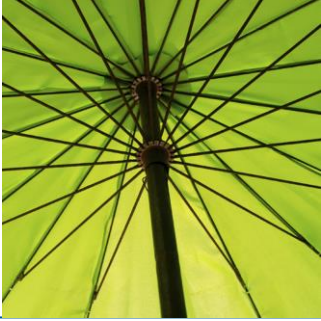


COVERED BOND SPECIAL

19. September 2017



Harmonisierung der Covered Bond-Märkte: Qualitätssicherung und neue Märkte im Fokus

AUTOR

Sabrina Miehs
Senior Analyst
Telefon: 0 69/91 32-48 90
research@helaba.de

REDAKTION

Stefan Rausch
Leiter Credit Research

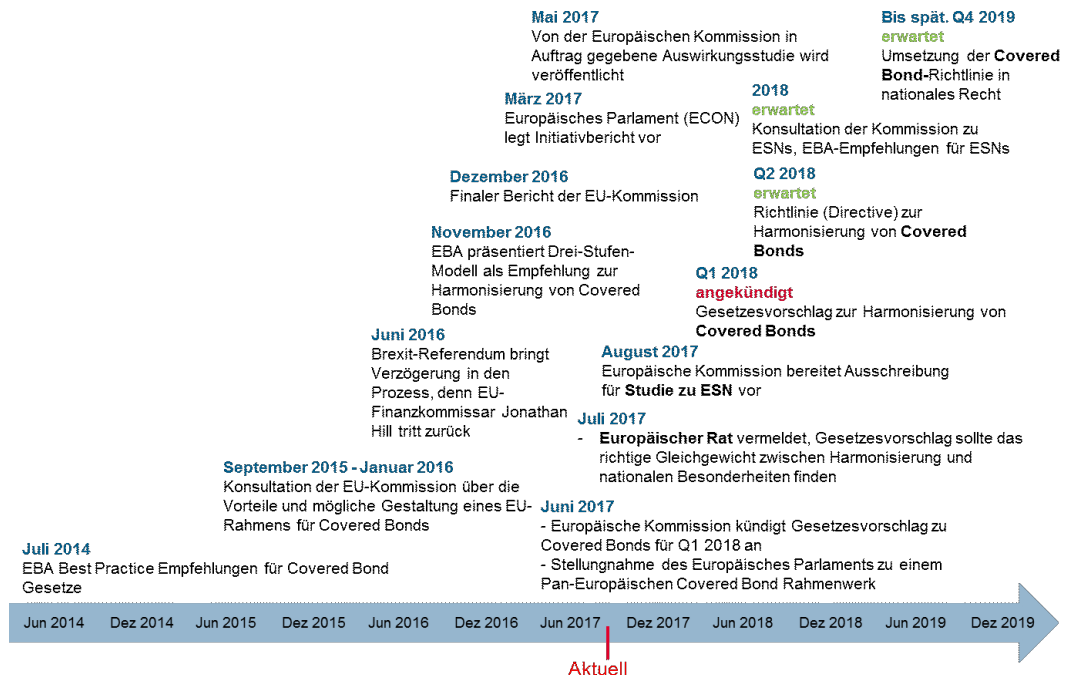
HERAUSGEBER

Dr. Gertrud R. Traud
Chefvolkswirt/
Leitung Research

Helaba
Landesbank
Hessen-Thüringen
MAIN TOWER
Neue Mainzer Str. 52-58
60311 Frankfurt a. Main
Telefon: 0 69/91 32-20 24
Telefax: 0 69/91 32-22 44

- Das EU-Projekt zur Harmonisierung von Covered Bonds Regelungen geht auf die Zielgerade. EBA, EU-Kommission, Europäisches Parlament, der Europäische Rat und auch viele Marktteilnehmer haben sich dafür ausgesprochen. Der Gesetzgeber hat sich sogar bereits sehr detailliert mit der Ausgestaltung und möglichen Auswirkungen beschäftigt. Dem von der Kommission angekündigten Gesetzesvorschlag zu den neuen „EU Covered Bonds“ für das erste Quartal 2018 scheint also nichts mehr im Wege zu stehen.
- Ziel dieser Initiative ist es nicht, besonders gut funktionierende Märkte ihres Qualitätsvorsprungs zu berauben. Vielmehr will man grenzüberschreitende Investitionen in dieser Assetklasse durch eine bessere Vergleichbarkeit der bislang stark national geprägten Papiere erleichtern. Die nun geplante Schaffung von hohen Mindeststandards und die Ausweitung des CRR-Regelwerks sollen das Produkt gemäß EU-Kommission noch krisenfester machen und ihren rechtlichen Sonderstatus sichern.
- Gleichwohl gehen die Wünsche des EU-Parlaments deutlich weiter als die Vorstellungen der Kommission. So könnte etwa die Zulassung risikoreicherer Deckungswerte, wie KMU-Finanzierungen, zur Entwicklung sogenannter „European Secured Notes“ führen. Diese neue Finanzierungsform würde die Refinanzierungsbasis der Emittenten verbreitern und wäre auch für Anleger aus unserer Sicht mittelfristig durchaus eine attraktive Alternative.

Europäisches Projekt zur Harmonisierung auf der Zielgeraden



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. Die Informationen dieser Publikation stellen keine Anlageberatung dar. Anlageentscheidungen können nur auf Grundlage des Verkaufsprospektes und nach einer eingehenden Beratung durch Ihre Hausbank oder Ihren örtlichen Finanzberater getroffen werden.

