte dafür, die Behauptung der Branchenvertreter in Frage zu stellen, dass die Anleger bei privaten Transaktionen strukturell stark genug sind, um alle Informationen anzufordern und zu erhalten, die sie benötigen, um ihrer Sorgfaltspflicht nachkommen zu können. Doch auch wenn die über die Muster der ESMA übermittelten Informationen für die Anleger weniger relevant sind als ursprünglich von den Mitgesetzgebern angenommen, sind standardisierte Informationen über die bestehenden privaten Transaktionen für die Aufsichtsbehörden nach wie vor unerlässlich, um sich schnell einen Überblick über die Marktentwicklung zu verschaffen und Transaktionen zu ermitteln, die sie möglicherweise einer eingehenden aufsichtsrechtlichen Prüfung unterziehen wollen. Die verschiedenen Ad-hoc-Formulare, die mehrere Aufsichtsbehörden zu diesem Zweck erstellt haben, deuten darauf hin, dass die derzeitigen detaillierten Muster der ESMA möglicherweise nicht in vollem Umfang geeignet sind, um sich auf einfache Weise einen genauen Überblick über den privaten Verbriefungsmarkt zu verschaffen.

Angesichts dieser Überlegungen fordert die Kommission die ESMA auf, ein spezielles Muster für private Verbriefungstransaktionen zu erstellen, das speziell auf das Bedürfnis der Aufsichtsbehörden zugeschnitten ist, sich einen Überblick über den Markt und die Hauptmerkmale der privaten Transaktionen zu verschaffen. Es ist auch rechtlich möglich, unterschiedliche Muster für private und öffentliche Verbriefungen bereitzustellen, da Artikel 7 Absatz 3 der Verbriefungsverordnung die Entwicklung von Mustern zulässt, „wobei zu berücksichtigen ist, inwiefern die Informationen für den Inhaber der Verbriefungsposition nützlich sind“. Es wird erwartet, dass ein spezielles Muster für private Verbriefungen die Transparenzanforderungen für private Verbriefungen erheblich vereinfachen wird. Gleichzeitig dient es dem Bedürfnis der Aufsichtsbehörden, ausreichende Informationen über private Transaktionen zu erhalten.

Dieses neue Muster könnte die bestehenden Muster für alle privaten Verbriefungen ersetzen. Es würde sicherstellen, dass die Aufsichtsbehörden die Informationen erhalten, die sie benötigen, während die Anleger in private Verbriefungen alle zusätzlichen Informationen, die sie benötigen, in bilateral vereinbarten Formaten erhalten könnten, unabhängig vom Inhalt der standardisierten Muster. Zwar müssen die Emittenten die Muster für private Verbriefungen nicht an ein Register übermitteln, doch ist die Kommission der Auffassung, dass es für die Aufsichtsbehörden kein Hindernis darstellt, diese Informationen zu erhalten, da die Emittenten nach Artikel 7 verpflichtet sind, den Aufsichtsbehörden diese Informationen zur Verfügung zu stellen. Die Kommission ist der Ansicht, dass die Aufsichtsbehörden diese Verpflichtung durchsetzen und die Informationen in den Mustern für ihre Arbeit nutzen sollten. Die ESA könnten ihre bestehenden Befugnisse nutzen, um sicherzustellen, dass die Informationen in einer Weise bei den Aufsichtsbehörden eingehen, die gewährleistet, dass sie leicht zu verwenden sind.

Es könnte sein, dass Meldungen, die von Originatoren, Sponsoren oder Verbriefungszweckgesellschaften einzeln und nicht über Verbriefungsregister eingereicht werden, erheblich schwieriger zu verarbeiten und Qualitätsprüfungen der Verbriefungsregister zur Sicherstellung qualitativ hochwertiger Daten unerlässlich sind. Wenn dies der Fall ist, dann könnte die Empfehlung des Berichts, Informationen über private Transaktionen über Verbriefungsregister zu melden, zum Nutzen der Aufsichtsbehörden längerfristig eine Option darstellen, wenn die Kommission beschließt, einen Vorschlag zur Änderung der Verbriefungsverordnung vorzulegen.

## 6.3 Definition der privaten Verbriefung

**Hintergrund und Ergebnisse**

Eine deutliche Mehrheit der Teilnehmer an der Konsultation sprach sich für eine Änderung der Merkmale aus, die eine private Verbriefung ausmachen. Eine beträchtliche Anzahl dieser Befragten forderte jedoch eine andere Definition, wobei sie davon ausgingen, dass bestimmte als privat gekennzeichnete Transaktionen von den Transparenzanforderungen gänzlich ausgenommen werden könnten. Auch im Bericht des Gemeinsamen Ausschusses wurde eine Änderung der Definition befürwortet, um sie zu präzisieren und eine Teilmenge der derzeit als privat eingestuften Transaktionen (z. B. Transaktionen, die innerhalb einer Gruppe ohne Drittinvestor stattfinden) vollständig von den Transparenzanforderungen auszunehmen.

**Bewertung durch die Kommission**

Nach Ansicht der Kommission erscheint es nicht angemessen, die Definition der privaten Verbriefung in der Verbriefungsverordnung zu ändern. Es wäre zwar möglich, die Definition zu präzisieren, doch die derzeitige Definition ist eindeutig und funktioniert insgesamt gut. Die Befürworter einer neuen Definition räumen ein, dass es schwierig sein könnte, eine bessere Definition der privaten Verbriefung zu finden, weshalb einige keine alternative Definition, sondern eine offene Diskussion nach einer Folgenabschätzung und Konsultation vorschlagen.

Die Kommission stellt fest, dass die Forderungen nach einer anderen Beschreibung der Merkmale, die eine private Verbriefung ausmachen, fast ausnahmslos mit der Sorge verbunden sind, dass die Transparenzanforderungen für private Transaktionen zu präskriptiv und für Anleger und potenzielle Anleger in der Praxis eher bedeutungslos seien. Es wird argumentiert, dass diese Anleger bei privaten Transaktionen in der Lage seien, die maßgeschneiderten Informationen, die sie benötigen, von der Verkäuferseite der Transaktion einzufordern und kontinuierlich zu erhalten. Es scheint also, dass die Interessenträger, die eine Änderung der Definition fordern, dies nur tun, um die Transparenzanforderungen für private Transaktionen zu lockern. Die Kommission ist der Ansicht, dass dieses Problem gelöst werden kann, indem die bestehenden Regeln und Muster geprüft und auf ihre Nützlichkeit hin untersucht werden (siehe vorstehender Abschnitt).

# Gleichwertigkeit der STS-Verbriefungen

**Hintergrund und Ergebnisse**

Die Gleichwertigkeit ist ein Mechanismus, mit dem die EU Regulierungsstandards von Drittländern in einem bestimmten Bereich als gleichwertig mit ihren eigenen anerkennen kann.[[24]](#footnote-25) Die Voraussetzung dafür, dass einem Drittland in einem bestimmten Sektor die Gleichwertigkeit gewährt wird, ist, dass die Vorschriften und die Aufsicht gleichwertig zu den Vorschriften und der Aufsicht in der EU sind. Dies kann zu einer regulatorischen Entlastung führen, indem doppelte Anforderungen an grenzüberschreitende Transaktionen beseitigt werden und die aufsichtsrechtliche Behandlung grenzüberschreitender Risikopositionen an die Behandlung inländischer Risikopositionen angeglichen wird.

In der Konsultation sprachen sich die meisten Marktteilnehmer dafür aus, Einrichtungen aus Drittländern die Emission von STS-Verbriefungen zu gestatten. Im Gegensatz dazu sprachen sich die Behörden fast einstimmig gegen die Einführung einer Gleichwertigkeitsregelung aus.

**Bewertung durch die Kommission**

Der EU-Rahmen für STS-Verbriefungen basiert auf anspruchsvollen Anforderungen, nicht zuletzt in Bezug auf die Offenlegung von Informationen. Die Kommission stellt fest, dass bisher keine Verbriefungsregelung eines Drittlands auch nur annähernd als gleichwertig mit dem EU-Rahmen für STS-Verbriefungen angesehen werden kann. Das Vereinigte Königreich ist das einzige Land außerhalb der EU, das über eine Regelung für STS-Verbriefungen verfügt, da es die EU-Regelung für STS-Verbriefungen nach seinem Austritt aus der EU übernommen hat.

In Anbetracht dessen hält es die Kommission für verfrüht, zum jetzigen Zeitpunkt eine Gleichwertigkeitsregelung für STS-Verbriefungen einzuführen. Die EU-Regelung für STS-Verbriefungen befindet sich noch in der Entwicklung, und die EU hat kürzlich eine Regelung für bilanzwirksame STS-Verbriefungen eingeführt, die es im Vereinigten Königreich nicht gibt. Darüber hinaus wird es erst dann möglich sein, die Aufsichtspraktiken von Drittländern zu überprüfen, wenn sich die Aufsichtspraktiken der EU weiterentwickelt und unter den Aufsichtsbehörden in der EU vollständig angeglichen haben. In diesem Zusammenhang ist die vergleichende Analyse der Umsetzung der STS-Anforderungen von entscheidender Bedeutung, um einen Überblick über die Aufsicht der Regelung für STS-Verbriefungen in der EU zu erhalten. Diese vergleichende Analyse, die ursprünglich bis zum 1. Januar 2022 abgeschlossen sein sollte[[25]](#footnote-26), wurde auf 2024 verschoben.

Ungeachtet dessen wird die Kommission weiterhin die einschlägigen Entwicklungen der Aufsichtsregeln in Drittländern beobachten, die zur Annahme ähnlicher Verbriefungsregelungen im Einklang mit dem vom Basler Ausschuss für Bankenaufsicht und der Internationalen Vereinigung der Wertpapieraufsichtsbehörden entwickelten Standard für „einfache, transparente und vergleichbare“ Verbriefungen führen könnten, auf dem die EU-Regelung für STS-Verbriefungen beruht.

Sollte sich die derzeitige Situation ändern, könnte die Kommission die Notwendigkeit und Angemessenheit der Einführung einer Gleichwertigkeitsregelung für STS-Verbriefungen erneut prüfen.

