

## Covered Bonds und ABS als Sicherheiten im Eurosystem – ein Vergleich

Nach dem Zusammenbruch des Interbankenmarktes Ende 2008 wurde für viele europäische Banken die Refinanzierung über das Eurosystem, der Organisationseinheit aus der Europäischen Zentralbank (EZB) und den nationalen Zentralbanken der Euro-Länder, die wichtigste Liquiditätsquelle. Diese Situation dauert in einigen südeuropäischen Ländern bis heute an. Die Regularien für die Refinanzierung über das Eurosystem spielen daher eine fundamentale Rolle für die Liquiditäts- und damit auch die Risikosteuerung einer Bank.<sup>1)</sup> Im Folgenden werden die Unterschiede der Regularien für gängige Investitionsformen von Banken in besicherte und fungible Wertpapiere untersucht: Gedeckte Schuldverschreibungen von Banken (beispielsweise Pfandbriefe) sowie Verbriefungen.

### Die EZB-Hinterlegungsfähigkeit als Qualitätsmerkmal

Das Eurosystem stellt im Rahmen seiner geldpolitischen Maßnahmen Liquidität nur gegen Sicherheiten bereit. Grundsätzlich wird diese Liquidität im Rahmen eines Tenderverfahrens zugeteilt. Die EZB ist jedoch kurz nach Ausbruch der Krise dazu übergegangen, Geld ohne die Beschränkung eines Zuteilungsverfahrens zur Verfügung zu stellen, soweit die jeweilige Bank Sicherheiten zur Verfügung stellen konnte.<sup>2)</sup> Damit konnten und können<sup>3)</sup> sich Banken über das Eurosystem soweit refinanzieren, sofern sie in der Lage waren, aus Sicht des Eurosystems hinterlegungsfähige Sicherheiten zu stellen. Dies bedeutet, dass die Höhe der hinterlegungsfähigen Sicherheiten das Refinanzierungspotenzial einer Bank über das Eurosystem bestimmt. Unter der Annahme, dass die EZB in Zeiten einer Krise auf dem Interbankenmarkt weiterhin eine Politik der unbeschränkten Zuteilung verfolgt, sind damit bei dem Eurosystem als Sicherheiten hinterlegungsfähige Akti-

va jederzeit im Rahmen einer Finanzierung über das Eurosystem liquidierbar.

Diese Beobachtung sollte Auswirkungen auf die qualitative Beurteilung von Aktiva nach den Regularien der EZB haben: Die Finanzkrise hat gezeigt, dass aus Sicht der Risikosteuerung einer Bank neben dem Kreditrisiko auch die Liquidität beziehungsweise Liquidierbarkeit eines Aktivums eines der maßgeblichen Qualitätsmerkmale ist.<sup>4)</sup> Damit ist die Einstufung und Bewertung eines Aktivums als hinterlegungsfähig (und damit zur Liquiditätsschaffung nutzbar) oder nicht hinterlegungsfähig nach dem Regelwerk des Eurosystems für Sicherheiten eines der Kernkriterien für eine Investitionsentscheidung einer Bank. Dieses Kriterium hat mittelbar für andere, mit Banken kontrahierende Investoren, Relevanz, da es

die Attraktivität ihrer Anlage für Banken mit beeinflusst. Hieraus hat sich zwischenzeitlich ein eigenes Marktsegment entwickelt: Wertpapiertauschgeschäfte (sogenannte Collateral Switches), bei denen hinterlegungsfähige Wertpapiere auf Zeit gegen nicht hinterlegungsfähige Wertpapiere getauscht werden. Die Preisfindung in diesem Marktsegment gibt eine Indikation für den Wert, den der Markt der Hinterlegungsfähigkeit eines Wertpapiers oder sonstigen Aktivums beimisst.

### Der normative Rahmen

Deutsche Kreditinstitute kontrahieren bei ihren Refinanzierungsgeschäften mit der Deutschen Bundesbank. Entsprechend sind für deutsche Banken zunächst die Allgemeinen Geschäftsbedingungen der Deutschen Bundesbank (AGB Deutsche Bundesbank) im Hinblick auf die Beurteilung der Anerkennung als hinterlegungsfähige Sicherheit relevant.<sup>5)</sup> Die einschlägigen Bestimmungen in den AGB der Bundesbank wie auch die der anderen Zentralbanken der Euro-Länder gehen auf die Vorgaben in einer Leitlinie der EZB zurück (EZB-Leitlinie).<sup>6)</sup>