Quellen: EBA, European Commission, Amt für Veröffentlichungen der Europäischen Union, Helaba Volkswirtschaft/Research

| | |
|---|-----------|
| Harmonisierung mit diversen Zielen | 3 |
| Stärker integrierter europäischer Covered Bonds-Markt wichtiger Stellhebel der Kapitalmarktunion..... | 3 |
| Entwicklung junger Märkte wichtiges Anliegen..... | 3 |
| Herstellung von Vergleichbarkeit als große Herausforderung..... | 3 |
| Präzise Definition von EU Covered-Bonds oberste Prämisse | 4 |
| Qualitätssicherung Voraussetzung für Erhalt des Sonderstatus..... | 5 |
| Warten auf den Gesetzesvorschlag..... | 5 |
| Richtlinie mit Umsetzungsvorgabe bis Ende 2019 erwartet..... | 6 |
| Drei Vorarbeiten geben Richtung vor | 6 |
| EBA mit Drei-Stufen-Modell..... | 7 |
| 1. Stufe: Verbindliche Covered Bond-Definition | 7 |
| Zahlreiche neue Standards für strukturelle Merkmale..... | 7 |
| Erweiterte Transparenzanforderungen brächten Erleichterungen für die LCR-Einstufung..... | 8 |
| 2. Stufe: Änderungen CRR-Vorschriften..... | 8 |
| Mindestüberdeckung größtes Novum..... | 8 |
| 3. Stufe: Wenig freiwillige Änderungen zu erwarten | 9 |
| EU-Auswirkungsstudie untersucht EBA-Vorschläge..... | 9 |
| EU-Parlament für mehr Differenzierung bei Instrumenten | 10 |
| Vorschläge des Europäischen Parlaments mit hohem Gewicht..... | 10 |
| ESNs attraktive Alternative für Emittenten und Investoren..... | 11 |
| EU-Rahmenwerk wohl an höchsten Standards orientiert..... | 11 |
| Gemeinsame Bestrebungen erkennbar..... | 12 |

Harmonisierung mit diversen Zielen

Stärker integrierter europäischer Covered Bonds-Markt wichtiger Stellhebel der Kapitalmarktunion

Das Projekt zur Harmonisierung von Covered Bond-Regelungen beschäftigt europäische Instanzen schon seit über drei Jahren. Anstoß dafür gab das Grünbuch zur Schaffung einer Kapitalmarktunion aus dem Jahr 2013. Es hatte das Ziel, einen EU-Binnenmarkt für Kapital zu schaffen, auf dem Anleger problemlos grenzüberschreitend investieren und Unternehmen sich unabhängig von ihrem Standort aus unterschiedlichsten Quellen finanzieren können.

Nach Einschätzung der Initiatoren könnte ein stärker integrierter europäischer Markt für gedeckte Schuldverschreibungen zu einer günstigeren Finanzierung von Banken beitragen und den Anlegern ein breiteres Spektrum von Investitionsmöglichkeiten eröffnen. Der europäische Covered Bond-Markt stellt für das übergeordnete Ansinnen nach unserer Auffassung also ein durchaus lohnenswertes Pilotprojekt dar. Immerhin lag das Gesamtvolumen der einzelnen Covered Bond-Märkte 2015 zusammengerechnet bei mehr als 2.000 Mrd. EUR, hinter denen etwa 20 % der europäischen Hypothekenkredite standen. Zudem finden sich hier stark international tätige Anleger, wie Fondsgesellschaften, größere Banken und Versicherer, ebenso wie überwiegend national orientierte Anleger, wie beispielsweise Sparkassen und Volksbanken.

Mit der Zeit, so glaube ich, sollten wir die neuen europäischen Bankenregeln durch eine **Kapitalmarktunion vervollständigen**. Um die Finanzierung unserer Wirtschaft zu verbessern, sollten wir die **Entwicklung und Integration der Kapitalmärkte** weiter vorantreiben.“

Jean-Claude Juncker

Quellen: Europäische Kommission, Pressemitteilung vom 28.10.2015: „Kommission nimmt Kapitalmarktunion in Angriff“, Helaba Volkswirtschaft/Research

Entwicklung junger Märkte wichtiges Anliegen

Die EU dürfte sich von der Harmonisierung vor allem erhoffen, Anlegern Investitionen in weniger traditionelle oder neue Märkte in solchen Mitgliedstaaten zu erleichtern, in denen das Wachstum durch schwierige gesamtwirtschaftliche Bedingungen erschwert wird. Hierfür sind eine Verbesserung von Mindeststandards, eine stärkere Vereinheitlichung sowie eine Vereinfachung des Prüfungsprozesses für institutionelle Investoren wichtige Voraussetzungen.

Herstellung von Vergleichbarkeit als große Herausforderung

Zweifellos dürfte die ausführliche Ausarbeitung der EBA im Juli 2014¹ zu den unterschiedlichen nationalen Rahmenbedingungen von Covered Bonds und die Darstellung der erfolgreichsten Modelle (Best Practice Principles) den Entscheidern wahrscheinlich zum ersten Mal im Detail die Heterogenität der Assetklasse und die Schwierigkeit einer Harmonisierung vor Augen geführt haben. Trotz aller Gemeinsamkeiten, wie etwa das erstrangige Rückgriffsrecht auf die Emittenten und eine sichernde Deckungsmasse, weisen Covered Bonds je nach Land und teils auch innerhalb eines Marktes zahlreiche Unterschiede auf. Hinzu kommen die vielen Veränderungen einzelner Komponenten des Produktes in den letzten Jahren, die jedoch weder durchgehend in jedem Markt

¹ EBA/Op/2014/04 vom 01.07.2014, EU Covered Bond Frameworks and Capital Treatment

noch einheitlich stattgefunden haben. Dazu zählen nicht zuletzt das Vorhalten eines Liquiditätspuffers, die bedingte Fälligkeitsverlängerung und die Verwendung alternativer Deckungswerte, wie zum Beispiel KMU-Finanzierungen.