# Nachhaltige Verbriefung

**Hintergrund und Ergebnisse**

Die Verbriefungsverordnung sieht nur eingeschränkte Offenlegungspflichten zur Nachhaltigkeit vor. Bei STS-Verbriefungen muss die Verkäuferseite die verfügbaren Informationen über die Umweltbilanz der durch Darlehen für Wohnimmobilien oder Darlehen für Kfz-Käufe oder ‑Leasinggeschäfte finanzierten Vermögenswerte veröffentlichen. Mit den Änderungen des Maßnahmenpakets für die Erholung der Kapitalmärkte wurde die Option für Originatoren hinzugefügt, stattdessen verfügbare Informationen über die wichtigsten nachteiligen Auswirkungen der durch die zugrunde liegenden Risikopositionen finanzierten Vermögenswerte auf Nachhaltigkeitsfaktoren zu veröffentlichen.

Zusätzlich zu dem Mandat nach Artikel 46 Buchstabe e wird die Kommission in Artikel 45a Buchstabe e aufgefordert, auf der Grundlage eines Berichts der EBA („EBA-Bericht“) über die Schaffung eines spezifischen Rahmens für nachhaltige Verbriefungen zu berichten.[[26]](#footnote-27) Die EBA veröffentlichte ihren Bericht am 2. März 2022.[[27]](#footnote-28)

***Ausweitung des Geltungsbereichs der bestehenden Offenlegungspflichten zur ökologischen Nachhaltigkeit***

In der Konsultation sprachen sich die meisten Befragten grundsätzlich dafür aus, dass die Ausweitung der bestehenden Offenlegungspflicht auf andere Anlageklassen[[28]](#footnote-29) einen Mehrwert für die Anleger darstellen könnte, die es begrüßen würden, über solche Informationen zu verfügen, um ihren eigenen Anteil an Investitionen in die Bereiche Umwelt, Soziales und Governance (ESG) zu messen, ESG-bezogene Risiken zu bewerten und als Vergleichsinstrument zu nutzen. Die Anleger bedauerten, dass diese Informationen noch nicht verfügbar sind, da sie in Zukunft erforderlich sein werden, um ihre eigenen Offenlegungspflichten zu erfüllen.

Die Befragten gaben jedoch an, dass der Nutzen einer solchen Ausweitung der Offenlegungspflichten auf andere Anlageklassen davon abhänge, ob es ausreichend klare und sachdienliche Parameter zur Bewertung der jeweiligen Umweltbilanz gebe. Den meisten Befragten zufolge sei dies noch nicht für alle Anlageklassen der Fall.[[29]](#footnote-30)

Um die Datenverfügbarkeit zu verbessern, empfiehlt der EBA-Bericht, die Offenlegung der wichtigsten nachteiligen Auswirkungen auf Nicht-STS-Verbriefungen auszuweiten und mittelfristig obligatorische Offenlegungen zu den wichtigsten nachteiligen Auswirkungen einzuführen.

***Schaffung eines spezifischen Rahmens für nachhaltige Verbriefung***

Der aktuelle Vorschlag für einen Standard für europäische grüne Anleihen (EuGBS), der im Juli 2021 veröffentlicht wurde und über den noch verhandelt wird[[30]](#footnote-31), zielt darauf ab, einen Rahmen für grüne Anleihen zu schaffen, einschließlich solcher, die von einer Zweckgesellschaft im Rahmen einer Verbriefungstransaktion begeben werden. Um die Kennzeichnung für grüne Anleihen zu erhalten, muss sich der Emittent verpflichten, die Erlöse aus der Emission zur Finanzierung, Refinanzierung oder zum Erwerb von Vermögenswerten zu verwenden, die der EU-Taxonomie entsprechen.

Im Bericht der EBA wird nicht empfohlen, zum jetzigen Zeitpunkt einen speziellen Rahmen für grüne Verbriefungen zu schaffen, da die Menge an grünen Vermögenswerten, die verbrieft werden können, noch recht gering ist[[31]](#footnote-32) und der Markt für nachhaltige Verbriefungen noch recht neu ist. Im Bericht wird empfohlen, einen speziellen Rahmen erst dann in Erwägung zu ziehen, wenn die EU-Wirtschaft größere Fortschritte beim ökologischen Wandel erzielt hat.

Stattdessen wird im EBA-Bericht empfohlen, den Standard für europäische grüne Anleihen so anzupassen, dass er für Verbriefungen in der Übergangsphase besser geeignet ist (siehe nachstehender Kasten). Die EBA empfiehlt, synthetische Verbriefungen vom Geltungsbereich einer Kennzeichnung für grüne Verbriefungen (sei es die Kennzeichnung nach dem EuGBS oder eine separate spezielle Kennzeichnung) auszunehmen, da es bisher keine allgemein anerkannte Methode gibt, um die Umschichtung des durch die Transaktion freigesetzten Kapitals für ökologische Zwecke zu messen.

In der Konsultation warnten die meisten Befragten vor mehreren verschiedenen Kennzeichnungen zur Klassifizierung grüner Verbriefungen und sprachen sich eindeutig dafür aus, in absehbarer Zukunft die Kennzeichnung des EuGBS zu verwenden, anstatt einen separaten Rahmen zu schaffen. Aus den Rückmeldungen geht hervor, dass die Befragten die Bedenken der EBA in Bezug auf die Forderung, dass der Pool der zugrunde liegenden Vermögenswerte der Taxonomie entsprechen müsse, teilten, da dies zu einer Ungleichbehandlung von Verbriefungen mit anderen vergleichbaren Instrumenten zur Bankenrefinanzierung, wie beispielsweise gedeckten Schuldverschreibungen, führen würde. Angesichts der derzeitigen Knappheit an Vermögenswerten, die der Taxonomie entsprechen, könne die Verbriefung dann keinen Beitrag zur Finanzierung des Übergangs zu einer grünen Wirtschaft leisten. In Bezug auf die für die Berichterstattung verantwortliche Stelle gaben viele Befragte den Originatoren den Vorzug vor den Emittenten, da es unpraktisch sei, Emittenten zu verpflichten, die keine Kontrolle über die Vermögenswerte haben.

Hinsichtlich der Offenlegungen, die erforderlich sind, um als nachhaltig zu gelten, wird argumentiert, dass eine allzu deskriptive Regelung angesichts des breiten Tätigkeitsspektrums im Zusammenhang mit Risikopositionen, die Verbriefungstransaktionen zugrunde liegen, kontraproduktiv sei.

|  |
| --- |
| **Die Empfehlung im EBA-Bericht zur Anpassung des Standards für europäische grüne Anleihen (EuGBS)**  Der Vorschlag für einen EuGBS legt einen freiwilligen Standard für die Finanzierung nachhaltiger Investitionen fest und erlaubt dem Emittenten einer Anleihe, die Kennzeichnung für grüne Anleihen zu verwenden, solange der gesamte Erlös aus der Emission dieser Anleihe für Zwecke verwendet wird, die vollumfänglich der Taxonomie entsprechen. Das bedeutet, dass die der Verbriefung zugrunde liegenden Risikopositionen, die von der Verbriefungszweckgesellschaft gehalten werden, der Taxonomie entsprechen müssen.  Im EBA-Bericht wird davor gewarnt, dass dieser Ansatz Verbriefungen (und andere von einer Zweckgesellschaft begebene Finanzinstrumente) auf eine andere Grundlage stellt als Wertpapiere, die nicht von einer Zweckgesellschaft begeben werden. Die EBA weist darauf hin, dass der derzeitige Ansatz erfordern würde, dass Verbriefungen, die dem EuGBS entsprechen, durch Vermögenswerte besichert sein müssten, die der Taxonomie entsprechen. Allerdings würde dies den Originator, als Endbegünstigten der Erlöse aus der Emission der Verbriefung, nicht daran hindern, die Erlöse für nicht-ökologische Zwecke zu verwenden. Die EBA war der Ansicht, dass dieser Ansatz nicht mit der politischen Absicht vereinbar ist, neue Mittel in die Finanzierung des Übergangs zu einer grünen und nachhaltigen EU-Wirtschaft zu lenken. Aufgrund der derzeitigen Knappheit an Vermögenswerten, die der Taxonomie entsprechen und für eine Verbriefung zur Verfügung stehen, vertrat die EBA die Auffassung, dass dies auch das Potenzial für einen EuGBS-Verbriefungsmarkt erheblich einschränken würde. Darüber hinaus wird im EBA-Bericht darauf hingewiesen, dass Verbriefungszweckgesellschaften von begrenzter wirtschaftlicher Substanz sind und daher ein EuGBS-Verbriefungsmarkt selbst dann nicht praktikabel wäre, wenn die Verbriefungszweckgesellschaften die einzigen Einrichtungen wären, die die rechtliche Verantwortung tragen.  Im EBA-Bericht wird daher empfohlen, dass die Anforderungen des EuGBS für den Originator einer Verbriefung und nicht für die Verbriefungszweckgesellschaft gelten sollten. Die EBA räumt ein, dass es für Verbriefungen nicht der naheliegendste Weg ist, die Anforderungen an die Verwendung der Erlöse auf der Ebene des Originators statt auf der Ebene der Verbriefungszweckgesellschaft anzuwenden, da Verbriefungen aufgrund ihres forderungsgedeckten Charakters nicht von einer Doppelbesicherung profitieren. Dies könnte auch zu EuGBS-Verbriefungen führen, deren zugrunde liegende Vermögenswerte „nicht grün“ sind. Die EBA betrachtet dies jedoch als den effizientesten und pragmatischsten Ansatz während einer Übergangsphase und als eine Möglichkeit, die Gleichbehandlung von Verbriefungen mit anderen Arten forderungsgedeckter Wertpapiere sicherzustellen. Die EBA empfiehlt, dass die Verlagerung der Anforderungen des EuGBS auf den Originator mit zusätzlichen Transparenzmaßnahmen einhergehen sollte, um die Anleger darüber zu informieren, inwieweit der zugrunde liegende Pool von Vermögenswerten der Taxonomie entspricht. Dieser Ansatz sollte durch Schutzvorkehrungen ergänzt werden, um zu verhindern, dass der Originator die zu verbriefenden Vermögenswerte in einer Weise auswählt, die als Greenwashing angesehen werden könnte. |

Im Hinblick auf die Offenlegung nachhaltiger Verbriefungen gemäß Artikel 45 Buchstabe a der Verbriefungsverordnung untersuchte die EBA in ihrem Bericht außerdem, wie nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten in die Verbriefungsverordnung integriert werden können, und stützte sich dabei auf die Verordnung über nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten[[32]](#footnote-33). Die Verordnung über nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten legt nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten für Finanzmarktteilnehmer und Finanzberater gegenüber den Endanlegern fest. Im EBA-Bericht wird festgestellt, dass Anleger, die auf dem Verbriefungsmarkt tätig sind, zwar unter die Regelung der Verordnung über nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten fallen, Verbriefungsprodukte jedoch nicht in den Geltungsbereich dieser Verordnung fallen, da sie nicht als Finanzprodukte im Sinne von Artikel 2 der Verordnung über nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten gelten. Infolgedessen können Anleger möglicherweise keine Verbriefungspositionen in ihre ESG-Anlagestrategien einbeziehen.

