

# Die künftige Eigenkapitalgewichtung von Pfandbriefen in Europa

Am 14. Juli 2004 ist der Richtlinienentwurf der Europäischen Kommission zur Änderung der Bankenrichtlinie 2000/12/EC und der Kapitaladäquanzrichtlinie 93/6/EEC (CAD III) veröffentlicht worden. Durch die Änderung der Solvabilitäts- und der Kapitaladäquanzvorschriften werden die Bestimmungen des überarbeiteten Baseler Eigenkapitalakkords (Basel II) in europäisches Recht übertragen. Investoren, die den aufsichtlichen Eigenkapitalvorschriften unterliegen – dazu zählen Kreditinstitute und Wertpapierfirmen – müssen beim Erwerb einer gedeckten Schuldverschreibung (Covered Bond) Eigenkapital als Risikopuffer vorhalten. Wie wird sich die Eigenkapitalunterlegung künftig ändern? Im Folgenden werden die Auswirkungen dargestellt.

DR. CHRISTIAN MARBURGER

---

Verband deutscher Hypothekenbanken, Berlin

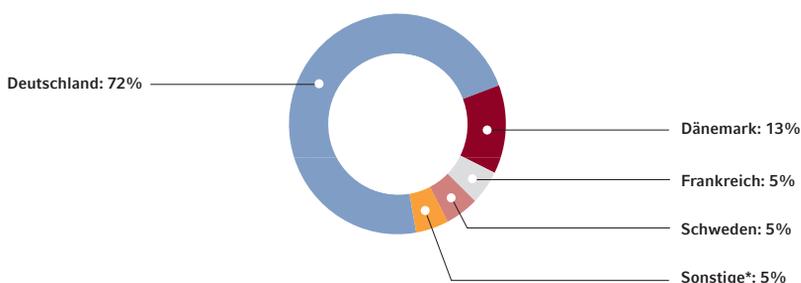
## Die OGAW-Richtlinie als Anknüpfungspunkt

Die OGAW-Richtlinie (Organismen für Gemeinsame Anlagen in Wertpapieren) reguliert Investmentfonds in der EU. Art. 22 Abs. 4 der Richtlinie enthält Regelungen für besondere Arten von Bankschuldverschreibungen. Diese Schuldverschreibungen sind durch Deckungswerte besichert. Der Begriff der gedeckten Schuldverschreibungen wird dabei jedoch nicht benutzt. Sind deren Voraussetzungen erfüllt, dürfen Wertpapierfirmen in höherem Maße in diese Art von Wertpapieren als in ungedeckte Bankschuldverschreibungen investieren. Sowohl die aktuell geltenden Art. 63 Abs. 2 der Richtlinie 2000/12/EG (Bankenrichtlinie) als auch § 13 Abs. 2 Grundsatz I, die eine 10%-Gewichtung für pfandbriefähnliche Papiere oder Pfandbriefe erlauben, verweisen dazu auf Art. 22 Abs. 4 der OGAW-Richtlinie. Auch unter den künftigen EU-Solvabilitätsanforderungen bleibt diese Bestimmung Anknüpfungspunkt für die Eigenkapitalgewichtung. Demnach muss eine Schuldverschreibung folgende Bedingungen erfüllen:

- Der Emittent muss ein Kreditinstitut in einem EU-Mitgliedstaat sein.
- Das Kreditinstitut unterliegt aufgrund gesetzlicher Vorschriften zum Schutz der Inhaber der Schuldverschreibungen einer besonderen öffentlichen Aufsicht.
- Die Erlöse aus den Schuldverschreibungen dürfen nur in gesetzlich festgelegten Vermögenswerten angelegt werden.
- Diese Vermögenswerte müssen die Ansprüche der Schuldverschreibungsgläubiger gegenüber dem Emittenten während der gesamten Laufzeit ausreichend decken.
- Im Falle der Insolvenz des Emittenten müssen die Schuldverschreibungsgläubiger ein Vorrecht auf die Deckungswerte geltend machen können.