Leitlinien für die besten Standards der EBA zeigen Heterogenität des Marktes auf



Quelle: EBA's Best Practice Principles 2014, Helaba Volkswirtschaft/Research

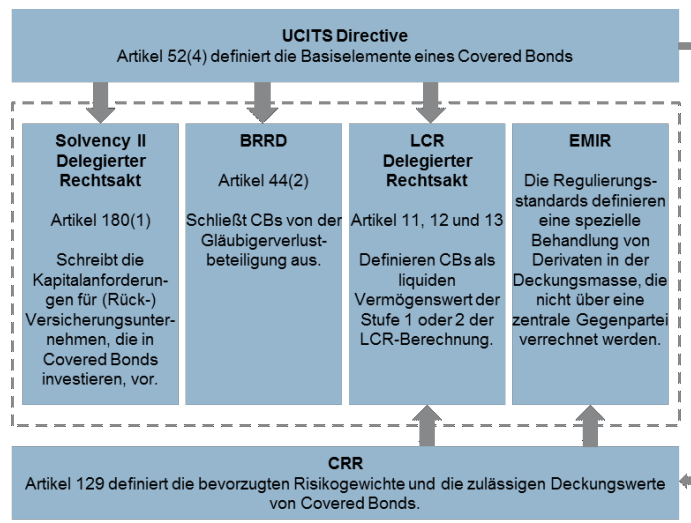
Präzise Definition von EU Covered-Bonds oberste Prämisse

Bis heute legt die UCITS-Richtlinie Art. 52(4) die Voraussetzungen für den Sonderstatus von Covered Bonds fest. Diese umfassen im Wesentlichen:

- Der Emittent muss ein Kreditinstitut sein.
- Emissionen müssen in einem besonderen Gesetz geregelt sein.
- Der Emittent muss einer besonderen öffentlichen Aufsicht unterliegen.
- Die zulässigen Deckungswerte müssen gesetzlich geregelt sein.
- Die Deckungsmasse muss ausreichen, um die Forderungen der Gläubiger abzudecken.
- Die Gläubiger müssen bei Ausfall des Emittenten ein vorrangiges Recht auf die Deckungswerte haben.

Covered Bonds, die diese Anforderungen erfüllen, galten bislang als besonders sichere Anlage und wurden in einigen aufsichtsrechtlichen EU-Regelwerken bevorzugt behandelt. Immerhin erwies sich die Assetklasse in der Finanzkrise als recht stabil und liquide. Allerdings nahm die Heterogenität bei Covered Bonds in der Zwischenzeit deutlich zu. Die zunehmende Verwässerung des Produkts und die Zunahme von Risikofaktoren bereiten dem Gesetzgeber daher zunehmend Sorge. Die Definition von Mindeststandards für einen EU Covered Bond soll daher gemäß Kommission auch ein wichtiger Schritt zur Qualitätssicherung des Produktes sein.

Aufsichtsrechtliches Rahmenwerk der EU fußt auf der UCITS-Richtlinie von 2009²



Quellen: ECBC, Helaba Volkswirtschaft/Research

Zur Rechtfertigung niedriger Risikogewichte bei der Eigenkapitalunterlegung von Covered Bonds bei Banken folgte 2013 die Aufnahme weiterer Anforderungen in Art. 129 der CRR³ (Capital Requirements Regulation). Diese erlauben nur noch die traditionellen Deckungswerte (Flugzeugfinanzierungen und KMU-Finanzierungen sind nicht inbegriffen), setzen Höchst-Beleihungsgrenzen fest und legen Anlegern erstmalig eine Nachweispflicht über den Erhalt von Portfolio-Informationen auf.

Qualitätssicherung Voraussetzung für Erhalt des Sonderstatus

Die bevorzugte regulatorische Behandlung von Covered Bonds ist jedoch keineswegs in Stein gemeißelt. Schon in ihren Empfehlungen von 2014⁴ empfahl die EBA, die Voraussetzungen für die bevorzugte Gewichtung bei der Eigenkapitalunterlegung etwa um das Vorhalten eines Liquiditätspuffers und die Rolle der Aufsichtsbehörde zu erweitern. Die nun geplante Schaffung von Mindeststandards für einen EU Covered Bond könnte für die gewünschte Qualitätssicherung sorgen und somit eine deutliche Ausweitung des Art. 129 der CRR weitgehend entbehrlich machen.

Warten auf den Gesetzesvorschlag

Obwohl die EBA 2014 mit ihren Leitlinien zu vorbildlichen Standards von Covered Bonds Verbesserungen von nationalen Rahmenbedingungen angeregt hatte, blieben diese bislang weitgehend aus. So wurde spätestens mit Beginn der Konsultation durch die EU-Kommission über die Vorteile und mögliche Gestaltung eines EU-Rahmens für Covered Bonds im September 2015 klar, dass es die EU nicht bei reinen Empfehlungen belassen würde. Viele Länder, u.a. Spanien und Österreich, dürften angedachte Änderungen daraufhin auf Eis gelegt haben, Aber auch die anderen Ländern harren derzeit der Vorgaben, die von der EU-Kommission jüngst für das erste Quartal 2018 angekündigt wurden. Aufgrund des aufwändigen EU-Gesetzgebungsverfahrens ist mit einem Gesetzeserlass jedoch frühestens Mitte 2018 zu rechnen.