Der Gemeinsame Ausschuss der ESA hat die Aufgabe, technische Regulierungsstandards zu entwickeln, in denen festgelegt wird, welche Informationen über die wichtigsten nachteiligen Auswirkungen bestimmter Arten von zugrunde liegenden Vermögenswerten bei STS-Transaktionen bereitgestellt werden müssen.[[33]](#footnote-34) Während dies dem Informationsbedarf von Anlegern, die sich auf ESG-gebundene Produkte konzentrieren, entsprechen würde, empfiehlt die EBA, dass der Umfang der Offenlegung der wichtigsten nachteiligen Auswirkungen erweitert werden sollte: i) kurzfristig auf Nicht-STS-Verbriefungen, die durch dieselben Arten von Vermögenswerten besichert sind wie die, die unter die bestehende Offenlegungspflicht für STS-Verbriefungen fallen, und ii) mittelfristig auf alle Verbriefungen.

**Bewertung durch die Kommission**

Die Kommission begrüßt den umfassenden und fundierten Bericht der EBA als wichtigen Beitrag zur Entwicklung eines Rahmens für nachhaltige Verbriefungen. Die Kommission stimmt mit der EBA darin überein, dass es zumindest kurz- und mittelfristig keinen Grund gibt, eine spezielle Nachhaltigkeitskennzeichnung für Verbriefungen zu schaffen, insbesondere angesichts der geringen Menge an grünen Vermögenswerten, die verbrieft werden können. Vor diesem Hintergrund fordert die Kommission das Europäische Parlament und den Rat auf, die Empfehlung der EBA im Rahmen der laufenden Verhandlungen über den EuGBS zu berücksichtigen, und ist bereit, die Arbeiten zur Festlegung der Einzelheiten der Verbriefung im Rahmen des EuGBS zu unterstützen.

In Bezug auf die Offenlegung nachhaltigkeitsbezogener Informationen erkennt die Kommission an, dass die Offenlegung der wichtigsten nachteiligen Auswirkungen weiterentwickelt werden muss, und ist der Ansicht, dass der Geltungsbereich des bevorstehenden technischen Regulierungsstandards des Gemeinsamen Ausschusses so weit wie möglich gefasst werden sollte.

# Bewertung der STS-Kriterien durch Drittpartei-Verifizierer

**Hintergrund und Ergebnisse**

Mit der Verbriefungsverordnung wurde ein System von Stellen zur Drittpartei-Verifizierung eingerichtet, die Emittenten und Anlegern auf freiwilliger Basis bei der Bewertung der Konformität einer Transaktion mit den STS-Kriterien unterstützen sollen. Die Einbeziehung solcher Verifizierer entbindet Originatoren, Sponsoren und institutionelle Anleger jedoch nicht von ihrer rechtlichen Verantwortung, eine Verbriefungstransaktion als STS zu behandeln. Diese Drittpartei-Verifizierer werden von der ESMA zugelassen und von der jeweils zuständigen nationalen Behörde des Mitgliedstaats, in dem sie niedergelassen sind, beaufsichtigt. Die ESMA hat bislang zwei Drittpartei-Verifizierer zugelassen. Bisher wurden bei den meisten STS-Transaktionen die Dienste eines der beiden Drittpartei-Verifizierer in Anspruch genommen.

Der Bericht des Gemeinsamen Ausschusses untersuchte die Rolle von Drittpartei-Verifizierern auf dem Markt für STS-Verbriefungen. Es wurde festgestellt, dass der Markt diese Stellen, insbesondere für weniger erfahrene Marktteilnehmer, als hilfreich empfindet, nicht zuletzt, weil sie angesichts der finanziellen Sanktionen, die bei fehlerhaften Angaben in einer STS-Meldung verhängt werden, eine gewisse Sicherheit bieten. Der Gemeinsame Ausschuss stellte fest, dass die Interaktion zwischen den Drittpartei-Verifizierern und den zuständigen nationalen Behörden bisher begrenzt war. Angesichts der offensichtlichen Bedeutung der Verifizierer für den Markt für STS-Verbriefungen und der Konzentration auf sehr wenige Stellen könnte dies zwischen Aufsichtsbehörden und Prüfstellen zu möglichen Abweichungen bei der Auslegung der STS-Kriterien führen. Darüber hinaus wurde im Bericht des Gemeinsamen Ausschusses festgestellt, dass es bisher keinen gemeinsamen Ansatz für die Beaufsichtigung der Verifizierer von STS-Verbriefungen gibt.

**Bewertung durch die Kommission**

Die Regelung der Drittpartei-Verifizierung scheint wie beabsichtigt zu funktionieren, und die Kommission sieht keine Notwendigkeit, die Bestimmungen zu dieser Regelung zu überarbeiten. Wie im Bericht des Gemeinsamen Ausschusses hervorgehoben, sollte in angemessenen Abständen ein Dialog zwischen den zuständigen nationalen Behörden und den Drittpartei-Verifizierern stattfinden, um eine uneinheitliche Auslegung der STS-Kriterien zum Nachteil der Emittenten und Anleger zu vermeiden.

In Bezug auf den Wettbewerb geht aus dem Bericht des Gemeinsamen Ausschusses nicht hervor, dass die geringe Zahl zugelassener Drittpartei-Verifizierer auf ein regulatorisches Hindernis für den Marktzugang oder auf unzureichenden Wettbewerb zurückzuführen ist. Daher sieht die Kommission derzeit keinen Handlungsbedarf.

# Verbriefungszweckgesellschaften

**Hintergrund und Ergebnisse**

Bei „True-Sale“-Verbriefungen sind Verbriefungszweckgesellschaften ein wichtiges Instrument, um Transaktionen zu verwalten und die gewünschten Effekte zu erzielen, insbesondere die Kapitalentlastung der begebenden Banken: Die Verbriefungszweckgesellschaft trennt die Vermögenswerte vom Originator und schützt den Originator vor dem Risiko der Vermögenswerte. Die Tätigkeit der Verbriefungszweckgesellschaft beschränkt sich auf die Erreichung dieser Ziele. Die Verbriefungsverordnung enthält umfassende Anforderungen, die für Verbriefungszweckgesellschaften gelten.

Vor dem Hintergrund des Mandats nach Artikel 46 Buchstabe h fragte die Kommission in der Konsultation, ob ein System von Banken mit beschränkter Zulassung, die die Aufgaben von Verbriefungszweckgesellschaften wahrnehmen, einen Mehrwert für den Verbriefungsrahmen darstellen würde.

Eine überwältigende Mehrheit der Befragten, sowohl aus der Branche als auch von Behörden, warnte vor der Einführung eines solchen Systems und den Auswirkungen, die es auf den Markt haben könnte. Viele betonten, dass die Verbriefungszweckgesellschaften bereits der Zulassung und Aufsicht durch die jeweils zuständige Behörde unterliegen, was eine angemessene Aufsicht und die ordnungsgemäße Überwachung der Risiken ermöglicht.

Ein System von Banken mit beschränkter Zulassung wurde als nachteilig für die Unabhängigkeit der Verbriefungszweckgesellschaften angesehen, da dann möglicherweise mehr Akteure die Verbriefungen in einer separaten Einrichtung verwalten würden, die zur selben konsolidierten Gruppe gehört. Stattdessen solle der Schwerpunkt darauf liegen, die Unabhängigkeit bei der Kontrolle, Verwaltung und Meldung der Verbriefungstransaktion gegenüber den Auftraggebern, Sponsoren und Anlegern zu gewährleisten. Darüber hinaus wiesen die Befragten auf potenzielle Risiken hin, die sich aus einem System von Banken mit beschränkter Zulassung ergeben würden. Sie gaben zu bedenken, dass dies zu einer höheren Risikokonzentration führen würde. Diese Dynamik würde der Logik der Risikodiversifizierung und der Risikominderung zuwiderlaufen, die dem Verbriefungsmarkt zugrunde liegt.

**Bewertung durch die Kommission**

Die Kommission ist der Auffassung, dass der derzeitige Rahmen angemessen funktioniert, da keine Mängel oder Probleme im Hinblick auf die Verbriefungszweckgesellschaften festgestellt wurden. In Anbetracht dessen besteht keine Notwendigkeit, den Rahmen für Verbriefungen zu ergänzen, indem ein System für Banken mit beschränkter Zulassung eingeführt wird, die die Funktion von Verbriefungszweckgesellschaften ausüben und das ausschließliche Recht besitzen, Risikopositionen von Originatoren anzukaufen und durch die angekauften Risikopositionen gedeckte Forderungen an Anleger zu verkaufen.

1. Rechtlicher Geltungsbereich

Bei der Verbriefungsverordnung handelt es sich in erster Linie um eine tätigkeitsbezogene Verordnung und nicht um eine reine Produktverordnung. Sie erlegt vor allem der Verkäuferseite (Originator, ursprünglicher Kreditgeber, Sponsor und Verbriefungszweckgesellschaft) und der Käuferseite (institutioneller Anleger), die an einer Verbriefung beteiligt sind, Verpflichtungen auf. Die Verbriefungsverordnung unterscheidet nicht zwischen EU-Verbriefungen und Verbriefungen, bei denen eine der Parteien in einem Drittland niedergelassen ist. Die Tatsache, dass eine oder mehrere Parteien einer Transaktion in einem Drittland niedergelassen sind, kann jedoch Fragen darüber aufwerfen, wie die Anforderungen der EU-Regelung in der Praxis von den EU-Parteien der Transaktion erfüllt werden sollen.