Die EZB, handelnd durch den EZB-Rat, hat diese Leitlinie auf Grundlage von Art. 3.1, 12.1, 18 ihrer Satzung in Verbindung mit Art. 127 Abs. 2 EU-Vertrag erlassen. Vergleichbar mit einer Richtlinie soll über diese Leitlinie, auch als General Documentation bezeichnet, sichergestellt werden, dass im Euro-Raum die Qualität der als Sicherheit für Refinanzierungsoperationen mit dem Eurosystem hereingenommenen Aktiva gleich ist – unabhängig von der für das einzelne Kreditinstitut zuständigen Zentralbank. Wie bei einer Richtlinie sind die Zentralbanken gehalten, die Vorgaben der EZB-Leitlinie in ihren Geschäftsbedingungen umzusetzen.

*Dr. Thomas Prüm, Rechtsanwalt, Ashurst LLP, Frankfurt am Main*

*Wenn sich die Banken untereinander nicht mehr vertrauen und das Eurosystem als Liquiditätsquelle einspringen muss, dann hat dies aufgrund spezieller Regularien weitreichende Auswirkungen auf die Refinanzierung von Kreditinstituten. Zwar hat die EZB in der vergangenen Krise das ordentliche Zuteilungsverfahren ausgesetzt und lediglich Sicherheiten verlangt. Damit sind insbesondere der traditionellen Pfandbrief, sonstige gedeckte strukturierte Bankschuldverschreibungen und Verbriefungen in den Mittelpunkt gerückt. Weil sich die Anforderungen an die drei Anlageklassen erheblich unterscheiden und dem Pfandbrief derzeit eine regulatorische Vorrangstellung beigemessen wird, wünscht sich der Autor die Förderung eines gesünderen Refinanzierungsmix und ein Abstellen der Berechnung der Liquidity Coverage Ratio auf die Hinterlegungsfähigkeit im Zentralbankensystem. (Red.)*

Nach Ziffer V. 3. der AGB Deutsche Bundesbank können Kreditinstitute Wertpapiere, Termineinlagen und Kreditforderungen als Sicherheit verwenden, soweit sie den weiteren Vorgaben für Sicherheiten entsprechen. Demnach sind als Wertpapiere grundsätzlich gedeckte Schuldverschreibungen von Banken sowie ABS-Emissionen hinterlegungsfähig. Unter gedeckten Schuldverschreibungen von Banken werden Schudtitel verstanden, die von einer Bank emittiert werden und deren Rückzahlung zusätzlich durch einen Deckungsstock (Cover Pool) gesichert ist, sodass der Investor bei Insolvenz des Emittenten neben der Insolvenzquote noch aus den Erlösen aus der Verwertung der Deckungsmasse befriedigt wird. Bei gedeckten Schuldverschreibungen von Banken wird differenziert, ob es sich um traditionelle Pfandbriefe oder sonstige gedeckte Schuldverschreibungen handelt.

Traditionelle Pfandbriefe sind solche, die den speziellen Anforderungen in Art. 52 Abs. 4 der OGAW-Richtlinie<sup>7)</sup> genügen, beispielsweise einem besonderen gesetzlichen Schutz unterliegen.<sup>8)</sup> Innerhalb des Segmentes unterscheidet das Eurosystem zwischen Jumbo-Pfandbriefen als Papiere mit einem Emissionsvolumen von mehr als einer Milliarde Euro, für die regelmäßige Kaufs- und Verkaufskurse gestellt werden, und sonstigen traditionellen Pfandbriefen. Auch die Kategorie der sonstigen gedeckten Schuldverschreibungen wird in der Systematik der EZB-Leitlinie beziehungsweise der AGB Deutsche Bundesbank weiter aufgefächert: Eine Sonderbehandlung innerhalb dieses Segments erfahren sogenannte gedeckte strukturierte Bankschuldverschreibungen (Structured Covered Bank Bonds), die entweder mit Wohnimmobilienkrediten oder mit gewerblichen Hypothekarkrediten besichert sind und einem detaillierten Qualitätskatalog genügen.

