Helaba

Im Fokus: Covered Bonds
15. Mai 2026

Besseres Risikogewicht zunächst vom Tisch



Florian Hillenbrand, CFA
Senior Covered Bond Analyst
T 069/91 32-40 79

In einer Pressemitteilung informiert die EU-Kommission über den Vorschlag und den Ausgang der dazugehörigen Abstimmung über Änderungen der CRR (EU 575/2013) in Bezug auf Risikogewichte von Verbriefungstransaktionen und implizit auch von Covered Bonds. Die kurze Geschichte: bestimmte Verbriefungstransaktionen kommen in den Genuss eines 5 % Risikogewichtes – die Nichterwähnung von Covered Bonds ist gleichbedeutend mit der Beibehaltung des 10 % Risikogewichtes im Standardansatz. Was sich zunächst anhört wie das Ende des Siegeszugs des Covered Bonds durch die regulatorischen Instanzen ist jedoch bei näherer Betrachtung nicht ganz so dramatisch wie der erste Blick vermuten lässt – weshalb es sich lohnt, auch einen detaillierteren Blick auf den Sachverhalt zu werfen.

Was regulatorisches Eigenkapital können muss und wie Risikogewichte zu bestimmen sind

Gemäß Basel Committee – der geistigen Grundlage der CRR – sollen erwartete Verluste aus einer Aktivposition durch laufende Erträge, Margen oder Risikovorsorge gedeckt werden; unerwartete Verluste dagegen durch regulatorisches Eigenkapital.

Diese Anforderungen werden in der CRR in Risikogewichte übersetzt, die dann wiederum der Hebel für die regulatische Eigenkapitalanforderungen darstellen. Dabei werden im Kontext Covered Bonds vs. Verbriefungen durchaus unterschiedliche Ansätze gewählt:

- Im niedrigkomplexen Verfahrensbereich kann für normale Bonds der Standardansatz gewählt werden. Im Fall von Verbriefungstransaktionen gibt es neben dem SEC-SA (Standardansatz) auch noch den SEC-ERBA (External Ratings-Based Approach). Letzterer dürfte wohl der häufiger gewählte Ansatz sein.
- Zum einen werden externe Ratingstufen für Verbriefungen und Nicht-Verbriefungen unterschiedlich auf Credit Quality Steps (CQS) gemappt – siehe Tabelle 1.
- Zum anderen ist die Übersetzung von CQS in Risikogewichte für Covered Bonds ein eindimensionaler Prozess, während bei Verbriefungen Unterschiede in der Laufzeit der Tranchen gemacht werden – Tabelle 2. Die Laufzeiten verstehen sich als Minimal- bzw. Maximalwerte zwischen denen linear interpolieren wird.

Tabelle 1: Mapping von CQS gegen ECAI Ratings unterscheiden sich substanziell

ECAI Rating	CQS Bonds	CQS Verbriefungen
AAA	1	1
AA+ - AA-	1	2
A+	2	3
A	2	4
A-	2	5
BBB+	3	6
BBB	3	7
BBB-	3	8

Quellen: EU Commission, EBA, Helaba Research

Tabelle 2: Covered Bond Risikogewichte vs. STS-Verbriefung SEC-ERBA Ansatz

	RW Covered Bonds	RW STS-Verbriefungen	
CQS		1 Jahr	5 Jahre
1	10%	7%*	7%*
2	20%	7%*	10%
3	20%	10%	12%
4		10%	16%
5		12%	20%

Quellen: EU Commission, EBA, Helaba Research

Die aktuell beschlossene Änderung im Risikogewicht (wir konzentrieren uns auf STS-Verbriefungen) betreffen zum einen die mit * gekennzeichneten Einstufungen in Tabelle 2. Das Risikogewicht wurde grundsätzlich von 10 % auf 7 % abgesenkt. Im SEC-SA Ansatz materialisieren sich die Änderungen in einer pauschalen Absenkung des Mindest-Risikogewichts von 10 % auf 7 %. In beiden Ansätzen ist im Fall von Auto- oder Equipmentverbriefungen sowie im Fall von Commercial Paper-Verbriefungen von Handelsforderungen ein Risikogewicht von 5 % anzusetzen.