In der Stellungnahme des Gemeinsamen Ausschusses wurde auf Schwierigkeiten im Zusammenhang mit dem rechtlichen Geltungsbereich der Verbriefungsverordnung hingewiesen. Eine große Mehrheit der Teilnehmer an der Konsultation bestätigte diese Feststellung.

Die Kommission nimmt die gemeldeten Schwierigkeiten zur Kenntnis und stellt in den folgenden Unterabschnitten dieses Berichts, wie vom Gemeinsamen Ausschuss und den Interessengruppen gefordert, zu diesem Thema einige Leitlinien bezüglich der Auslegung zur Verfügung.

## 11.1 Pflichten der Verkäuferseite

**Hintergrund und Ergebnisse**

Die Artikel 6, 7 und 9 der Verbriefungsverordnung sehen bestimmte grundlegende Verpflichtungen vor, die aufgrund der während der Finanzkrise gesammelten Erfahrungen von allen an Verbriefungen beteiligten Parteien eingehalten werden müssen. Die in Rede stehenden Bestimmungen berücksichtigen nicht, ob die verpflichtete Partei innerhalb oder außerhalb der EU niedergelassen ist:

* Artikel 6 verpflichtet den Originator, den Sponsor oder den ursprünglichen Kreditgeber, einen Teil des Risikos der Transaktion zu behalten (einen materiellen Nettoanteil von mindestens 5 %).
* Artikel 7 verpflichtet den Originator, den Sponsor und die Verbriefungszweckgesellschaft, dem Anleger, den zuständigen Behörden und auf Anfrage den potenziellen Anlegern die aufgeführten Informationen zur Verfügung zu stellen.
* Um das problematische „Originate-to-Distribute-Modell“ künftig unmöglich zu machen, verpflichtet Artikel 9 Originatoren, Sponsoren und ursprüngliche Kreditgeber, bei Risikopositionen, die verbrieft werden sollen, dieselben soliden Kreditvergabekriterien anzuwenden wie bei nicht verbrieften Risikopositionen.

In der Stellungnahme des Gemeinsamen Ausschusses wurde die Besorgnis geäußert, dass diese grundlegenden Verpflichtungen bei einer Transaktion, an der sowohl innerhalb als auch außerhalb der EU niedergelassene Parteien auf der Verkäuferseite beteiligt sind, umgangen werden könnten, da die EU-Aufsichtsbehörden in Drittländern niedergelassene Parteien im Falle eines Verstoßes gegen diese Verpflichtungen nicht zur Rechenschaft ziehen können. Daher war der Gemeinsame Ausschuss der Ansicht, dass die Bestimmungen so ausgelegt werden sollten, dass:

* nur eine in der EU niedergelassene Einrichtung in der Lage sein sollte, das Risiko zu behalten;
* die Parteien verpflichtet sein sollten, die in der EU niedergelassene Einrichtung als benannte meldende Einrichtung auszuwählen;
* eine in der EU niedergelassene Einrichtung dafür verantwortlich sein sollte sicherzustellen, dass für verbriefte und für nicht verbriefte Risikopositionen dieselben soliden und klar definierten Kreditvergabekriterien gelten und dass die verbrieften Risikopositionen denselben Verfahren für die Genehmigung und Verlängerung von Krediten unterliegen wie die nicht verbrieften.

Der Gemeinsame Ausschuss schlug vor, dass diese Bestimmungen entsprechend präzisiert werden sollten.

Ferner stellte der Gemeinsame Ausschuss eine Unstimmigkeit zwischen Artikel 5 Absatz 1 Buchstabe b und Artikel 9 der Verbriefungsverordnung fest, ohne jedoch eine klare Empfehlung abzugeben, wie diese zu lösen ist: Gemäß Artikel 9 wird auch der Sponsor verpflichtet, eine solide Kreditvergabe sicherzustellen, während die entsprechende Sorgfaltspflicht in Artikel 5 Absatz 1 Buchstabe b den Sponsor nicht erwähnt.

Die Teilnehmer an der Konsultation reagierten wie folgt auf die Vorschläge des Gemeinsamen Ausschusses:

* Die Marktteilnehmer sprachen sich dagegen aus, den Risikoselbstbehalt nur auf in der EU niedergelassene Einrichtungen zu beschränken. Risikoträger sollten die Einrichtungen sein, die eine tatsächliche und ausreichende Kontrolle über das verbriefte Portfolio und eine Beteiligung daran haben; die Gerichtsbarkeit sollte keine Rolle spielen.
* Auch in Bezug auf die Transparenzanforderungen gemäß Artikel 7 der Verbriefungsverordnung sprach sich eine breite Mehrheit, vor allem Vertreter der Branche, dagegen aus, der in der EU niedergelassenen Einrichtung die Verpflichtung zur Offenlegung aufzuerlegen, und betonte, dass die am besten geeignete meldende Einrichtung möglicherweise nicht in der EU niedergelassen sei. Die meisten Aufsichtsbehörden, die geantwortet haben, sprachen sich eher für den Vorschlag des Gemeinsamen Ausschusses aus. Es ist jedoch anzumerken, dass nur wenige Aufsichtsbehörden geantwortet haben.
* Auch bei der Frage, ob die Überprüfung der Kreditvergabestandards gemäß Artikel 9 der Verbriefungsverordnung zwingend von der in der EU niedergelassenen Einrichtung durchgeführt werden sollte, waren die Meinungen geteilt. Drei Viertel der Befragten (darunter auch die meisten Branchenvertreter) sprachen sich dagegen aus, diese Aufgaben von der zuständigen Einrichtung auf eine in der EU niedergelassene Einrichtung zu übertragen.

Schließlich ergab die Konsultation einen breiten Konsens darüber, dass die festgestellte Unstimmigkeit zwischen Artikel 5 Absatz 1 Buchstabe b und Artikel 9 der Verbriefungsverordnung beseitigt werden sollte.

**Bewertung durch die Kommission**

Die Kommission stellt fest, dass die vom Gemeinsamen Ausschuss vorgeschlagene Auslegung der Artikel 6, 7 und 9 der Verbriefungsverordnung durch den Rechtstext nicht gestützt wird. Die Kommission hält eine derart enge Auslegung auch nicht für zwingend erforderlich, um die gesetzgeberische Absicht der Bestimmungen der Artikel 6, 7 und 9 zu erreichen, nämlich sicherzustellen, dass alle Verbriefungen, an denen EU-Parteien beteiligt sind, bestimmte strukturelle und qualitative Anforderungen erfüllen. Auch wenn es sicherlich wünschenswert ist, dass diese Anforderungen direkt von den EU-Aufsichtsbehörden durchgesetzt werden, sollte daran erinnert werden, dass dieses Ziel auch durch die Sorgfaltspflichten des institutionellen Anlegers gemäß Artikel 5 der Verbriefungsverordnung wirksam erreicht wird. Gemäß diesen Verpflichtungen müssen institutionelle Anleger vor einer Investition in eine Verbriefung prüfen, ob die Parteien auf der Verkäuferseite der Transaktion unabhängig von ihrem Standort die entsprechenden Verpflichtungen aus dieser Verordnung einhalten. Institutionelle Anleger aus der EU dürfen nicht in Verbriefungen investieren, wenn sich herausstellt, dass die Einrichtungen auf der Verkäuferseite diesen Verpflichtungen nicht nachkommen. Im Einzelnen:

* Der Hauptzweck der Anforderung in Bezug auf den Risikoselbstbehalt gemäß Artikel 6 der Verbriefungsverordnung besteht in der Abstimmung der Interessen des Emittenten und des Anlegers einer Verbriefung. Die Bestimmung liegt daher im Interesse des Anlegers. Die vom Gemeinsamen Ausschuss vorgeschlagene enge Auslegung des Artikels 6 wird daher nicht als notwendig erachtet, da die Pflicht zur Überprüfung durch den Anleger gemäß Artikel 5 wirksam sicherstellt, dass der Risikoselbstbehalt bei allen Verbriefungen, die von EU-Anlegern erworben werden, eingehalten wird. Wenn der Zweck der Bestimmung zum Risikoselbstbehalt auf diese Weise erfüllt werden kann, erscheint die stärker eingreifende Auslegung des Gemeinsamen Ausschusses oder eine diesbezügliche Änderung der Verbriefungsverordnung nicht erforderlich.
* Bei den Verpflichtungen nach Artikel 7 der Verbriefungsverordnung handelt es sich um gemeinsame Verpflichtungen, für die jede Einrichtung, ob Originator, Sponsor oder Verbriefungszweckgesellschaft der Verbriefung, in vollem Umfang haftet. Wenn also nur eine dieser Einrichtungen auf der Verkäuferseite in der EU niedergelassen ist, so ist sie rechtlich verpflichtet, alle in Artikel 7 geforderten Informationen offenzulegen, auch wenn sie nicht die Einrichtung ist, die für die Erfüllung der Offenlegungspflichten benannt wurde. Diese Verpflichtung kann gegenüber den Einrichtungen auf der Verkäuferseite in der EU durchgesetzt werden, selbst wenn die benannte meldende Einrichtung außerhalb der EU niedergelassen ist.
* Die Kommission ist der Auffassung, dass die Verpflichtung nach Artikel 9 der Verbriefungsverordnung nur von der kreditgewährenden Stelle sinnvoll erfüllt werden kann, unabhängig davon, ob sie in der EU niedergelassen ist oder nicht. Die Kommission stimmt zu, dass die Verpflichtung idealerweise überwacht und gegenüber einer EU-Einrichtung durchgesetzt werden sollte, und merkt an, dass die Anleger in der EU darauf hingewiesen werden müssen, dass dies möglicherweise nicht in jeder möglichen Konfiguration der Fall ist. Der in der EU niedergelassene Anleger darf nur in Transaktionen investieren, bei denen nachgewiesen werden kann, dass sie den Verpflichtungen gemäß Artikel 9 entsprechen.