### Unterschiede in der Prüfdichte

Der Anforderungskatalog an Wertpapiere aus den drei Anlageklassen traditioneller Pfandbrief, sonstige gedeckte strukturierte Bankschuldverschreibung und Verbriefung unterscheidet sich erheblich. Während die EZB bei Pfandbriefen auf die Qualität der Gesetzgebung in den Emissionsstaaten und die Überwachung durch die zuständigen Aufsichtsbehörden vertraut und neben den allgemeinen Kriterien keine besonderen Anforderungskriterien aufstellt, hat sie für

die beiden anderen Anlageklassen weitgehende zusätzliche Anforderungsprofile entwickelt. Pfandbriefe sind in einem ganz entscheidenden Gesichtspunkt sogar gegenüber anderen Arten von hinterlegungsfähigen Sicherheiten begünstigt: Für sie gilt das Verbot der engen Verbindung zwischen dem mit dem Eurosystem kontrahierenden Kreditinstitut und dem Emittenten nicht. Anders gewendet: Banken können ihre eigenen (traditionellen<sup>9)</sup>) Pfandbriefe als Sicherheit für ihre Refinanzierung hinterlegen. Da die Sicherheit nur zum Tragen kommt, wenn die Bank ausfällt, ist eine Eigenemission der Bank grundsätzlich kein adäquates Sicherungsmittel. Da die Verpflichtung aber mit einem Deckungsstock unterlegt ist, vertraut bei besonders hohen Anforderungen an den Deckungsstock die EZB auf die Qualität des Deckungsstocks und lässt auch die Eigenemission als Sicherheit zu.

Gedeckte strukturierte Bankschuldverschreibungen des sich bei dem Eurosystem refinanzierenden Geschäftspartners, die nicht den Anforderungen der OGAW-Richtlinie genügen, können aber nur verwendet werden, wenn ein detaillierter Qualitätskatalog eingehalten wird. Mit diesem Qualitätskatalog hat die EZB erstmalig den bislang eher schillernden Begriff der gedeckten strukturierten Bankschuldverschreibung präzisiert. Die wichtigste Einschränkung aus dem Qualitätskatalog betrifft die Art und Qualität der Darlehen, die für den Deckungsstock verwendet werden können: Es dürfen entweder mit Grundsicherheiten unterlegte Wohnimmobilienkredite sein oder die Bank kann gewerbliche Immobilienfinanzierungen verwenden. Nicht aufgenommen sind derzeit Kredite an Unternehmen, womit eine Refinanzierung von Unternehmensfinanzierungen über das Eurosystem nach Hinterlegung einer mit solchen Darlehen an Unternehmen gedeckte strukturierte Bankschuldverschreibung nicht möglich ist.

Die weiteren Kriterien sind detailliert gefasst. Sie betreffen unter anderem die Belegenheit von Sicherheiten und Schuldner, den maximalen Beleihungsauslauf (80 Prozent des Marktwertes bei Wohnimmobilien und 60 Prozent bei gewerblichen Immobilien), die maximale Darlehenssumme<sup>10)</sup>, die Mindestbonität des Cover Pools<sup>11)</sup> und die Mindestbonität des Emittenten<sup>12)</sup> sowie die Notwendigkeit, die Insolvenzfestigkeit der

Struktur durch ein Rechtsgutachten belegen zu lassen. Diese Kriterien sind deutlich weiter gefasst als die für traditionelle Pfandbriefe. Die EZB hat damit Banken eine sinnvolle Refinanzierungsoption für Darlehen geschaffen, die nicht für den Deckungsstock traditioneller Pfandbriefe geeignet sind.

Da bei Verbriefungen die Schuldverschreibungen durch Zweckgesellschaften emittiert werden, stellt sich das Problem der Verknüpfung zwischen dem Kreditrisiko der Sicherheit und dem mit dem Eurosystem kontrahierenden Geschäftspartner in anderer Form. Schädlich ist nach der EZB-Leitlinie eine Unterstützung des Emittenten durch Währungshedging oder durch eine Liquiditätsunterstützung in Höhe von mehr als 20 Prozent des Nominals der Gesamtmission.

### Andersbehandlung von Verbriefungen

Verbriefungen werden in einem weiteren Aspekt anders als gedeckte Bankschuldverschreibungen (traditionelle Pfandbriefe und andere gedeckte Schuldverschreibungen) behandelt: Ihre grundsätzliche Hinterlegungsfähigkeit, unabhängig von dem Verbot der engen Verbindung zu dem hinterlegenden Kreditinstitut, wird auf Grundlage eines Prüfkatalogs bestimmt. So müssen ABS anders als alle anderen Sicherheiten im Eurosystem ein Mindestrating von AAA statt BBB- (beziehungsweise den Äquivalenten bei anderen Ratingagenturen als Fitch und Standard & Poors) haben. Weiter wird der wirksame Übergang des verbrieften Forderungsportfolios genau geprüft und muss durch Rechtsgutachten belegt werden. Eine Reihe von bestimmten Schuldinstrumenten sind als Underlying unzulässig, etwa Credit Linked Notes. Andere Beschränkungen betreffen die Rechtswahl und den Schuldnersitz.

