

Covered Bonds: Der Markt sorgt für Standards

Louis Hagen

Nicht nur in Deutschland drängt der Autor, als Hauptgeschäftsführer des vdp auf hohe Qualitätsmaßstäbe für den Pfandbrief, sondern auch als Chairman des European Covered Bond Councils (ECBC) möchte er einen europäischen Standard für Covered Bonds durchsetzen. Dabei reicht ihm die OGAW-Richtlinie nicht aus. Doch weil er um die Gratwanderung zwischen Harmonisierung und Bewahrung der Produktvielfalt zu wissen scheint, lehnt er weitere bürokratische Regularien ab. Vielmehr müssten aus dem Markt heraus die Qualitätsstandards gesetzt werden. Dabei sehe er die ECBC gerne als Mediator. (Red.)

Der Covered Bond-Markt gehört zu den dynamischsten Segmenten des europäischen Kapitalmarkts. Noch vor etwa zehn Jahren galten deutsche Hypothekenbanken als Pioniere, die den Pfandbrief über die nationalen Grenzen hinweg vermarkteten. Gedeckte Schuldverschreibungen aus anderen Ländern wie beispielsweise aus Dänemark, Frankreich oder der Schweiz wurden mehr oder weniger ausschließlich an nationale Investoren verkauft.

Pfandbrief erobert Europa seit einem Jahrzehnt

Getrieben vom internationalen Erfolg des Pfandbriefs entwickelten im Laufe der Jahre eine Reihe weiterer Länder gedeckte Schuldverschreibungen oder reaktivierten und modernisierten in Vergessenheit geratene Produkte aus vergangenen Zeiten. Dem Ziel der jeweiligen Emittenten, das hohe Qualitätsbedürfnis der Investoren zu befriedigen, den europäischen Standard nach Art. 22 Abs. 4 der so genannten Investmentrichtlinie (OGAW-Richtlinie) zu erfüllen und an den Erfolg des deutschen Pfandbriefs anzuknüpfen, ist es zuzuschreiben, dass die unterschiedlichen Produkte in ihren Grundstrukturen vergleichbar sind und eine Asset Klasse Covered Bonds entstehen konnte. Mittlerweile existieren in weit über 20 europäischen Ländern Covered Bonds, die zumeist auf einer spezifischen rechtlichen Grundlage emittiert werden. In den wenigen verbliebenen Ländern ohne Covered Bond Gesetze gibt es zumindest Überlegungen in diese Richtung.

Vor dem Hintergrund des dynamischen Wachstums des Segments und seiner

zunehmenden Internationalisierung sowie anstehender Richtlinienvorhaben auf europäischer Ebene mit Einfluss auf Covered Bonds drängte sich die Gründung einer europäischen Interessenvertretung förmlich auf. Im Oktober 2004 war es so weit, das European Covered Bond Council (ECBC) wurde als Bestandteil des Europäischen Hypotheken Verbandes (EHV) aus der Taufe gehoben.

Ende 2005 verzeichnete das ECBC bereits 75 Mitglieder aus über 14 europäischen Ländern. Im ECBC sind mit Emittenten, Investmentbanken, Ratingagenturen und Handelsplattformen die wesentlichen Marktteilnehmer vertreten. Das ECBC versteht sich als das Sprachrohr der am Covered Bond Markt agierenden Institutionen, als internationale Diskussionsplattform, als Promoter des Covered Bonds und Ansprechpartner für den europäischen Gesetzgeber und seine Behörden. In diesen Funktionen muss es ein Anliegen des ECBC sein, dafür zu sorgen, dass der Covered Bond das hält, was sein Label verspricht: Sicherheit.

Covered Bonds werden als weitgehend standardisierte, sehr risikoarme und liquide Anleihen angeboten, die es dem Investor ermöglichen, ohne intensive Kreditanalyse ein Produkt mit hohen Bonitätsnoten und leichten Renditeaufschlägen gegenüber Staatsanleihen zu

kaufen. Covered Bonds leben von ihrem Ruf als einfaches und sicheres, und so betrachtet „langweiliges“, Investment. Diese positive Beurteilung ist kein Selbstläufer, sondern beruht auf den Anstrengungen und der vernünftigen, investorenfreundlichen Handlungsweise der beteiligten Akteure. Diesen Ruf gilt es zu schützen, und zwar in einem Umfeld ohne spezifischen pan-europäischen Gesetzesrahmen.

Zwar basieren alle Covered Bonds auf spezifischen nationalen Gesetzen oder auf allgemeinen Rechtsgrundlagen mit spezifischen vertraglichen Verpflichtungen, die durch strenge Anforderungen an die Emittenten die Sicherheit des Produktes gewährleisten. Aber eine europäische Legaldefinition des Begriffs Covered Bond, die einen gesetzlichen Mindeststandard setzen würde, gibt es nicht.