Schließlich stellt die Kommission die Unstimmigkeit zwischen Artikel 5 Absatz 1 Buchstabe b und Artikel 9 fest und beabsichtigt, dieses Problem bei der nächsten Überarbeitung der Verbriefungsverordnung zu lösen. Die Kommission stellt fest, dass diese Unstimmigkeit in der Praxis keine nachteiligen Auswirkungen hat. Wenn es zutrifft, dass der Sponsor (im Sinne der Verbriefungsverordnung) keine Kreditvergabestandards anwendet, da er keine Kredite auf eigene Rechnung gewährt, kann Artikel 9 Absatz 1 dem Sponsor in der Praxis keine gültige direkte Verpflichtung auferlegen.

## 11.2 Pflichten der Käuferseite – Verfügbarkeit von Offenlegungen

**Hintergrund und Ergebnisse**

Gemäß Artikel 5 Absatz 1 Buchstabe e der Verbriefungsverordnung müssen institutionelle Anleger vor einer Investition in eine Verbriefung überprüfen, ob die gemäß Artikel 7 dieser Verordnung erforderlichen Informationen in der vorgesehenen Häufigkeit und nach den Modalitäten jenes Artikels zur Verfügung gestellt wurden. Für Investitionen in Verbriefungen aus Drittländern, bei denen keine der Parteien auf der Verkäuferseite in der EU niedergelassen ist, stellt sich die Frage, ob diese Investitionen nur dann zulässig sind, wenn die in Artikel 7 aufgeführten Informationen über die Muster der ESMA und – im Falle öffentlicher Verbriefungen – über ein Verbriefungsregister bereitgestellt werden. Darüber hinaus stellt sich die Frage, ob überprüft werden muss, ob die bereitgestellten Informationen in vollem Umfang den Anforderungen des technischen Regulierungsstandards der ESMA für die Offenlegung[[34]](#footnote-35) entsprechen und insbesondere, ob für alle der Verbriefung zugrunde liegenden Risikopositionen Daten auf Einzelkreditebene zur Verfügung gestellt werden. Diese Auslegung des Artikels 5 Absatz 1 Buchstabe e würde institutionelle Anleger aus der EU daran hindern, in Verbriefungen aus Drittländern zu investieren, die diese Bedingungen nicht erfüllen. Aus den Stellungnahmen des Gemeinsamen Ausschusses und den Rückmeldungen zur Konsultation geht eindeutig hervor, dass die Anforderungen gemäß Artikel 5 Absatz 1 Buchstabe e von den Marktteilnehmern derzeit unterschiedlich ausgelegt und angewendet werden.

Der Gemeinsame Ausschuss sprach sich in seiner Stellungnahme für mehr Flexibilität aus, sodass im Falle einer Verbriefung aus einem Drittland davon ausgegangen werden kann, dass die Überprüfung abgeschlossen ist, auch wenn nicht alle Transparenzanforderungen der EU in allen Einzelheiten erfüllt sind. Zu diesem Zweck schlug der Gemeinsame Ausschuss vor, eine „Gleichwertigkeitsregelung für Drittländer hinsichtlich der Transparenzanforderungen“ in Bezug auf Verbriefungen aus Drittländern einzuführen. Dies würde es ermöglichen, die Einhaltung der in Artikel 7 geforderten Transparenz bei Verbriefungen aus Drittländern zu überprüfen, wenn eine der Parteien auf der Verkäuferseite, die in einem Drittland niedergelassen ist, Informationen über die Verbriefung gemäß den für die Verbriefung geltenden Anforderungen ihres Landes vorgelegt hat und die Transparenzregeln dieses Landes für gleichwertig mit den Transparenzregeln der EU erklärt wurden.

In der Konsultation schloss sich eine überwältigende Mehrheit der Interessenträger aus der Branche der Forderung nach mehr Flexibilität an. Sie argumentierten, dass eine rechtliche Auslegung des Artikels 5 Absatz 1 Buchstabe e, die von institutionellen Anlegern bei Verbriefungen aus Drittländern verlangt, zu überprüfen, ob sie alle Informationen gemäß Artikel 7 erhalten haben, einen Wettbewerbsnachteil für institutionelle Anleger in der EU darstelle. Nur sehr wenige der Befragten sprachen sich für die Einführung einer Gleichwertigkeitsregelung aus, wie sie in der Stellungnahme des Gemeinsamen Ausschusses vorgeschlagen wird. Einige andere branchenfremde Befragte sprachen sich gegen eine größere Flexibilität bei Investitionen in Verbriefungen aus Drittländern aus, empfahlen jedoch eine allgemeine Vereinfachung der Informationspflichten.

**Bewertung durch die Kommission**

Die Kommission räumt ein, dass Artikel 5 Absatz 1 Buchstabe e Fragen zur rechtlichen Auslegung aufwirft, und nimmt die unterschiedlichen Auslegungen in dieser Frage zur Kenntnis. Die Kommission ist jedoch der Ansicht, dass die gesetzgeberische Absicht der Überprüfungspflicht gemäß Artikel 5 Absatz 1 Buchstabe e der Verbriefungsverordnung für die Auslegung dieser Bestimmung entscheidend ist. Aufgrund der Erfahrungen aus der großen Finanzkrise wollten die EU-Gesetzgeber sicherstellen, dass institutionelle Anleger in der EU bei Verbriefungen künftig vor jeder Investition ihrer Sorgfaltspflicht ordnungsgemäß nachkommen und über alle erforderlichen Informationen verfügen. Die Mitgesetzgeber haben in Artikel 7 die Informationen festgelegt, die den Anlegern offengelegt werden müssen. Eine Differenzierung des Umfangs der bereitzustellenden Informationen in Abhängigkeit davon, ob die Verbriefung von EU-Einrichtungen oder von in Drittländern niedergelassenen Einrichtungen begeben wurde, entspricht daher nicht der gesetzgeberischen Absicht, da es für die ordnungsgemäße Erfüllung der Sorgfaltspflicht durch die in der EU niedergelassenen institutionellen Anleger keine Rolle spielt, ob eine Verbriefung innerhalb oder außerhalb der EU begeben wurde. Daher ist es ohne eine Änderung der Rechtsvorschrift nicht angemessen, Artikel 5 Absatz 1 Buchstabe e so auszulegen, dass die Entscheidung, ob grundlegend vergleichbare Informationen bereitgestellt wurden oder nicht, im Ermessen der institutionellen Anleger liegt.

Ungeachtet dessen ist sich die Kommission bewusst, dass der derzeitige Wortlaut des Artikels 5 Absatz 1 Buchstabe e in Verbindung mit den Vorschriften gemäß Artikel 7 (und wiederum in Verbindung mit dem entsprechenden technischen Standard) institutionelle Anleger aus der EU de facto von Investitionen in bestimmte Verbriefungen aus Drittländern ausschließt. Das liegt nicht daran, dass diese Transaktionen den EU-Rechtsrahmen im Wesentlichen nicht einhalten können, sondern einfach daran, dass die Parteien auf der Verkäuferseite in Drittländern möglicherweise nicht daran interessiert sind, die erforderlichen Informationen gemäß den in Artikel 7 festgelegten Verfahren bereitzustellen. Auch wenn diese Frage im Rahmen einer künftigen Änderung der Verbriefungsverordnung eingehend geprüft werden sollte, ist die Kommission der Ansicht, dass die geplanten Maßnahmen zur Änderung der technischen Standards, in denen die Transparenzanforderungen des Artikels 7 festgelegt sind (siehe Abschnitte 5 und 6), dazu beitragen könnten, den Wettbewerbsnachteil für institutionelle Anleger aus der EU zu verringern. Denn dies erleichtert auch Verkäufern aus Drittländern die Bereitstellung der erforderlichen Informationen.

## 11.3 Verpflichtungen der Käuferseite – Verwalter alternativer Investmentfonds als Anleger

**Hintergrund und Ergebnisse**

In der Stellungnahme des Gemeinsamen Ausschusses wurde auf die Notwendigkeit bestimmter rechtlicher Klarstellungen in Bezug auf Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM), die als institutionelle Anleger bei Verbriefungen auftreten, hingewiesen. Zum einen sei unklar, ob ein nicht in der EU niedergelassener AIFM, der alternative Investmentfonds (AIF) in der EU verwaltet oder vertreibt, in den Geltungsbereich der Definition eines institutionellen Anlegers der Verbriefungsverordnung fällt, auch wenn der Vertrieb in der EU nur auf der Grundlage einer Privatplatzierung erfolgt. Darüber hinaus sei unklar, ob die Definition des institutionellen Anlegers (der den umfangreichen Sorgfaltspflichten unterliegt) auch „unter dem Schwellenwert liegende“ AIFM einschließt.[[35]](#footnote-36)

Die Konsultation ergab eine klare Mehrheit für Klarstellungen, allerdings mit gegensätzlichen Ansichten darüber, wie die Klarstellungen formuliert werden sollten. Die Befürworter der Einbeziehung sowohl von AIFM unterhalb des Schwellenwerts als auch von AIFM aus Drittländern, die AIF in der EU vertreiben und verwalten, betonen die Notwendigkeit, gleiche Wettbewerbsbedingungen für alle auf dem Verbriefungsmarkt tätigen AIFM zu schaffen.

Andererseits stellten einige der Befragten in Frage, ob die Einbeziehung unter dem Schwellenwert liegender AIFM verhältnismäßig sei. Die Befragten, die sich gegen die Anwendung der Sorgfaltspflichten der EU auf AIFM aus Drittländern aussprachen, die Fonds in der EU verwalten oder vertreiben, betonten, dass eine solche Auslegung die Verbriefungsverordnung exterritorial machen würde. Sie wiesen zudem darauf hin, dass dies zu einer ungerechtfertigten Unterscheidung zwischen Fonds und anderen Produkten führen würde, für die die Sorgfaltspflichten von der Regulierungsbehörde des Herkunftslandes des institutionellen Anlegers geregelt würden. Schließlich merkten einige Befragte an, dass der Rechtstext in seiner jetzigen Form im Hinblick auf die Frage, ob die Verpflichtung eines in einem Drittland niedergelassenen AIFM zur Anwendung der EU-Vorschriften über die Sorgfaltspflicht auf die in der EU verwalteten und vertriebenen Fonds beschränkt sei, oder ob sich diese Verpflichtung, sobald der AIFM einen Fonds in der EU verwaltet oder vertreibt, auf alle von diesem Drittland-AIFM vertriebenen oder verwalteten Fonds erstrecke, unklar sei.