Die Anforderungen der EZB-Leitlinie für Verbriefungen gehen noch weiter und greifen einen wichtigen Gesichtspunkt für die Gestaltung neuer Refinanzierungsprodukte auf: Transparenz. Die EZB beziehungsweise das Eurosystem<sup>13)</sup> erwarten einen ausführlichen Ratingreport bei der Emission sowie im Nachgang ein Überwachungsreporting. Doch bei dem Reporting durch die Ratingagenturen wird es das Eurosystem nicht belassen: Im Rahmen eines weitreichenden Transparenzprojektes werden Kreditinstitute, die Darlehen origi-

nieren und verwalten, zu einem detaillierten Reporting angehalten, das über eine zentrale, vom Eurosystem unabhängige Datenclearingstelle erfolgen soll.<sup>14)</sup> Dieses Clearing wird dem Eurosystem und Investoren ein sehr präzises Verständnis der Performance der Verbriefungstransaktion ermöglichen.<sup>15)</sup>

### Unterschiede in der Bewertung

Neben der Prüfdichte unterscheidet sich die Behandlung von gedeckten Schuldverschreibungen einerseits und Verbriefungen andererseits im Hinblick auf ihre Bewertung. Die Bewertung einer Sicherheit erfolgt in zwei Stufen: In der ersten Stufe wird der Marktwert der hinterlegten Sicherheit ermittelt. Soweit kein Marktwert ermittelt werden kann, errechnet das Eurosystem<sup>16)</sup> einen sogenannten theoretischen Wert, der erheblich unter dem vermuteten Marktwert liegen kann. Liquide und gehandelte Pfandbriefe werden damit höher refinanzierbar sein als illiquide Verbriefungen.

In einem zweiten Schritt wird von dem ermittelten Wert ein Bewertungsabschlag (Hair Cut) genommen. Diese Bewertungsabschläge unterscheiden sich deutlich bei den diversen Instrumenten. In Abbildung sind beispielhaft die Abschläge bei Instrumenten mit einer Restlaufzeit von drei bis fünf Jahren aufgeführt mit einem Rating von AAA beziehungsweise einem Rating von BBB+. Dazu können Illiquiditätsabschläge kommen (siehe Abbildung).

Leider wurde die Liquidierbarkeit von gedeckten Bankschuldverschreibungen und Verbriefungen über das Eurosystem oder auch andere Zentralbanken bei der Erstellung der Basel-III-Papiere nicht ausreichend gewürdigt. Dabei ist die Sicherstellung einer ausreichenden Liquidität von Banken eines der Kernanliegen von Basel III.<sup>17)</sup> Liquidität wird dabei als die Möglichkeit verstanden,

Aktiva kurzfristig in Geld zu tauschen.<sup>18)</sup> Banken sollen über zwei Kennziffern dazu angehalten werden, ausreichend Liquidität vorzuhalten: Die Liquidity Coverage Ratio (LCR; benötigte Liquidität innerhalb von 30 Tagen unter den Annahmen eines bestimmten Stressszenarios) und die Net Stable Funding Ratio (NSFR; Verhältnis verfügbarer Finanzierung im Verhältnis zu der benötigten Finanzierung).<sup>19)</sup>

Bei der Berechnung der LCR werden als liquide Vermögenswerte sogenannte High Quality Liquid Assets gezählt. Systematisch nicht überzeugend wird bei der Einstufung in diese Kategorien nicht auf die Verwendbarkeit als Sicherheit im jeweiligen Zentralbankensystem abgestellt, sondern es wurde eine weitere Prüfsystematik eingeführt. Sinnvoll wäre gewesen, auf die Beurteilung der Zentralbanken wie in der Systematik der EZB-Leitlinie abzustellen, die auch die nötige Flexibilität hat, auf neue Marktentwicklungen und andere Umstände zu reagieren. Stattdessen wurde ein eigener Katalog eingeführt, zu dem ABS und wohl auch sonstige gedeckte strukturierte Bankschuldverschreibungen nicht gehören. Die Kommission hat in ihrem Entwurf für eine Basel-III-Umsetzungsverordnung diesen systematischen Bruch adressiert und zumindest in Art. 305 Abs. 3 einen Konnex hergestellt.<sup>20)</sup>

### Gesünderer Refinanzierungsmix

In einem Report vom Februar 2011 problematisiert die EZB selbst, ob die Fokussierung auf Pfandbriefe aus regulatorischer Sicht allein der richtige Weg ist oder ob nicht ein gesunder Refinanzierungsmix wünschenswert wäre.<sup>21)</sup> Zu wünschen wäre vom Standpunkt des zukünftigen Rechts aus, dass die Berechnung der LCR auf die Hinterlegungsfähigkeit abstellt. Auch wäre es sinnvoll, wenn die EZB die Divergenzen in der Behandlung von Pfandbriefen, sonstigen strukturierten gedeckten Bank-

schuldverschreibungen und Verbriefungen kritisch hinterfragt.