² UCITS Directive 2014/91/EU änderte die Directive 2009/65/EC aber nicht Art. 52(4)

³ Capital Requirements Regulation (EU) NO 575/2013

⁴ Best Practice Principles EBA von 2014

Richtlinie mit Umsetzungsvorgabe bis Ende 2019 erwartet

Nachdem sich die meisten Länder und Harmonisierungs-Befürworter sowie nicht zuletzt das Europäische Parlament für neue Standards in Form von übergeordneten Grundsätzen und somit in Form einer europäischen Richtlinie (Directive) ausgesprochen haben, scheint das Format gesetzt. Eine Richtlinie hätte den Vorteil, dass die europäischen Vorgaben zwar grundsätzlich in nationales Recht umgesetzt werden müssen, wie dies etwa bei der Bank Restructuring and Resolution Directive (BRRD) der Fall war. Dennoch könnte die nationale Ausgestaltung dieser Prinzipien offen gelassen und somit Eigenheiten nationaler Covered Bond-Systeme berücksichtigt werden.

Wir gehen davon aus, dass man – ähnlich dem Umsetzungs-Zeitplan nach Inkrafttreten der BRRD – der Umsetzung der Covered Bond-Richtlinie in nationales Recht bis zu zwei Jahren Zeit geben wird. Die nationalen Covered Bond-Rechtsrahmen dürften damit frühestens Ende 2019 in Kraft treten.

Drei Vorarbeiten geben Richtung vor

In den Gesetzesvorschlag dürften neben den Erkenntnissen aus der öffentlichen Konsultation folgende, seit Ende 2016 veröffentlichte Ausarbeitungen bzw. Stellungnahmen einfließen:

- Das von der EBA empfohlene Drei-Stufen-Modell zur Harmonisierung von Covered Bonds vom Dezember 2016⁵. Es führt aus, welche Vorgaben für alle Covered Bonds per Gesetz gelten sollen, welche in der CRR und welche nur empfehlend angesetzt werden könnten.
- Eine von der Kommission in Auftrag gegebene Auswirkungsstudie der ICF⁶, die die aktuellen Marktverhältnisse sowie Kosten und Nutzen einer möglichen EU-Gesetzgebung einschätzt.
- Ein Bericht des Europäischen Parlaments⁷, das zwar eine Gesetzgebung auf Basis von übergeordneten Grundsätzen und Zielen befürwortet, aber dennoch ein Rahmenwerk anstrebt, das auf den qualitativ hochwertigen Besonderheiten einiger gut funktionierender Covered Bond-Systeme aufbaut. Zudem forderte das Parlament, dass Finanzinstrumente, die durch risikoreichere Deckungswerte besichert werden, bei Name und Gesetzgebung von klassischen Covered Bonds zu trennen sind.

⁵ EBA (2016), "Recommendation on harmonization of covered bond frameworks in the EU". EBA-Op-2016-23, 20.12.2016.

<http://www.eba.europa.eu/documents/10180/1699643/EBA+Report+on+Covered+Bonds+%28EBA-Op-2016-23%29.pdf>

⁶ ICF (2017), „Covered Bonds in the European Union: Harmonisation of legal frameworks and market behaviours“. Study for the European Commission (May 2017) <https://publications.europa.eu/de/publication-detail/-/publication/eaaf2b51-39e2-11e7-a08e-01aa75ed71a1>

⁷ European Parliament (2017) "Towards a pan-European covered bonds framework". (2017/2005(INI)) 26.06.2017, <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//NONSGML+REPORT+A8-2017-0235+0+DOC+PDF+V0//EN>

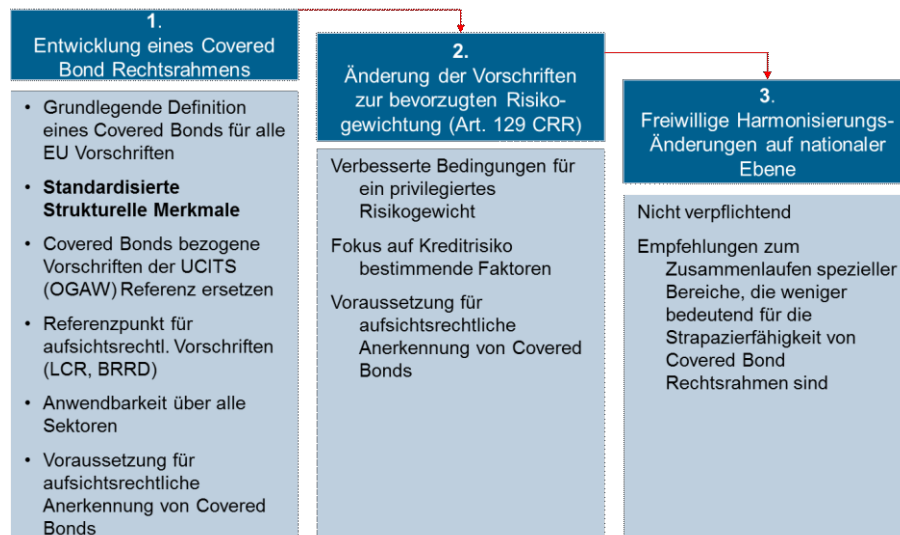
EBA mit Drei-Stufen-Modell

Im Dezember 2016 hatte die EBA ihre Empfehlungen zur Harmonisierung von Covered Bonds an die Europäische Kommission übermittelt. Vorausgegangen war eine Analyse von 22 europäischen Covered Bond-Märkten, die insbesondere große Unterschiede bei der Rolle der Aufsichtsbehörden, den Vorgaben zur Absicherung von Liquiditätsrisiken, der Zusammensetzung der Deckungsmassen, den Stresstests zur Deckungsrechnung sowie der Transparenz gegenüber Anlegern offenbarte.