Unsere Einschätzungen

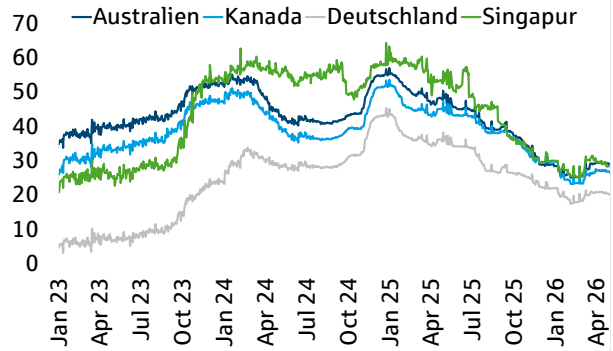
Grundsätzlich halten wir das Vorhandensein von zwei unterschiedlichen CQS Mapping Tables für Verbriefungen und Nicht-Verbriefungen für wenig zielführend. Im Sinne einer Verwaltungsvereinfachung wäre dies wohl ein Aspekt gewesen, der primär einer Reform bedurft hätte.

Der Covered Bond Markt spielt sich hauptsächlich im CQS 1 Segment ab. Senior Verbriefungstranchen sind üblicherweise im Bereich CQS 1 und 2 angesiedelt, jedoch ist der Single-A Bereich (CQS 3-5) durchaus auch frequentiert (z.B. EDGEU 2026-1X). **Die Einschätzung oder Quantifizierung, warum genau eine AAA-geratete STS-Verbriefungstranche einen geringeren unerwarteten Verlust haben sollte als ein hochgerateter EU Covered Bond, wurde in der Entscheidung nicht mitgeteilt.** Es wurde lediglich das Ziel ausgegeben, den europäischen Verbriefungsmarkt gezielt zu fördern und gleichzeitig die finanzielle Stabilität der Märkte zu sichern.

Die Frage, wo genau das korrekte Risikogewicht anzusetzen ist, dürfte über alle Assetklassen ein vortreffliches Diskussionsthema sein. Wir sind uns deshalb bewusst, dass bei aller fundamentaler Diskussion über erwartete und unerwartete Verlustereignisse, die Definition des Risikogewichtes eine politische Entscheidung ist. Ketzerisch mag man die Frage aufwerfen, wie viele Auto-ABS Tranchen seit 1990 ausgefallen sind und wie sich das Bild bei Staatsanleihen zeigt.

Schwindet der Wert regulatorischer Vorteile?

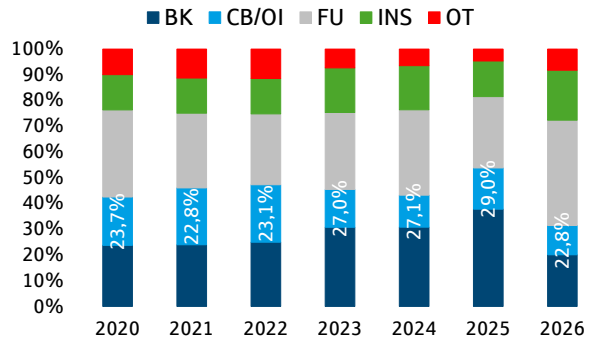
5Y Constant Duration Covered Bond Spread Indizes