### Fußnoten

<sup>1)</sup> Vergleiche AT 2.2 MaRisk; hierzu Angermüller/Ramke, Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 10/2011, S. 486 ff.

<sup>2)</sup> Pressemitteilung der EZB vom 8. Oktober 2008 („Änderungen des Tenderverfahrens und des Korridors für die ständigen Fazilitäten“).

<sup>3)</sup> Pressemitteilung der EZB vom 9. Juni 2011 („ECB announces details of refinancing operations with settlement in the period from 13 July to 11 October 2011“).

<sup>4)</sup> Angermüller/Ramke, Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 10/2011, S. 486.

<sup>5)</sup> Diese Frage ist in Ziffer V.3. der AGB Deutsche Bundesbank behandelt.

<sup>6)</sup> Leitlinie der Europäischen Zentralbank über geldpolitische Instrumente und Verfahren des Eurosystems EZB/2000/7; die Umsetzungspflicht ergibt sich aus Artikel 1 der EZB-Leitlinie.

<sup>7)</sup> Richtlinie des Rates vom 13. Juli 2009 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) (2009/65/EG).

<sup>8)</sup> In Deutschland sind dies allein Pfandbriefe nach Maßgabe des Pfandbriefgesetzes. Die OGAW-Richtlinie fordert, dass die Schuldverschreibungen von einem Kreditinstitut begeben werden, das aufgrund gesetzlicher Vorschriften zum Schutz der Inhaber dieser Schuldverschreibungen einer besonderen öffentlichen Aufsicht unterliegt.

<sup>9)</sup> Gemeint ist: OGAW-Richtlinie-konformen Pfandbriefe.

<sup>10)</sup> Eine Million Euro.

<sup>11)</sup> Die PD Kennziffer soll zehn Basispunkten entsprechen nach Maßgabe des Bonitätslevel von A nach Fitch beziehungsweise S&P, A3 nach Moody's und AL nach DBRS.

<sup>12)</sup> A- nach Fitch beziehungsweise S&P, A3 nach Moody's und AL nach DBRS bei Wohnimmobilien.

<sup>13)</sup> Die Prüfung der Hinterlegungsfähigkeit erfolgt durch die Zentralbank, in deren Rechtsordnung das Wertpapier gelistet ist. Daher prüfen häufig auch die Banque Centrale du Luxembourg beziehungsweise die Central Bank of Ireland die Hinterlegungsfähigkeit von Verbriefungen, die deutsche Banken als Sicherheiten anbieten.

<sup>14)</sup> Vgl. die Darstellung des Projektes auf <http://www.ecb.int/paym/coll/loanlevel/html/index.en.html>.

<sup>15)</sup> Eine andere Frage ist, wie weit die Adressaten die Informationsfülle nutzen werden beziehungsweise überhaupt nutzen können.

<sup>16)</sup> Für ABS erfolgt die Bewertung zentral durch die Banque de France und für andere Sicherheiten zentral durch die Deutsche Bundesbank.

<sup>17)</sup> Vergleiche das Papier „Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems“, S. 8: „A strong liquidity base reinforced through robust supervisory standards is of equal importance.“

<sup>18)</sup> Vergleiche das Papier „Basel III: International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring“:

<sup>19)</sup> Vergleiche hierzu Loeper, Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 11/2011, S. 550 ff.

<sup>20)</sup> In dem Entwurf für die Umsetzungsverordnung für Basel III (hierzu Spitzer, Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 11/2011, S. 554 ff.) sind ABS allerdings ausdrücklich ausgenommen (Art. 305 Abs. 2 des Entwurfes).

<sup>21)</sup> EZB-Publikation „Recent Developments in Securitisation“ vom Februar 2011.

**Abbildung: Abschläge bei Instrumenten mit einer Restlaufzeit von drei bis fünf Jahren**

Instrument	Rating AAA	Rating BBB+
Jumbopfandbrief	3,50%	15,5%
Traditioneller Pfandbrief	5,00%	25,5%
Gedechte Strukturierte Bankschuldverschreibung	5,00%	25,5%
Ungedechte Bankschuldverschreibung	11,00%	36,5%
ABS	16,00%	(nur AAA zulässig)