1. Stufe: Verbindliche Covered Bond-Definition

Die Empfehlungen der EBA sehen ein 3-Stufen-Modell vor, das auf der ersten Stufe einheitliche und verbindliche Kriterien für die Abgrenzung von Covered Bonds vorgibt, die eine regulatorisch bevorzugte Behandlung in Anspruch nehmen wollen. Diese grundlegende Definition soll der neue Referenzpunkt für aufsichtsrechtliche Regularien, wie zum Beispiel Solvency II, BRRD, LCR, sein und damit die Vorgaben der UCITS-Richtlinie ersetzen.

Drei-Stufen-Modell der EBA



Quellen: EBA, Helaba Volkswirtschaft/Research

Zahlreiche neue Standards für strukturelle Merkmale

Neben der Erweiterung einiger bestehender Vorschriften der UCITS-Richtlinie empfiehlt die EBA, den neuen Qualitätsstandard für Covered Bonds durch Ergänzungen im EU-Rahmenwerk sicherzustellen. Als Basis für diesen Vorschlag dürften nicht zuletzt die Best-Practice Principles aus dem Jahr 2014 dienen. So empfiehlt das Gremium, Standards für folgende strukturelle Merkmale zu setzen:

- Doppelter Rückgriff (erweitert), Separierung der Deckungswerte (neu), Insolvenzsicherheit (neu)
- Deckungsanforderung (erweitert), Anforderungen an Liquiditätsrisikoabsicherung (neu), und Derivate in Deckung (neu)
- Anforderungen an den Treuhänder (Cover pool monitor) (neu), Anforderungen der Aufsicht (neu), Verwaltung nach Insolvenz des Emittenten (neu)
- Transparenzanforderungen (derzeit nur in der CRR adressiert) (erweitert)
- Anforderungen an Soft Bullet- und Conditional Pass-Through-Covered Bonds (neu)

Insbesondere die genannten „neuen“ Covered Bond-Standards könnten zu teilweise weitreichenden Änderungen einzelner nationaler Rechtsrahmen führen. Hierzu zählen wir insbesondere die Anforderungen an Covered Bonds mit Fälligkeitsverlängerungen. Doch auch der von der EBA zur Liquiditätsabsicherung vorgeschlagene Puffer an liquiden Aktiva in Höhe der Nettoszahlungsabflüsse in den nächsten 180 Tagen würde vereinzelt noch für Veränderungsbedarf sorgen.

Erweiterte Transparenzanforderungen brächten Erleichterungen für die LCR-Einstufung

Dank der ECBC-Initiative HTT (Harmonised Transparency Template), die bereits einen eigenen europäischen Standard etabliert hatte (siehe Covered Bond Profiles Europa vom 30.05.2017 und 07.09.2017), dürfte es bei den Transparenzanforderungen dagegen nur zu wenigen Änderungen kommen. Neu sind die von der EBA vorgeschlagene Veröffentlichung von Transaktionsdokumenten, die Aufnahme von Informationen zu Vertragsparteien und die Anforderung, dass Emittenten künftig eine eigene Beurteilung der LCR- und CRR-Fähigkeit vorzunehmen haben.

Gerade die Zuordnung der Papiere zu einzelnen LCR-Stufen erwies sich bislang sowohl für Investoren als auch für Finanzinformationsdienste aufgrund der komplexen Vorschriften oft als schwierig. Nicht zuletzt die zahlreichen Besonderheiten der einzelnen Wertpapiere sprechen unseres Erachtens für den Vorschlag der EBA, diese Einschätzung in die Berichtspflicht des Emittenten zu integrieren.

2. Stufe: Änderungen CRR-Vorschriften

Mit ihren Vorschlägen vermeidet es die EBA, zur Rechtfertigung der bevorzugten Eigenkapitalunterlegung von Covered Bond-Anlagen die bestehenden CRR-Vorschriften deutlich auszuweiten.

EBA-Vorschlag zu Vorgaben des Art. 129 CRR

Zulässigkeit von Vermögenswerten (erweitert):

Keine Ausweitung der qualifizierenden Deckungswerte (keine SME (KMU-) oder Infrastrukturdarlehen), Prüfung der derzeit erlaubten Schiffsfinanzierungen

Ersatzdeckung (neu):

Zulässige Werte: Keine Veränderung (Art. 129, 1a,b,c)
Grenze: 15 % (anwendbar auf Mindestüberdeckung)

Beleihungsgrenzen (erweitert):

Keine Änderungen (d.h. 60 % für gewerbliche Darl., 80 % für wohnwirtschaftl. Darl.), aber Klarstellung zur Anwendung gefordert

Einheitliche Mindestüberdeckung (neu):

5 % (die Festlegung der Höhe soll auf Basis der Auswirkungsstudie erfolgen)

Quellen: EBA, Helaba Volkswirtschaft/Research

Mindestüberdeckung größtes Novum

Einzig Einschränkungen zur Ersatzdeckung und die Vorgabe einer einheitlichen Mindestüberdeckung von womöglich 5 % sollen ihren Weg in die CRR-Vorschriften finden. Letzteres wäre das größte Novum in der CRR. Eindeutige Hinweise, welche Berechnungsmethode künftig gelten könnte, gibt die Auswirkungsstudie nicht. Das EU-Parlament stellt sich derzeit gegen eine konkrete Vorgabe zur Mindestüberdeckungshöhe auf EU-Ebene. Sollte sich eine einheitliche Anforderung durchsetzen, glauben wir, dass die Organisationen der nominalen Berechnungsweise aufgrund ihrer Einfachheit den Vorzug geben werden.

Gemäß EBA-Vorschlag setzt die bevorzugte Gewichtung von Covered Bonds bei der Berechnung der Eigenkapitalunterlegung also künftig die Einhaltung der Vorgaben aus der ersten und zweiten Stufe des Modells voraus.