Quellen: Bloomberg, Helaba Research

Bankinvestoren sind wichtig – aber nicht die größte Investorenklasse

Durchschnittliche Platzierung von Covered Bonds pro Investorenklasse



Quellen: Emittentenangaben, Helaba Research

Wird die Entscheidung der EU Einfluss auf Relative-Value-Bewertungen haben? Tatsächlich gehen wir nicht davon aus: Grund hierfür ist, dass bei aller plakativer Diskussion die Risikogewichtung lediglich ein Thema für innereuropäische Bankinvestoren ist – selbst Zentralbanken sind davon nicht betroffen. Im bisherigen Jahresverlauf 2026 wurden im Durchschnitt jedoch nur knapp 23 % des Gesamtvolumens an Covered Bonds an Bankinvestoren allokiert. Ein Blick auf die konvergente Spreadentwicklung von Covered Bonds von innerhalb und außerhalb der EU mag auch als Reflexion einer schwindenden Signifikanz regulatorischer Unterschiede interpretiert werden. Dazu kommt, dass selbst innerhalb des regulatorischen Universums für Bankinvestoren das Risikogewicht nur einer von mehreren Aspekten ist – die Einstufung bezüglich HQLA inklusive eines Level 2B Caps bei 15 % des HQLA-Portfolios und des Haircuts von 25 % sind nicht Teil der Novelle. Hier bleiben zumindest für den Moment die klaren Vorteile für Covered Bonds erhalten.

In Antizipation eines möglichen, sich jetzt aber nicht materialisierten besseren Risikogewichtes für Covered Bonds wurden in den letzten Wochen und Monaten auch die Auswirkungen auf die relative Bewertung gegenüber dem

SSA-Markt diskutiert. Auch hier halten wir die Meinung aufrecht, dass regulatorische Unterschiede im Allgemeinen und das Risikogewicht im Besonderen zwar grundsätzlich relevant, jedoch nicht der entscheidende Faktor sind. Entscheidender sind hier kurz- bis mittelfristige Angebots-/Nachfragesituationen.

Isoliert betrachtet begrüßen wir die Entscheidung für niedrigere Risikogewichte bei Verbriefungen. Insbesondere Auto-ABS Transaktionen halten wir aufgrund der Klarheit der Strukturen, der Homogenität der mittlerweile etablierten Standards sowie der Granularität der Deckungswerte für qualitativ herausragend. Im Speziellen gilt dies für deutsche Auto Verbriefungen basierend auf der hohen Werthaltigkeit der Deckungswerte (Stichwort Sicherungsübereignung). Konsequenterweise stellt sich die Frage nach einer Begründung für eine Schlechterbehandlung im Vergleich zu Staatsanleihen. Wir verstehen auch die operative Herangehensweise, die Änderungen auf das Teilspektrum Verbriefungsmarkt zu beschränken, zumal neben den Kapitalanforderungen auch andere regulatorische Aspekte reformiert wurden.

Bei der relativen Verschiebung des Rankings der Risikogewichte kommt unser Verständnis jedoch fundamental an seine Grenzen. Der weltweite Siegeszug der Idee gedeckter Bankanleihen von wenigen nationalen Märkten noch vor 30 Jahren hin zu einem weltweiten 3.300 Mrd. EUR-Markt basiert nicht auf einer Kapitalmarktlaune. Es ist vielmehr das Ergebnis einer fundamental guten Idee, die unter ständiger Weiterentwicklung ihre überragende Effizienz auf der Funding- wie auch auf der Investmentseite über aber-Jahrzehnte und Marktphasen unter Beweis gestellt hat. Durch die einseitige Entscheidung pro Verbriefung wird der bislang regulatorisch am stärksten unterstütze private Bond-Markt in zumindest einem Aspekt ins zweite Glied verwiesen – zugunsten eines fundamental zwar auch herausragenden Marktes, der jedoch seine Rolle als Heilsbringer erst noch unter Beweis stellen muss.



Hier können Sie sich für unsere Newsletter anmelden:
https://news.helaba.de/research/

Herausgeber und Redaktion

Helaba Research

Redaktion:
Dr. Stefan Mitropoulos

Verantwortlich:
Dr. Gertrud Rosa Traud
Chefvolkswirtin/Head of Research

Neue Mainzer Str. 52-58
60311 Frankfurt am Main
T +49 69 / 91 32 – 20 24

Internet: **www.helaba.com**

Disclaimer

Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in dieser Publikation getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden.