

RECHT UND KAPITALMARKT

Konkurrenz für den Pfandbrief?

Europäische Kommission will das Recht für gedeckte Schuldverschreibungen harmonisieren

Von Stephan Kock und Andreas Mallin *

Börsen-Zeitung, 28.7.2018

Ein Volumen von 2,1 Bill. Euro umfasste der Markt für gedeckte Schuldverschreibungen (Covered Bonds) innerhalb der Europäischen Union im Jahr 2015 – 84 % des Weltmarkts. Spitzenreiter bei der Ausgabe waren Deutschland, Dänemark, Frankreich, Spanien und Schweden. Dass die europäischen Mitgliedstaaten Covered Bonds jeweils nach eigenem Rechtsrahmen ausgestalten, ist der EU-Kommission ein Dorn im Auge. So kündigte sie bereits Mitte 2017 im Rahmen ihrer Pläne zur Vollendung der Kapitalmarktunion bis 2019 einen Vorstoß zur Harmonisierung der Covered-Bonds-Regeln an.

Mittlerweile liegen zwei konkrete Vorschlagsdokumente auf dem Tisch: der Vorschlag für eine EU-Verordnung, welche dazu führen soll, dass die Bankenaufsicht gedeckte Schuldverschreibungen einfacher und besser anerkennt, außerdem ein Richtlinievorschlag, der Covered-Bonds-Regelungen EU-einheitlich einführen soll. Beide Vorschläge sieht die Kommission als ein Paket, das nicht zuletzt dazu beitragen soll, die Finanzierung der Realwirtschaft zu verbessern.

Höhere Sicherheit

Die Europäische Kommission sieht gedeckte Schuldverschreibungen gegenüber anderen Finanzinstrumenten im Vorteil: Sie ermöglichen es nicht nur den Banken, mehr Kredite auszureichen, indem sie ausgegebene Kredite durch die Covered Bonds refinanzieren. Anleger bieten sie eine im Vergleich zu anderen Finanzinstrumenten höhere Sicherheit, aufgrund des sogenannten doppelten Ausfallschutzes: Einerseits haftet die emittierende Bank für Ausfälle. Andererseits werden die Pfandbriefe durch erstrangige Grundschulden aus Hypothekendarlehen garantiert. Dass Sicherheit im Pfandbriefgesetz großgeschrieben und – wie die zahlreichen Änderungen der letzten Dekade zeigen – immer weiter verbessert wird, hat den Pfandbrief tatsächlich zu ei-

nem bevorzugten Investment gemacht.

Insgesamt haben sich gedeckte Schuldverschreibungen und hier insbesondere der Pfandbrief in den vergangenen Jahren als ein krisenfestes Instrument erwiesen. Im Sinne dieser Krisenfestigkeit strebt die EU-Kommission nun eine einheitliche Regulierung an.

Ein Auslöser für die Initiative der Kommission war eine Untersuchung, die die EBA 2016 veröffentlicht hatte. Danach unterscheiden sich die Regeln zu gedeckten Schuldverschreibungen in Europa (soweit vorhanden) zwar wenig im Bereich der Separierung des Deckungspools und der Insolvenzfestigkeit. Größere Unterschiede gibt es aber beim Liquiditätspuffer zur Addressierung der Liquiditätsrisiken, bei der Zusammensetzung des Deckungspools und hinsichtlich der Transparenz für die Gläubiger der Schuldverschreibungen.

Die EBA geht von einem wachsenden Markt von gedeckten Schuldverschreibungen aus und dabei von einem sich verstärkenden Trend zur Deckung durch Grundpfandrechte, einem anerkannt soliden Vermögenswert. Es geht also um die Sicherheit der gedeckten Schuldverschreibungen. Alles in allem kann man von einem gewissen Vorteil der stark regulierten Rechtsordnungen ausgehen. Ein regelrechter Wettbewerb zwischen den Rechtsordnungen um die Covered Bonds ist soweit ersichtlich nicht entstanden. Durch die Verordnung soll Artikel 129 der Capital Requirements Regulation (CRR) dahingehend geändert werden, dass gedeckte Schuldverschreibungen besser anerkannt werden.

Der Richtlinienentwurf, der die bisherigen Vorschriften der OGAW-Richtlinie ersetzen soll, gibt den Mitgliedstaaten auf, gewisse Anforderungen an die gedeckten Schuldverschreibungen in das nationale Recht umzusetzen. Er spricht fünf mögliche Szenarien für eine Neuregelung an. Dabei schwelte die vollständige Harmonisierung, die die nationalen Regelungen ersetzt, längere Zeit wie ein Damoklesschwert über den Pfandbriefregelungen. Es stand zu befürchten, dass das Pfandbriefgesetz abgelöst würde durch eine Re-

gelung, die so stark vom Pfandbriefgesetz abweicht, dass sie zu einer Verwässerung der Qualität des (deutschen) Pfandbriefes führen würde.

Letztendlich entschied man sich für eine Mindestharmonisierung auf der Grundlage bestehender nationaler Regelungen. Der Richtlinienentwurf beinhaltet nunmehr Mindestanforderungen an gedeckte Schuldverschreibungen, wie sie zum großen Teil auch aus dem Pfandbriefgesetz bekannt sind. Dazu gehören beispielsweise ein separater Deckungspool, Insolvenzferne oder ein Liquiditätspuffer.

Anders als nach dem geltenden Pfandbriefgesetz dürfen nach dem Richtlinienentwurf in den Deckungspool jedoch alle Vermögenswerte eingebracht werden, die Gegenstand einer Sicherheit sind und einen Markt- oder Beleihungswert haben. So lassen sich etwa Aktien oder sogar bewegliche Gegenstände in den Deckungspool aufnehmen.

Inwieweit dies tatsächlich zu einer Erweiterung des Deckungspools führen wird, ist angesichts des Sicherheitsbedürfnisses und der Tendenz der Hereinnahme von Grundpfandrechten in den Deckungspool eher zweifelhaft. Insbesondere dort, wo (stabile) Marktwerte fehlen und wo eine Bewertung erforderlich ist, dürfte ein erheblicher Aufwand vonnöten sein, der sich für solche Vermögenswerte kaum lohnen würde. Gleichwohl fordert der Verband der Pfandbriefbanken (VDP) hier Nachbesserungen, insbesondere eine abschließende Aufzählung der deckungspolfähigen Vermögenswerte, um eine Qualitätsverwässerung der dann „European Covered Bond“ genannten gedeckten Schuldverschreibung zu verhindern.

Mindestanforderungen

Ferner sollen künftig auch mehrere Kreditinstitute gemeinschaftlich einen Covered Bond begeben können, was sicher für kleinere Institute ein Vorteil sein kann. Unklar ist, ob hier noch die Anweisung zur Separierung des Deckungspools zu nennen ist. Die Formulierung in der Richtlinie ist nicht ganz deutlich („alle im Deckungspool enthaltenen Vermö-

genswerte müssen . . . aufgrund rechtlich verbindlicher und durchsetzbarer Vorschriften getrennt verwahrt werden . . . gilt auch im Fall der Insolvenz oder Abwicklung des Kreditinstituts“) und scheint darauf hinzudeuten, dass die Deckungswerte unmittelbar nach Bestellung der Sicherheiten auf eine vom Kreditinstitut separate Zweckgesellschaft (SPV) zu übertragen sind; das würde vom deutschen Modell der Separierung im Insolvenzfall abweichen.

Auch wenn der Wortlaut nicht eindeutig scheint, so spricht mehr dafür, keine Übertragungsverpflichtung anzunehmen: In der EBA-Untersuchung wird die Separierung aufgrund einer Eintragung in den Deckungspool ausdrücklich als Alternative zur Übertragung auf ein SPV anerkannt.

Der Richtlinienentwurf lässt die funktionierenden nationalen Märkte unberührt, indem er nur Mindestan-

forderungen aufstellt, was positiv ist. Der Pfandbrief in seiner heutigen Form wird erhalten bleiben. Theoretisch kann er Konkurrenz bekommen. Dass jedoch Investoren, die eine sichere Anlage suchen, in weniger streng ausgestaltete Produkte investieren, ist kaum zu befürchten.

Ob die Harmonisierung tatsächlich zur vermehrten Nutzung von Covered Bonds führen und damit die Finanzierung der Realwirtschaft verbessern wird, bleibt abzuwarten. Dass die Europäische Kommission hier die Initiative ergriffen hat, ist grundsätzlich zu begrüßen. Ein klares Marktbedürfnis ist hier indessen nicht zu erkennen. Und es hat sich in der Vergangenheit immer wieder gezeigt, dass Nicht-Markt-Initiativen es schwerer haben, erfolgreich zu sein.

Will die Kommission das Vertrauen in gedeckte Schuldverschreibungen stärken, sollte die Richtlinie die deckungspoolfähigen Vermögens-

werte abschließend aufzählen. Unterbleibt dies, wäre eine qualitative Unterscheidung durch die Bezeichnung der gedeckten Schuldverschreibungen (vorgeschlagen wurde bereits „Premium Covered Bonds“) wünschenswert. Doch es spricht einiges dafür, dass dies ein Wunsch bleiben wird, da es Ziel des Richtlinienentwurfs ist, alle gedeckten Schuldverschreibungen in Europa der Qualität nach gleichzustellen, um so Finanzierungskanäle zu öffnen. Eine qualitative Unterscheidung würde solch eine Gleichstellung eher konterkarieren. Immerhin einen Lichtblick gibt es für den deutschen Pfandbrief: Seinen Namen darf er behalten.

*) Dr. Stephan Kock ist Partner, Andreas Mallin ist Rechtsanwalt bei Goodwin Procter in Frankfurt.