3. Stufe: Wenig freiwillige Änderungen zu erwarten

Mit der dritten Stufe bezeichnet die EBA in ihrem Vorschlag die freiwillige Harmonisierung von bestimmten Bereichen. So regt sie insbesondere bei folgenden Elementen eine Annäherung an:

- Zusammensetzung der Deckungsmasse (homogen, nur eine Deckungsart, Mischung aus wohnwirtschaftlichen und gewerblichen Deckungswerten soll unter Einhaltung bestimmter Vorgaben möglich bleiben)
- Deckungsmassen sollen nur Vermögenswerte aus Ländern des EWR oder vergleichbaren Ländern sein
- Berechnung des Beleihungs-/Marktwerts soll nach speziellen Vorschriften erfolgen; Beleihungswert soll mindestens jährlich aktualisiert werden
- Durchführung von regelmäßigen Stresstests für Kredit-, Zins-, Währungs- und Liquiditätsrisiken

Nennenswerte Veränderungen sind aufgrund der Vorschläge der dritten Stufe aus unserer Sicht nicht zu erwarten. So dürften die Marktteilnehmer in den nächsten Jahren erst einmal mit der Umsetzung und Bewertung der verpflichtenden Harmonisierungsvorgaben beschäftigt sind. Zudem wird die Nichteinhaltung der Vorschläge keinerlei aufsichtsrechtliche Auswirkungen haben.

EU-Auswirkungsstudie untersucht EBA-Vorschläge

Die von der EU-Kommission im Anschluss an die Vorschläge der EBA in Auftrag gegebene Auswirkungsstudie bestätigt die Vorteile einer Harmonisierung im Sinne der beschriebenen Ziele. Die Analyse versucht einerseits, die damit verbundenen Auswirkungen (Anstieg des Vertrauens, Verringerung des Risikos) preislich zu quantifizieren⁸. Andererseits untersucht sie den aus den EBA-Vorschlägen resultierenden Anpassungsbedarf bei den nationalen Regelwerken. Schließlich definiert sie in Anlehnung an das EBA-Modell zwei Säulen, auf denen die EU-Gesetzgebung basieren könnte. In der ersten Säule sollen ebenfalls strukturelle Aspekte verankert werden, in der zweiten qualitative und quantitative Mindeststandards, wie zulässige Deckungswerte, Ersatzdeckung, Beleihungsgrenzen, Bewertungshäufigkeit und Mindestüberdeckungsquote.

Sowohl der EBA-Vorschlag als auch die Empfehlungen der EU-Auswirkungsstudie orientieren sich offensichtlich stark an den besonders gut funktionierenden europäischen Covered Bond-Regimen, wie etwa die in Deutschland, Frankreich oder den Niederlanden.

⁸ Die Studie geht von einer Verbesserung des Preises um – konservativ gerechnet - 5 Basispunkte aus.

Grad der Erfüllung der EBA-Best Practice Principles nach Ländern

Laut EBA-Vorschlag zu adressieren in:

| | Austria | Belgium | Cyprus | Czech Republic | Denmark | Finland | France | Germany | Greece | Ireland | Italy | Luxembourg | The Netherlands | Poland | Portugal | Romania | Slovakia | Slovenia | Spain | Sweden | UK | Norway | |
|---------|--|---------|--------|----------------|---------|---------|--------|---------|--------|---------|-------|------------|-----------------|--------|----------|---------|----------|----------|-------|--------|----|--------|---|
| Stufe 1 | Zweifacher Rückgriff | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● |
| Stufe 1 | Abtrennung der Deckungsmasse | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● |
| Stufe 1 | Insolvenzicherheit | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● |
| Stufe 1 | Verwaltung der Deckungsmasse nach Insolvenz/Resolution | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● |
| Stufe 3 | Zusammensetzung der Deckungsmasse | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● |
| Stufe 3 | Deckungswerte von unterschiedlichen Ländern | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● |
| Stufe 2 | LTV-Grenzen | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● |
| Stufe 3 | LTV-Bestimmung der Bewertung und Häufigkeit der Neubewertung | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● |
| Stufe 2 | Deckungsprinzip und gesetzl./aufsichtsrechtl. Überdeckung | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● |
| Stufe 1 | Nutzen von Derivaten | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● |
| Stufe 1 | Liquiditätspuffer | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● |
| Stufe 3 | Stress testing | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● |
| Stufe 1 | Ernennung des Deckungsmassen-Kontrolleure | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● |
| Stufe 1 | Aufsicht des Emittenten | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● |
| Stufe 1 | Pflichten und Befugnisse der Aufsicht - nach Insolvenz | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● |
| Stufe 1 | Umfang der Transparenzberichte | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● |
| Stufe 1 | Häufigkeit der Veröffentlichungen | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● |

● Anforderungen nicht erfüllt ● Anforderungen teilweise erfüllt ● Anforderungen erfüllt

Quellen: IFC Study (basierend auf dem EBA Bericht Dez. 2016), Helaba Volkswirtschaft/Research