**Bewertung durch die Kommission**

Die Kommission stellt fest, dass Artikel 2 Nummer 12, d. h. die Begriffsbestimmung des Ausdrucks „institutioneller Anleger“ für die Zwecke der Verbriefungsverordnung, unter Buchstabe d ausdrücklich auf die Bestimmung in der Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM-Richtlinie) verweist, deren Definition eines „AIFM“ nicht zwischen oberhalb oder unterhalb dem vorstehend genannten Schwellenwert liegenden Einrichtungen unterscheidet. Der Wortlaut des Gesetzes legt daher eindeutig fest, dass auch unter dem Schwellenwert liegende AIFM als institutionelle Anleger im Sinne der Verbriefungsverordnung anzusehen sind. Diese Auslegung wird auch durch die gesetzgeberische Absicht der Sorgfaltspflichten in Artikel 5 gestützt, die darin besteht, Anleger aus der EU vor dem Risiko einer künftigen Investition in Verbriefungen ohne vorherige Erfüllung der Sorgfaltspflicht und ohne ein angemessenes Verständnis des erworbenen Produkts zu schützen.

Die gesetzgeberische Absicht liefert auch starke Argumente für die Auslegung der Kommission, dass AIFM aus Drittländern, die Fonds in der EU vertreiben und verwalten, die Sorgfaltspflichten der Verbriefungsverordnung für alle ihre Verbriefungsinvestitionen erfüllen müssen. Würden AIFM aus Drittländern, die Fonds in der EU vertreiben, von den Sorgfaltspflichten ausgenommen, könnte dies den vom Gesetzgeber beabsichtigten umfassenden Anlegerschutz untergraben. Durch diese Auslegung werden die Vorschriften nicht „exterritorial“, da sie eine Tätigkeit – die Verwaltung oder den Vertrieb eines Fonds in der EU – regeln, die innerhalb der EU stattfindet. In Anbetracht der gesetzgeberischen Absicht wird zudem deutlich, dass der weit gefasste Wortlaut des Artikels 2 Nummer 12 Buchstabe d der Verbriefungsverordnung nur für die Fonds gelten soll, die der AIFM aus einem Drittland in der EU vertreibt und verwaltet, aber nicht so auszulegen ist, dass er auch die Verwaltungs- und Vertriebstätigkeiten des AIFM umfasst, bei denen keine Verbindung zur EU besteht. Die Kommission wird eine Änderung des Wortlauts des Artikels 2 Nummer 12 Buchstabe d in Erwägung ziehen, um insbesondere jede Art von Rechtsunsicherheit in einem künftigen Vorschlag zur Änderung der Verbriefungsverordnung zu beseitigen.

# 12. Aufsicht über Verbriefungen

**Hintergrund und Ergebnisse**

Der Bericht des Gemeinsamen Ausschusses konzentrierte sich auf die Aufsicht über die Sorgfaltspflicht, den Risikoselbstbehalt, die Transparenz, private Verbriefungen und STS-Anforderungen. Obgleich einige mögliche Probleme bei der Marktaufsicht festgestellt wurden, forderte man im Bericht keine Gesetzesänderungen, sondern empfahl, den Aufsichtsbehörden weitere Leitlinien zur Verfügung zu stellen und Klarheit zu schaffen, um eine effiziente und einheitliche Umsetzung der Verbriefungsverordnung zu gewährleisten. Darüber hinaus wurde im Bericht des Gemeinsamen Ausschusses darauf hingewiesen, dass es für die Aufsichtsbehörden schwierig sei, auf Informationen zu einer privaten Verbriefung zuzugreifen, da diese nicht über ein Verbriefungsregister zur Verfügung gestellt werden.

In der Konsultation berichteten die Marktteilnehmer von Unterschieden bei den Aufsichtskonzepten der Mitgliedstaaten und betonten, dass dies zu Unsicherheit führen könnte. Es wurde angeführt, dass die zuständigen Behörden die Verbriefungsverordnung unterschiedlich auslegten und in unterschiedlichem Maße in den Aufsichtsprozess eingebunden seien.

Insgesamt forderten die Interessenträger Kohärenz, eine stärkere Koordinierung zwischen den Aufsichtsbehörden (da häufig mehrere zuständige Behörden an der Aufsicht über eine Transaktion beteiligt sind) und einen verhältnismäßigen Ansatz zur Vermeidung unterschiedlicher Praktiken. Sie betonten, dass keine zusätzlichen Anforderungen erforderlich seien, auch nicht durch technische Regulierungsstandards, und sprachen sich stattdessen für aufsichtsrechtliche Leitlinien des Gemeinsamen Ausschusses der ESA aus.

Schließlich sprachen sich einige zuständige Behörden für eine federführende Aufsichtsbehörde aus, die aus den an einer Verbriefung beteiligten zuständigen Behörden ausgewählt werden solle. Ihrer Ansicht nach würde die federführende Aufsichtsbehörde den Informationsaustausch zwischen den Aufsichtsbehörden koordinieren, insbesondere in einem Kontext, in dem verschiedene Aufsichtsbehörden an der Überprüfung der Einhaltung der verschiedenen Anforderungen der Verbriefungsverordnung beteiligt sind.

**Bewertung durch die Kommission**

Die Kommission räumt ein, dass die zuständigen Behörden möglicherweise mehr Zeit benötigen, um ausreichende Erfahrungen zu sammeln, was zum Teil auf die verspätete Annahme einiger technischer Regulierungsstandards zurückzuführen ist. Dennoch wurden bisher keine größeren Mängel bei der Aufsicht gemeldet, insbesondere keine Probleme, die eine Änderung der Rechtsvorschriften erfordern. Die Kommission betrachtet dies als einen Hinweis auf die allgemeine Angemessenheit des Aufsichtsrahmens.

Aktuell wurden jedoch einige Fragen aufgeworfen, bei denen eine stärkere Konvergenz und eine bessere Koordinierung zwischen den Aufsichtsbehörden von Vorteil wären. Die Kommission ist der Auffassung, dass unterschiedliche Aufsichtspraktiken und die daraus resultierende Rechtsunsicherheit zu ungleichen Wettbewerbsbedingungen führen und dem Wachstum des Verbriefungsmarktes schaden könnten. Es sollten Leitlinien zur Verfügung gestellt werden, um Unterschiede bei der Auslegung der Verbriefungsverordnung und bei der Einbindung der zuständigen Behörden in den Aufsichtsprozess zu vermeiden. Insbesondere sollte sichergestellt werden, dass die zuständigen Behörden ihre Vorgehensweisen bei der Überwachung der Einhaltung der STS-Anforderungen stärker harmonisieren. Solche Leitlinien könnten vom Gemeinsamen Ausschuss bereitgestellt werden, um ein gemeinsames Verständnis der Vorschriften, bewährten Verfahren und Aufsichtsinstrumente zu entwickeln und so ein gemeinsames Aufsichtskonzept auf EU-Ebene zu gewährleisten.

Die Kommission ist sich bewusst, dass der Verbriefungsmarkt nicht überall in der EU gleich entwickelt ist und dass sich dies auf den Erfahrungsstand der verschiedenen Aufsichtsbehörden auswirkt. Daher stimmt die Kommission der Empfehlung im Bericht des Gemeinsamen Ausschusses zu, einen gemeinsamen EU-Leitfaden über bewährte Verfahren für die nationalen Aufsichtsbehörden auszuarbeiten.

Vergleichende Analysen sind ein weiteres wichtiges und wirksames Instrument zur Förderung der Konvergenz, und sie könnten aussagekräftige Erkenntnisse über die unterschiedlichen Methoden der zuständigen Behörden in Bezug auf die von den Interessenträgern gemeldeten STS-Kriterien liefern. Daher bedauert die Kommission, dass trotz der Verpflichtung gemäß Artikel 36 Absatz 7 der Verbriefungsverordnung keine vergleichenden Analysen zur Umsetzung der STS-Kriterien durchgeführt wurden oder in naher Zukunft geplant sind. Das Frage-und-Antwort-Verfahren hat sich als wirksames Instrument zur Sicherstellung der Konvergenz erwiesen, und es sollte eine rasche Beantwortung der aufgeworfenen Fragen sichergestellt werden.

Wie auch im Bericht des Gemeinsamen Ausschusses im Hinblick auf die STS-Anforderungen hervorgehoben wurde, führt die Fragmentierung der Aufsichtsbefugnisse bis zu einem gewissen Grad zu Problemen beim Aufbau von Fachwissen und Erfahrung im Bereich der Aufsicht. In dieser Hinsicht hält es die Kommission langfristig für sinnvoll, gründlich zu prüfen, ob eine federführende Aufsichtsbehörde eingesetzt werden könnte. Dabei sollte auch geprüft werden, welches Instrument am besten geeignet ist, um dies voranzutreiben, z. B. durch Leitlinien für die Aufsichtsbehörden oder durch eine Änderung der Verbriefungsverordnung.

In Bezug auf die vorgeblichen Schwierigkeiten der Aufsichtsbehörden beim Zugang zu Informationen über private Verbriefungen stellt die Kommission schließlich fest, dass die gesetzliche Verpflichtung der Verkäuferseite, der Aufsichtsbehörde die Informationen gemäß Artikel 7 zur Verfügung zu stellen, nicht zwischen privaten und öffentlichen Transaktionen unterscheidet. Ferner ist die Kommission der Ansicht, dass die Verbriefungsverordnung alle Aufsichtsinstrumente vorsieht, die zur Durchsetzung dieser Verpflichtung erforderlich sein könnten.

# 13. Aufsichtsrechtliche Behandlung von Verbriefungen

Die Kommission ist verpflichtet, den Mitgesetzgebern gemäß Artikel 519a der Kapitaladäquanzverordnung einen Bericht über die Anwendung bestimmter Bestimmungen des Verbriefungsteils dieser Verordnung vorzulegen, und sie „trägt darin unter anderem aus makroprudenzieller und wirtschaftlicher Perspektive den Entwicklungen an den Verbriefungsmärkten Rechnung“. Dieser Bericht sollte gegebenenfalls um einen Gesetzgebungsvorschlag ergänzt werden. Bei der Ausarbeitung eines solchen Berichts hielt es die Kommission für angemessen, angesichts der schwierigen Marktbedingungen der letzten Jahre eine umfassende Leistungsbewertung des Aufsichtsrahmens für Verbriefungen insgesamt vorzunehmen.