Covered Bonds in der OGAW-Richtlinie

Lange Zeit galt die Erfüllung des Artikels 22 Absatz 4 der OGAW-Richtlinie als das Maß für Covered Bonds. Die OGAW-Richtlinie (Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren) bildet die europäische Rechtsgrundlage für die Anlage von Investmentfonds. In Artikel 22 Abs. 4 ist festgelegt, welche Voraussetzungen Schuldverschreibungen erfüllen müssen, damit Investmentfonds nicht nur fünf Prozent, sondern bis zu 25 Prozent ihres Vermögens in solchen Papieren eines Emittenten investieren dürfen.

Danach muss es sich um von einem Kreditinstitut begebene Schuldverschreibung handeln, die auf Basis gesetzlicher Vorschriften emittiert werden, die eine besondere Aufsicht der Emittenten vorschreiben und die durch Vermögenswerte gedeckt sind, auf die der Käufer der Schuldverschreibung ein Konkursvorrrecht besitzt. An die Erfüllung dieser Anforderungen sind eine Reihe weiterer Privilegien geknüpft. So genießen Banken als Investoren solcher Papiere in den meisten europäischen Ländern eine ermäßigte Eigenkapitalunterlegungspflicht von zehn Prozent.

Es lässt sich wohl zu Recht bezweifeln, ob alleine die Erfüllung dieser grob gestrickten Anforderungen selbst bereits eine hohe Sicherheit der Anleihen gewährleistet. Darüber hinaus hat sich gezeigt, dass der Markt auch dann von Covered Bonds spricht, wenn die entsprechenden gedeckten Schuldverschrei-

Der Autor

Dr. Louis Hagen ist Hauptgeschäftsführer des Verbandes deutscher Pfandbriefbanken (vdp), Berlin, und Chairman des European Covered Bond Councils (ECBC), Brüssel.

bungen, die Bedingungen der OGAW-Richtlinie nicht erfüllen. Dies gilt zum Beispiel für britische Covered Bonds, deren Emittenten bisher nicht einer besonderen Aufsicht unterliegen und damit Art. 22 Abs. 4 nicht erfüllen.

Kein „Markenschutz“

Die OGAW-Kriterien sind mithin nicht nur unzureichend, sondern vor allem im Hinblick auf die Nutzung des Begriffs Covered Bond nicht bindend. Letzteres gilt auch für die Capital Requirement Directive (CRD). Zwar wird in dieser Richtlinie erstmals der Begriff Covered Bond definiert. Danach sind Covered Bonds Schuldverschreibungen, die Artikel 22 Abs. 4 OGAW-Richtlinie erfüllen und bei denen nur spezifizierte Werte, nämlich Hypotheken-, Staats- und Schiffsfinanzierungen, sowie in begrenztem Maße Mortgage Backed Securities (MBS) und Forderungen gegen Kreditinstitute, zur Deckung verwendet werden dürfen.

Das heißt aber noch lange nicht, dass damit Schuldverschreibungen, die die genannten Voraussetzungen nicht erfüllen, nicht den Namen Covered Bond verwenden dürften. Denn der Regelungsgehalt der CRD richtet sich nicht auf den Schutz des Begriffs, sondern auf die Spezifizierung der Voraussetzungen, die erfüllt werden müssen, damit eine Schuldverschreibung in den Genuss einer privilegierten Risikogewichtung kommt. Das bedeutet, erfüllt eine Schuldverschreibung die Voraussetzungen der CRD nicht, wird sie bei der Eigenkapitalunterlegung nicht privilegiert behandelt, darf sich aber trotzdem Covered Bond nennen.

Gegenüber der Situation vor der CRD hat sich damit in Richtung Covered-Bond-Namensschutz nichts verändert. Es ist somit nicht zu verhindern, dass unter dem Deckmantel Covered Bond auch zweifelhafte Qualität emittiert werden könnte. Zwar würden die Analysten von Ratingagenturen und Investmentbanken so etwas schnell aufdecken, aber der Name Covered Bond wäre dennoch mit einem Makel behaftet. Würde ein Covered Bond in Probleme kommen oder gar ausfallen, käme es zu einem gewaltigen Imageschaden für die gesamte Assetklasse. Da viele deutsche Pfandbriefbanken, aber auch andere europäische Institute, auf die günstige Refinanzierung über den Pfandbrief beziehungsweise Covered Bond angewiesen sind, hätte dies nicht nur fatale Folgen für die

Kreditinstitute, sondern auch für deren Kunden.

In solchen Fällen liegt der Ruf nach dem Gesetzgeber nahe. Ganz davon abgesehen, dass die Folgen eines solchen Rufes nicht absehbar sind, müsste nachgewiesen werden, dass ein Regelungsbedarf besteht. Dieser liegt derzeit nicht vor, da sich die Marktteilnehmer verantwortungsbewusst verhalten. Darüber hinaus hat sich der europäische Wettbewerb bisher durchaus positiv auf die Produkte, deren Vielfalt und das Marktverhalten ausgewirkt.