EU-Parlament für mehr Differenzierung bei Instrumenten

Auch das Europäische Parlament hat sich in seinem Bericht sehr intensiv mit dem Thema Harmonisierung von Covered Bonds beschäftigt. Es wartet sogar mit eigenen konkreten Vorstellungen auf. So fordern die Abgeordneten die Kommission auf, Covered Bonds nach ihrer Qualität in „Premium Covered Bonds (PCBs), Ordinary Covered Bonds (OCBs) und European Secured Notes (ESNs) zu kategorisieren. Maßgeblich für PCBs wäre gemäß dem Vorschlag die Einhaltung der Vorgaben des Art. 129 der CRR (wobei die Zulässigkeit von Schiffskrediten überprüft werden soll). OCBs sollten sich nach den Vorgaben des Art. 52(4) der UCITS richten. ESNs könnten demnach gedeckte Papiere mit einigen Covered Bond-gleichen Grundsätzen, wie doppelter Rückgriff, Deckungsanforderungen oder Anforderungen an den Treuhänder sein, jedoch risikoreichere Aktivitäten, wie KMU-Kredite, Konsumenten- oder Infrastrukturkredite, finanzieren. Beispielfähig sei hier der 2013 emittierte SME Covered Bond der Commerzbank, der dem Vorschlag einer ESN entspräche. Gleichzeitig bittet das Parlament die Kommission, die Rahmenwerke für die genannten Instrumente gleichzeitig vorzulegen, um Marktunterbrechungen zu verhindern. Die EBA soll nach dem Willen der Parlamentarier Empfehlungen für die zulässigen Deckungswerte, Beleihungsgrenzen und Mindestüberdeckungsquoten dieser drei Produkte sowie Leitlinien für die öffentliche Aufsicht zu formulieren.

Vorschläge des Europäischen Parlaments mit hohem Gewicht

Wir glauben, dass der Bericht des europäischen Parlaments das größte Gewicht bei der Erarbeitung eines Gesetzesvorschlags haben wird. Immerhin muss das Parlament dem Gesetzesvorschlag zustimmen. Denkbar wäre u.E. aber auch ein Kompromiss mit dem 3-Stufen-Modell der EBA, der den Ordinary Covered Bond den Standards der ersten Stufe und den Primary Covered Bond den Anforderungen der zweiten Stufe des EBA-Modells zuordnet. Dass die EU-Kommission den Wunsch nach einer European Secured Note ernst nimmt, zeigt die jüngst angekündigte Studie, die die Institution zur Analyse des Marktpotenzials von ESNs vergeben will.

ESNs attraktive Alternative für Emittenten und Investoren

Aus unserer Sicht verbreitert dieses neue Instrument die Refinanzierungsseite der Banken und ist insbesondere für Häuser mit schwacher Einlagenbasis oder schlechteren Bonitäten interessant. Dabei liegen die zu erwartenden Risikoaufschläge sicherlich näher an den Covered Bond-Spreads als an den Prämien von erstrangig unbesicherten Bankanleihen. Gründe dafür sind die vom Parlament für ESNs angedachte Covered Bond-ähnlichen Mindeststandards sowie die geplante Ausnahme der Papiere bei der Verlustbeteiligung von in Schieflage geratenen Banken. Auch Anlegern böte sich damit aus unserer Sicht mittelfristig eine attraktive Alternative. Voraussetzung bleibt jedoch, dass eine hinreichende Anzahl von Emittenten diese neue Finanzierungsform nutzt. Immerhin haben viele Häuser noch alle Hände voll mit dem Abarbeiten anderer struktureller Probleme zu tun.

EU-Rahmenwerk wohl an höchsten Standards orientiert

Bei ihrer Arbeit dürfte die EU-Kommission wohl auch die Anregung des Parlaments nicht aus den Augen lassen, das EU Rahmenwerk an den höchsten Standards auszurichten. So betonte sie selbst bereits in einem Bericht Anfang Juni 2017⁹, dass es ihr Ziel sei, ein EU Covered Bond-Label zu schaffen, das eine bevorzugte regulatorische Behandlung rechtfertigen soll. ADies kann unseres Erachtens nur gelingen, wenn die hohen Qualitätsstandards einiger gut funktionierender Covered Bond-Systeme Eingang in den Richtlinienentwurf finden.

⁹ European Commission (2017) „Inception Impact Assessment“ zur Initiative eines integrierten Covered Bond Rahmenwerks der Europäischen Kommission vom 09.06.2017

Gemeinsame Bestrebungen erkennbar

Gegenüberstellung ausgewählter Vorschläge

| Standards für Covered Bonds | | |
|--|---|--|
| EBA | EC-Studie | Europäisches Parlament |
| Wesentliche Komponenten: Konzept des zweifachen Rückgriffsrechts, Abtrennung der Deckungsmasse und Insolvenzsicherheit | | |
| Absicherung des Liquiditätsrisikos: 180-Tage Regel (EP: ausser bei Soft Bullets und PT) | | |
| Derivatennutzung nur zum Hedging und keine Kündigung bei Ausfall der Bank | | |
| Unabhängiger Deckungsmassen-Kontrollleur/Treuhänder | | |
| Detaillierte Transparenzberichtsvorgaben | | |
| Spezielle Aufsichtsfunktion, getrennt von der sonstigen Aufsicht über die Bank (auch nach Ausfall der Bank) | | |
| Getrennter Verwalter mit speziell definierten Befugnissen und Pflichten | | |
| Mindestüberdeckung | | |
| EBA | EC-Studie | Europäisches Parlament |
| 5% Mindestüberdeckung (EC Studie: als Qualifikation für jeden Covered Bond, (EBA: nur als Qualifikation für die bevorzugte Eigenkapitalbehandlung) | | grundsätzlich gefordert, Höhe jedoch gemäß nationalem Recht |
| Fälligkeitsverlängerung | | |
| EBA | EC-Studie | Europäisches Parlament |
| Fälligkeitsverlängerung bei Soft-Bullet und Conditional Pass-Through Covered Bonds nur <u>nach</u> Ausfall des Emittenten erlaubt | | Fälligkeitsverlängerung nur - nach Insolvenz/Resolution und mit Genehmigung der Aufsicht oder - ausgelöst durch objektive Finanzereignisse gemäß nationaler Gesetzgebung |
| Deckungstest | | |
| EBA | EC-Studie | Europäisches Parlament |
| Erwartete Zahlungseingänge sollen all projizierten Zahlungsverbindlichkeiten auf Nominalwertbasis abdecken. Swaps sollen mit dem Höheren aus Nettozahlungen und Glattstellungskosten eingehen. | Nur Vorgabe von Grundsätzen (Konkretisierung im nationalen Recht) | Wert der Deckungswerte soll den der Zahlungsverpflichtungen übersteigen, Bewertungsmethoden im nationalen Recht |
| Weiche / Harte Beleihungsgrenze | | |
| EBA | EC-Studie | Europäisches Parlament |
| "Weiche" Beleihungsgrenze (Qualifikation eines Hypothekenkredits für die Deckungsmasse unabhängig von seiner Beleihungsquote, allerdings zählt nur der Teil unterhalb der Beleihungsgrenze für den Deckungstest) | "Weiche" Beleihungsgrenze erlaubt, aber kein Standard | Standard oder nationales Recht |