***Beratungsersuchen***

Vor diesem Hintergrund enthielt die Konsultation verschiedene Fragen zur Funktionsweise des EU-Aufsichtsrahmens für Verbriefungen. Darüber hinaus richtete die Kommission am 17. Oktober 2021 ein Beratungsersuchen an den Gemeinsamen Ausschuss der ESA und bat ihn zu bewerten, ob der Aufsichtsrahmen für Verbriefungen sein beabsichtigtes Ziel erreicht hat, zur Erholung des EU-Verbriefungsmarktes beizutragen und dabei ein angemessenes Maß an Vorsicht zu wahren. Der Gemeinsame Ausschuss wurde gebeten, seine Empfehlung bis zum 1. September 2022 abzugeben.

Die Kommission prüft zudem die Angemessenheit der Kalibrierung der Eigenmittelanforderungen für Investitionen in Verbriefungstranchen durch Versicherungs- und Rückversicherungsunternehmen. Diese Fragen waren ebenfalls Bestandteil der vorstehend genannten Konsultation und des Beratungsersuchens an den Gemeinsamen Ausschuss der ESA.

Die Kommission wird die Stellungnahmen und Empfehlungen des Gemeinsamen Ausschusses abwarten. Unter Berücksichtigung der im Rahmen der Konsultation erhaltenen Empfehlungen und Rückmeldungen wird die Kommission die Angemessenheit und Zweckmäßigkeit möglicher Änderungen des Aufsichtsrahmens für Verbriefungen bewerten.

***Übertragung eines signifikanten Risikos***

Eines der Hauptziele von Verbriefungen aus Sicht des Originators besteht darin, eine Kapitalentlastung in Bezug auf das Portfolio der verbrieften Vermögenswerte zu erreichen, verglichen mit der Höhe der aufsichtsrechtlich geforderten Eigenmittel, die der Originator in Bezug auf dasselbe Portfolio halten muss, bevor er die Verbriefung durchführt.

Das Erreichen einer Kapitalentlastung unterliegt den verschiedenen quantitativen und qualitativen Bedingungen, die in den Artikeln 244 und 245 der Kapitaladäquanzverordnung (dem „Rahmen für die Übertragung eines signifikanten Risikos“) aufgeführt werden und die sicherstellen, dass der Originator kein wesentliches Risiko einer unzureichenden Kapitalausstattung in Bezug auf das Portfolio verbriefter Vermögenswerte eingeht. Dementsprechend müssen die zuständigen Behörden prüfen, ob Verbriefungen, für die Originatoren eine Kapitalerleichterung beantragen, die in diesen Artikeln festgelegten Bedingungen für die Übertragung eines signifikanten Risikos erfüllen.

Der Rahmen für die Übertragung eines signifikanten Risikos ist daher notwendig, um die Sicherheit und Solidität der kreditgewährenden Banken zu gewährleisten und das allgemeine Marktvertrauen zu fördern.

In ihrem Bericht vom 23. November 2020[[36]](#footnote-37) gab die EBA der Kommission mehrere Empfehlungen zur Harmonisierung der Methoden und Verfahren zur Übertragung eines signifikanten Risikos. Schließlich nahm die EBA auch Empfehlungen zur Vereinfachung und Verbesserung der in den Artikeln 245 und 246 der Kapitaladäquanzverordnung festgelegten Prüfung der Übertragung eines signifikanten Risikos auf.

Die Branche wies darauf hin, dass der Rahmen für die Übertragung eines signifikanten Risikos mehrere Hindernisse für eine reibungslose und wirksame Funktionsweise des Verbriefungsmarktes aufwirft, und sprach sich für eine transparentere, kohärentere und effizientere Anwendung des Rahmens aus. Die Kommission holte im Rahmen der Konsultation Rückmeldungen der Branche zu ausgewählten Aspekten des EBA-Berichts zur Übertragung eines signifikanten Risikos ein.

Angesichts der Empfehlungen der EBA und der Rückmeldungen der Branche prüft die Kommission derzeit, ob es sinnvoll und zweckmäßig ist, die in Artikel 244 Absatz 6 und Artikel 245 Absatz 6 der Kapitaladäquanzverordnung festgelegten Befugnisse zu nutzen, um die Harmonisierung des Rahmens für die Übertragung eines signifikanten Risikos zu verbessern und ihn effizienter, transparenter und kohärenter zu gestalten.

# 14. Fazit

Der neue Verbriefungsrahmen der EU trat erst im Jahr 2019 in Kraft, und einige neue Elemente wurden erst im April 2021 hinzugefügt. Die vollständige Umsetzung des Rahmens ist noch nicht abgeschlossen, und einige technische Regulierungsstandards sind noch in Vorbereitung. Ebenso sind sowohl die Marktteilnehmer als auch die Aufsichtsbehörden noch dabei, die Rechtsvorschriften in die Praxis umzusetzen, wie beispielsweise die Fragen zum rechtlichen Geltungsbereich zeigen.

Daher ist die Kommission der Ansicht, dass mehr Zeit benötigt wird, um sich ein vollständiges Bild von den Auswirkungen des neuen Verbriefungsrahmens zu machen. Das gilt umso mehr, als außergewöhnliche externe Faktoren wie die COVID-19-Pandemie und die lockere Geldpolitik der Zentralbanken während dieses Zeitraums eine wichtige Rolle dabei gespielt haben könnten, wie sich der Verbriefungsmarkt der EU seit dem Inkrafttreten des neuen Rahmens entwickelt hat bzw. nicht entwickelt hat.

Dennoch ist diese gesetzlich vorgeschriebene Überprüfung eine gute Gelegenheit, eine vorläufige Bilanz zu ziehen und zu entscheiden, ob es Bereiche gibt, die ein sofortiges Handeln erfordern. Unter Berücksichtigung aller eingegangenen Beiträge ist die Kommission der Ansicht, dass die Verbriefungsverordnung wesentlich dazu beiträgt, das Kernziel der Rechtsvorschriften von 2017 zu erreichen, nämlich einen Verbriefungsmarkt in der EU zu begründen, der zur Finanzierung der Wirtschaft beiträgt, ohne Risiken für die Finanzstabilität zu schaffen. Die neue Kennzeichnung von STS-Verbriefungen ist ein Baustein auf dem Weg zu diesem Ziel und trägt dazu bei, das Stigma zu beseitigen, unter dem die Verbriefungsmärkte der EU seit der großen Finanzkrise leiden. Insgesamt scheint der Markt recht gut zu funktionieren, auch wenn sich die Erwartungen an einen hochdynamischen Markt mit steigenden Volumina und wachsender Teilnehmerzahl noch nicht erfüllt zu haben scheinen.

Diese erste offizielle Bestandsaufnahme des neuen Verbriefungsrahmens hat jedoch auch eine Reihe von Fragen zum neuen Rahmen aufgeworfen, von denen angenommen wird, dass sie dazu beigetragen haben, dass der Verbriefungsmarkt der EU bislang nicht so stark gewachsen ist, wie die Initiatoren des neuen Rahmens gehofft hatten.

In Bezug auf die aufsichtsrechtliche Behandlung von Verbriefungen, die von vielen Interessenträgern der Branche als konservativer angesehen wird als bei vergleichbaren Produkten mit ähnlichem Risikoprofil, hat die Kommission ein Beratungsersuchen an den Gemeinsamen Ausschuss der Europäischen Aufsichtsbehörden gerichtet, um die Lage eingehender zu analysieren. Sobald die Kommission eine Antwort erhalten hat, wird sie beurteilen, ob Anpassungen erforderlich sind.

Die Bedenken hinsichtlich des anderen Teils des neuen Rahmens, der Verbriefungsverordnung, konzentrieren sich vor allem auf das Vorbringen der Marktteilnehmer, dass die Einhaltung der derzeitigen Transparenzanforderungen ressourcenintensiv sei, ohne einen großen Mehrwert für den Anleger zu erbringen, insbesondere im Falle von privaten Transaktionen. Insgesamt räumt die Kommission ein, dass Raum für Verbesserungen besteht, ist jedoch der Ansicht, dass die im Rahmen der Überprüfung festgestellten Mängel ohne Änderung der Verbriefungsverordnung behoben werden könnten. Vor diesem Hintergrund fordert die Kommission die ESMA auf, die technischen Regulierungs- und Durchführungsstandards, in denen die Einzelheiten der Transparenzregelung festgelegt sind, zu überarbeiten.

In Bezug auf einen „grünen“ Verbriefungsrahmen stellt der rechtliche Auftrag die Frage, wie die Verbriefung genutzt werden kann, um die Finanzierung des Übergangs zu einer nachhaltigen EU-Wirtschaft zu unterstützen und gleichzeitig die Gefahr des Greenwashing zu vermeiden, zum richtigen Zeitpunkt in den Mittelpunkt. Die Kommission stimmt dem Bericht der EBA zu, dass kurz- und mittelfristig kein Bedarf für eine separate Kennzeichnung grüner Verbriefungen besteht, und fordert die Mitgesetzgeber stattdessen auf, das Thema in geeigneter Weise in den laufenden Verhandlungen über die Schaffung eines EuGBS zu behandeln. Nach Ansicht der Kommission ist es nicht nur wichtig, dem Verbriefungsmarkt die Möglichkeit zu geben, eine Rolle beim ökologischen Wandel zu spielen, um den Nutzen der Verbriefung für die Gesellschaft weiter zu erhöhen, sondern auch, um die künftige Entwicklung des Verbriefungsmarktes der EU selbst zu fördern.

Die Kommission bleibt dem Ziel verpflichtet, einen Rahmen für einen florierenden und stabilen Verbriefungsmarkt in der EU zu schaffen. Ein solcher Markt ist ein unverzichtbarer Baustein für eine echte Kapitalmarktunion und könnte für die Bewältigung der Herausforderungen hinsichtlich der Finanzierung der Wirtschaftstätigkeit in dem sich derzeit deutlich verschärfenden Marktumfeld noch wichtiger werden. Die Kommission wird den Verbriefungsmarkt daher weiterhin genau beobachten und gegebenenfalls eingreifen, um die Vorteile eines florierenden Verbriefungsmarktes für die EU voll auszuschöpfen.