Um den verantwortungsbewussten Umgang mit dem Produkt sicherzustellen und dies auch den Investoren sichtbar zu vermitteln, hat es sich das ECBC zum Ziel gesetzt, Qualitätsmerkmale für Covered Bonds auszuarbeiten. In einem ersten Schritt wurde eine Arbeitsgruppe eingerichtet, die die derzeit existierenden Covered-Bond-Modelle analysiert. Damit sollen Gemeinsamkeiten und Unterschiede aufgezeigt werden. Auf Basis dieser Ergebnisse können in einem nächsten Schritt die für die Sicherheit von Covered Bonds wesentlichen Kriterien herausgearbeitet und entsprechende Mindestqualitätsstandards entwickelt werden. Darüber hinaus wird damit die Transparenz der Produkte erhöht.

Wirkung von Mindeststandards

Mit solchen Mindeststandards wird sich ein Missbrauch des Labels Covered Bond nicht gänzlich ausschließen lassen. Aber sie könnten zwei Dinge bewirken: Sie dürften einen hohen Gruppendruck auslösen, das heißt Emittenten werden aus Imagegründen versuchen, die ausgearbeiteten Mindeststandards zu erfüllen, da – und das ist das zweite Ziel – die ECBC-Mindeststandards eine Art Gütesiegel darstellen können, das den Investoren eine hohe Sicherheit des Produktes signalisiert.

Die Schwierigkeit bei der Erarbeitung der Mindeststandards liegt zweifelsohne darin, den richtigen Weg zwischen Erhalt der Vielfalt und Abgrenzung der Assetklasse zu finden. Covered-Bond-Investoren legen großen Wert auf Diversifizierung, sowohl in Bezug auf Emittenten als auch in Bezug auf Produkte. Wichtig für die Investoren ist jedoch immer, dass sie ein sicheres Produkt erwerben. Bei den Maßnahmen zur Erreichung der Sicherheit werden unterschiedliche Wege beschritten. Während für die einen eine

sehr hohe Überdeckung im Vordergrund steht, legen andere möglicherweise besonderen Wert auf eine rigorose Begrenzung von Laufzeitinkongruenzen. Die einen halten die Spezialisierung auf nationale Deckungswerte für sicherheitserhöhend, während andere eine über Europa und darüber hinaus diversifizierte Deckungsmasse für den besseren Weg erachten.

Standardisierung versus Vielfalt

Die auszuarbeitenden Mindeststandards müssen den unterschiedlichen Vorgehensweisen Rechnung tragen, da auch Investoren unterschiedliche Präferenzen haben. Gleichzeitig gilt es aber, eine zu große Zersplitterung und damit ein Auseinanderbrechen der Assetklasse zu vermeiden und das Label Covered Bond zu schützen. Diese Gratwanderung lässt sich durch eine Selbstregulierung des Marktes erfolgreich bewerkstelligen, ohne den Gesetzgeber beanspruchen zu müssen.

Neben der Schaffung von Qualitätsmindeststandards und der Erhöhung der Transparenz besteht ein Interesse der ECBC-Mitglieder, das Funktionieren des Marktes zu gewährleisten. Dabei steht die Frage der Liquidität insbesondere im Jumbosegment im Vordergrund. Auch in diesem Punkt hat der ECBC sich organisiert. Eine Arbeitsgruppe Tradingstandards befasst sich mit den Fragestellungen des Covered-Bond-Handels. Die Diskussion um die Jumbo-Pfandbriefe der AHBR hat über die Grenzen des Pfandbriefs hinaus Relevanz. Dies ergibt sich schon alleine daraus, dass die Market Maker meist international aufgestellte Häuser sind, die die Emission der Covered Bonds unterschiedlicher Provenienz begleiten. Es ist somit nur konsequent, wenn die in Deutschland geführten Diskussionen europäisch ausstrahlen. In dem Bereich der Handelsusancen dürfte das Erzielen eines gemeinsamen Marktstandards leichter zu entwickeln sein, da die Unterschiede hier weitaus geringer ausgeprägt sind als bei den Produkten selbst.

Da die Emittenten und Intermediäre ihre Bemühungen an den Investoreninteressen ausrichten, ist die Qualitätssicherung über das Setzen von Marktstandards ohne Abstriche am Anlegerschutz ohne weiteres möglich und sinnvoll. Das ECBC ist die dazu berufene und am besten geeignete Institution. Für die europäischen Regulierer dagegen sollte die von der britischen FSA zuletzt genutzte Maxime gelten: „If it's not broken don't fix it!“