Quellen: EBA Recommendations (2016), IFC Studie (2017), Bericht des Europäischen Parlaments (2017) Moody's „Europe moves closer to credit positive harmonisation of covered bond standards“ v. 17.07.2017, Helaba Volkswirtschaft/Research

Glossar

| | |
|--|--|
| BRRD | Bank Recovery and Resolution Directive. Die EU-Richtlinie zur Sanierung und Abwicklung von harmonisiert die Instrumente für die Sanierung oder Abwicklung von Kreditinstituten in der EU. Die BRRD schreibt vor, dass bei Scheitern einer Bank in der Regel zunächst deren Eigentümer und Gläubiger die Risiken und Verluste tragen müssen („Bail-in“), und erst danach ein von der gesamten Bankenindustrie finanzierter Abwicklungsfonds (Single Bank Resolution Fund, SBRF). Im Extremfall können staatliche Institutionen weiterhin an der Sanierung oder Abwicklung eines Instituts finanziell beteiligt werden („Bail-out“). (Quelle: Deutsche Bundesbank) |
| CRD IV/CRR | Capital Requirements Directive IV und Capital Requirements Regulation bezeichnen die EU-Richtlinie und EU-Verordnung, die auf europäischer Ebene die bankaufsichtlichen Regelungen umsetzen, die im Wesentlichen auf dem Basel III-Regelwerk beruhen. (Quelle: Deutsche Bundesbank) |
| EBA | European Banking Authority, Europäische Bankenaufsichtsbehörde |
| KMU | Kleine und mittlere Unternehmen (Englisch: SME für Small medium-sized enterprises) |
| LCR | Liquidity Coverage Ratio, Mindestliquiditätsquote oder Liquiditätsdeckungsquote |
| Soft Bullet Covered Bonds | Covered Bonds mit Fälligkeitsverschiebung. Die Fälligkeitsverschiebung ist ein Mittel zur Reduzierung des Liquiditätsrisikos im Extremszenario. Gerade bei anstehenden großvolumigen Fälligkeiten könnte ein Zeitgewinn zur Liquiditätsbeschaffung von Nöten sein, um einen Ausfall der Covered Bonds zu vermeiden. Dieses Zeitgewinns nach Ausfall der Bank bedienen sich sowohl Soft Bullet-Covered Bonds als auch Conditional Pass-Through-Covered Bonds. Der bedeutendste Unterschied liegt in der Länge des Zeitgewinns. Soft Bullet-Covered Bonds erlauben i.d.R. eine Verschiebung um bis zu zwölf Monate. |
| Conditional Pass-Through-Covered Bonds | Covered Bonds mit bedingter Fälligkeitsverschiebung und Durchleitung von Zahlungsströmen: Bei Eintritt bestimmter Bedingungen verschieben sich Zins- und Kapitalzahlungen dieser Covered Bonds entsprechend des Zahlungsprofils der Deckungswerte. |
| Überdeckung | Überdeckung ist der Anteil der sichernden Deckungsmasse, der die Höhe der Covered Bonds übersteigt. Die Überdeckung wird in der Regel auf Basis der Nominalwerte der Deckungsmasse und der Covered Bonds wiedergegeben, kann aber auch barwertig gemessen werden. |
| UCITS | Undertakings for Collective Investment of Transferable Securities (Deutsch: OGAW für Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren) |

Weitere relevante Publikationen:

Credit Special: NSFR: Banken auf Kurs, Malus für Covered Bonds

August 2017

Credit Special: Europäische Banken: IFRS 9 erhöht Gewinnvolatilität

Juli 2017

Credit Special: Italienische Banken: Erneut Staatsgelder für Banken in Europa

Juni 2017

Covered Bonds Special: Helaba Rechtsrahmen-Monitor: Vergleich auf einen Klick

Juni 2017

Covered Bonds Special: Skandinavische Covered Bonds: Beliebte Papiere, begrenztes Angebot

Februar 2017

Außer der Reihe: Deutschlands neue Insolvenzrangfolge bei Banken

Januar 2017

Außer der Reihe: Europäische Banken: Negativzinsen – neue Welt für Banken

September 2016

Außer der Reihe: Banken-Stresstest bestätigt Bonitätseinstufungen

August 2016

Außer der Reihe: Lösung des italienischen Bankenproblems: Die Quadratur des Kreises

Juli 2016

Außer der Reihe: Europäische Banken: Beherrschbare Risiken in Öl- und Gasindustrie

April 2016

Covered Bond Special: Schwedische Covered Bonds: Elch-Test bestanden

März 2016

Credit Focus Schwedische Banken: Steigende Risiken bei privaten Immobilienkrediten

Januar 2016

Alle Publikationen sind auf unserer Homepage [hier](#) verfügbar.

Informationen zum gesamten frei verfügbaren Research der Helaba finden Sie auf <http://volkswirtschaft.helaba.de>. Newsletter können Sie unter <https://news.helaba.de/research> abonnieren. ■