1. Siehe Arbeitsunterlage der Kommissionsdienststellen, Folgenabschätzung zum Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates zur Festlegung gemeinsamer Vorschriften für Verbriefungen und zur Schaffung eines europäischen Rahmens für einfache und transparente Verbriefungen sowie zur Änderung der Richtlinien 2009/65/EG, 2009/138/EG, 2011/61/EU und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 648/2012 und Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 575/2013 über Aufsichtsanforderungen an Kreditinstitute und Wertpapierfirmen vom 30.9.2015 (SWD(2015) 185 final). [↑](#footnote-ref-2)
2. The case for a better functioning securitisation market in the European Union: A Discussion Paper (Argumente für einen besser funktionierenden Verbriefungsmarkt in der Europäischen Union: Ein Diskussionspapier), Bank of England und Europäische Zentralbank, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb-boe_case_better_functioning_securitisation_marketen.pdf>. [↑](#footnote-ref-3)
3. Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion vom 20.9.2015 (COM(2015) 468 final), [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/?uri=CELEX%3A52015DC0468.](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/?uri=CELEX%3A52015DC0468) [↑](#footnote-ref-4)
4. Verordnung (EU) 2017/2402 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 12. Dezember 2017 zur Festlegung eines allgemeinen Rahmens für Verbriefungen und zur Schaffung eines spezifischen Rahmens für einfache, transparente und standardisierte Verbriefung und zur Änderung der Richtlinien 2009/65/EG, 2009/138/EG, 2011/61/EU und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 648/2012. [↑](#footnote-ref-5)
5. Verordnung (EU) Nr. 575/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013 über Aufsichtsanforderungen an Kreditinstitute und Wertpapierfirmen und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012 (ABl. L 176 vom 27.6.2013, S. 1). [↑](#footnote-ref-6)
6. Richtlinie 2009/138/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 25. November 2009 betreffend die Aufnahme und Ausübung der Versicherungs- und der Rückversicherungstätigkeit (Solvabilität II) (ABl. L 335 vom 17.12.2009, S. 1). [↑](#footnote-ref-7)
7. Richtlinie 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 13. Juli 2009 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) (ABl. L 302 vom 17.11.2009, S. 32). [↑](#footnote-ref-8)
8. Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8. Juni 2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinien 2003/41/EG und 2009/65/EG und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 1095/2010 (ABl. L 174 vom 1.7.2011, S. 1). [↑](#footnote-ref-9)
9. Eine True-Sale-Verbriefung beinhaltet die Übertragung des wirtschaftlichen Interesses an den verbrieften Risikopositionen, indem das Eigentum an diesen Risikopositionen auf eine Verbriefungszweckgesellschaft übertragen wird. [↑](#footnote-ref-10)
10. Siehe <https://ec.europa.eu/info/publications/200722-proposal-capital-markets-recovery_de>. [↑](#footnote-ref-11)
11. Im Gegensatz zu einer True-Sale-Verbriefung wird bei einer synthetischen Verbriefung das Kreditrisiko, das mit einem zugrunde liegenden Pool von Darlehen verbunden ist, durch den Einsatz von Kreditderivaten oder Garantien übertragen, und die verbrieften Risikopositionen bleiben Risikopositionen des Originators. [↑](#footnote-ref-12)
12. Maßnahme 6 des Aktionsplans: [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/?uri=COM:2020:590:FIN](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/HTML/?uri=CELEX:52020DC0590&from=EN). [↑](#footnote-ref-13)
13. Stellungnahme der ESA an die Europäische Kommission über den rechtlichen Geltungsbereich der Verbriefungsverordnung, JC 2021 16, <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/jc_2021_16_-_esas_opinion_on_jurisdictional_scope_of_application_of_the_securitisation_regulation_003.pdf>. [↑](#footnote-ref-14)
14. Abschlussbericht des hochrangigen Forums zur Kapitalmarktunion „A new vision for Europe’s capital markets“ (Eine neue Vision für die europäischen Kapitalmärkte), <https://ec.europa.eu/info/files/200610-cmu-high-level-forum-final-report_en>. [↑](#footnote-ref-15)
15. Bericht des Gemeinsamen Ausschusses über die Umsetzung und Funktionsweise der Verbriefungsverordnung JC 2021 31, <https://www.eiopa.europa.eu/document-library/report/joint-committee-report-implementation-and-functioning-of-securitisation_en>. [↑](#footnote-ref-16)
16. <https://finance.ec.europa.eu/document/download/4ce4c935-06eb-4a35-a475-3b7224982242_en?filename=2021-eu-securitisation-framework-summary-of-responses_en.pdf> [↑](#footnote-ref-17)
17. <https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/About%20Us/Missions%20and%20tasks/Call%20for%20Advice/2021/CfA%20to%20JC%20for%20securitisation%20in%20prudential%20framework%20review/1022482/CfA%20cover%20letter_final.pdf> [↑](#footnote-ref-18)
18. Europäische Benchmarking-Studie für private Verbriefungen vom 1. Dezember 2021, <https://www.afme.eu/publications/reports/details/European-Benchmarking-Exercise-EBE-for-Private-Securitisations>. [↑](#footnote-ref-19)
19. Die Zahlen enthalten keine besicherten Darlehenstitel. Quelle: Bericht der AFME über Verbriefungsdaten im vierten Quartal 2021 und im Gesamtjahr 2021 vom 15. März 2022. [↑](#footnote-ref-20)
20. Beim Vergleich mit dem Verbriefungsmarkt der Vereinigten Staaten sollten die unterschiedliche Struktur dieses Marktes, der von den Tätigkeiten staatlich geförderter Einrichtungen dominiert wird, auf die der überwiegende Anteil der Verbriefungsemissionen in den USA entfällt, sowie die Unterschiede in den Rechnungslegungs- und Aufsichtsvorschriften berücksichtigt werden. [↑](#footnote-ref-21)
21. Die ersten bilanzwirksamen STS-Verbriefungen wurden der ESMA am 22. Juni 2021 gemeldet. [↑](#footnote-ref-22)
22. European DataWarehouse (EDW) ist eines der beiden bisher zugelassenen Verbriefungsregister. Verbriefungsregister haben die Aufgabe, Daten über Verbriefungen in der EU zentral zu sammeln und sie den Anlegern und Aufsichtsbehörden zur Verfügung zu stellen. [↑](#footnote-ref-23)
23. Die EBA hat kürzlich eine aktualisierte Fassung der vorstehend genannten technischen Standards angenommen, nachdem die Bestimmungen zum Risikoselbstbehalt im Rahmen des Maßnahmenpakets für die Erholung der Kapitalmärkte geändert wurden. Der Abschlussbericht wurde der Kommission am 12. April 2022 übermittelt. [↑](#footnote-ref-24)
24. Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Rat, die Europäische Zentralbank, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen – Gleichwertigkeit im Bereich der Finanzdienstleistungen (COM(2019) 349 final). [↑](#footnote-ref-25)
25. Gemäß Artikel 36 Absatz 7 der Verbriefungsverordnung. [↑](#footnote-ref-26)
26. <https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Publications/Reports/2022/1027593/EBA%20report%20on%20sustainable%20securitisation.pdf> [↑](#footnote-ref-27)
27. [EBA empfiehlt Anpassungen des vorgeschlagenen Standards für europäische grüne Anleihen in Bezug auf Verbriefungstransaktionen (in englischer Sprache)| Europäische Bankenaufsichtsbehörde (europa.eu)](https://www.eba.europa.eu/eba-recommends-adjustments-proposed-eu-green-bond-standard-regards-securitisation-transactions). [↑](#footnote-ref-28)
28. Über Darlehen für Wohnimmobilien oder Darlehen für Kfz-Käufe oder ‑Leasinggeschäfte hinaus. [↑](#footnote-ref-29)
29. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/?uri=CELEX:52021PC0391> [↑](#footnote-ref-30)
30. <https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/european-green-bond-standard_en> [↑](#footnote-ref-31)
31. Nach Schätzungen der EBA zum Umfang der Vermögenswerte in den EU-Banken, die der Taxonomie entsprechen, würde sich der maximale jährliche Pool grüner Verbriefungen – unter der Annahme, dass sie in vollem Umfang durch der Taxonomie entsprechende Vermögenswerte abgesichert sind – auf 15,6 Mrd. EUR belaufen. [↑](#footnote-ref-32)
32. Verordnung EU 2019/2088 des Europäischen Parlaments und des Rates über nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten im Finanzdienstleistungssektor. [↑](#footnote-ref-33)
33. Artikel 22 Absatz 6 der Verbriefungsverordnung. [↑](#footnote-ref-34)
34. Delegierte Verordnung (EU) 2020/1224 der Kommission vom 16. Oktober 2019 zur Ergänzung der Verordnung (EU) 2017/2402 des Europäischen Parlaments und des Rates durch technische Regulierungsstandards zur Festlegung der Informationen, die von Originator, Sponsor und Verbriefungszweckgesellschaft zu den Einzelheiten von Verbriefungen bereitzustellen sind (ABl. L 289 vom 3.9.2020, S. 1). [↑](#footnote-ref-35)
35. AIFM, die unter dem Schwellenwert liegen, sind kleine AIFM, die von einer De-minimis-Freistellung profitieren und daher nur die Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds (und die Durchführungsbestimmungen des jeweiligen Mitgliedstaates) in Bezug auf die Registrierungs- und Meldepflichten einhalten müssen, aber nicht vom Marketing-Pass profitieren. [↑](#footnote-ref-36)
36. Bericht über die Harmonisierung der Methoden und Verfahren zur Übertragung eines signifikanten Risikos für die Zwecke des delegierten Rechtsakts gemäß Artikel 244 Absatz 6 und Artikel 245 Absatz 6 der Kapitaladäquanzverordnung (in englischer Sprache), <https://www.eba.europa.eu/eba-calls-european-commission-harmonise-significant-risk-transfer-assessment-securitisation>. [↑](#footnote-ref-37)