Abbildung 1:

**Umlauf gedeckter Schuldverschreibungen in EU-Mitgliedsländern per Ende 2003**  
(Anteil am Gesamt-EU-Markt)



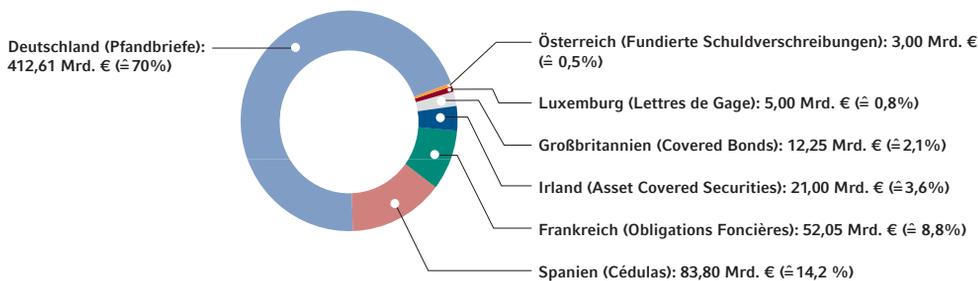
Gesamt: 1.498 Mrd. €

\* Spanien, Schweiz, Luxemburg, Irland, Norwegen, Österreich, Niederlande, Finnland

Quelle: VDH, Europäischer Hypothekenverband

Abbildung 2:

Markanteile im europäischen Jumbo-Markt (Stand: 15.07.2004)



Gesamt: 589,71 Mrd. €

Quelle: Dresdner Kleinwort Wasserstein

### Die künftigen EU-Solvabilitätsanforderungen für gedeckte Schuldverschreibungen

Wie schon bisher sollen auch künftig gedeckte Schuldverschreibungen in der EU – im Gegensatz zu Basel II – privilegiert werden. Sowohl Basel I als auch Basel II sehen keine Sondergewichtungen für gedeckte Schuldverschreibungen vor, die somit wie ungedeckte Schuldverschreibungen behandelt werden. Allerdings hatte die EU bereits zu Zeiten von Basel I entschieden, die 10%-Gewichtung zuzulassen. Mit der Fortsetzung einer Vorzugsgewichtung trägt die EU-Kommission der besonderen Sicherheit gedeckter Schuldverschreibungen Rechnung. Zudem werden erstmals auf europäischer Ebene gedeckte Schuldverschreibungen definiert.

Als gedeckte Schuldverschreibung gilt nach dem aktuellen Entwurf der europäischen Eigenkapitalregeln (CAD III) künftig eine Schuldverschreibung, die

- die Kriterien des Art. 22 Abs. 4 OGAW-Richtlinie erfüllt und
- besichert ist durch
  - Forderungen gegen oder garantiert durch Zentralstaaten, Zentralbanken, multilaterale Entwicklungsbanken, internationale Organisationen, die mit 0% gewichtet werden,
  - Forderungen gegen oder garantiert durch regionale und örtliche Gebietskörperschaften sowie öffentliche Stellen, die nach nationalem Ermessen wie Forderungen gegen Kreditinstitute oder Zentralstaaten und Zentralbanken gewichtet werden und eine 20%-Gewichtung erhalten,
  - Forderungen gegen Kreditinstitute mit einer 20%-Gewichtung. Diese Forderungen dürfen 10% des Umlaufs gedeckter Schuldverschreibungen nicht überschreiten. Nicht davon umfasst sind Forderungen gegen Kreditinstitute zum Zweck von „Transferzahlungen von Darlehensschuldern an Gläubiger gedeckter Schuldverschreibungen“. Dadurch soll sichergestellt werden, dass z.B. bei der Fälligkeit von Jumbo-Pfandbriefen für ausreichende Liquidität gesorgt werden kann, ohne durch die oben angeführte 10%-Grenze behindert zu werden;
  - durch Grundpfandrechte auf Wohnimmobilien gesicherte Forderungen bis zur Höhe von 80% des Immobilienwertes,

- durch Grundpfandrechte auf gewerbliche Immobilien gesicherte Forderungen bis zur Höhe von 60% des Immobilienwertes. Nach Zulassung durch die nationale Aufsicht bis 70% des Immobilienwertes bei einer Überdeckung der Deckungsmasse in Höhe von mindestens 10%.
- Für Immobiliensicherheiten gelten qualitative Mindestanforderungen und Bewertungsgrundsätze.

Diese Anforderungen an die Deckungswerte werden nach den Regelungen des deutschen Hypothekendarlehensgesetzes weitgehend erfüllt. Für alle vor dem Inkrafttreten der Richtlinie emittierte gedeckte Schuldverschreibungen gilt ein Bestandsschutz, sofern sie die Kriterien des Art. 22 Abs. 4 OGAW-Richtlinie erfüllen.

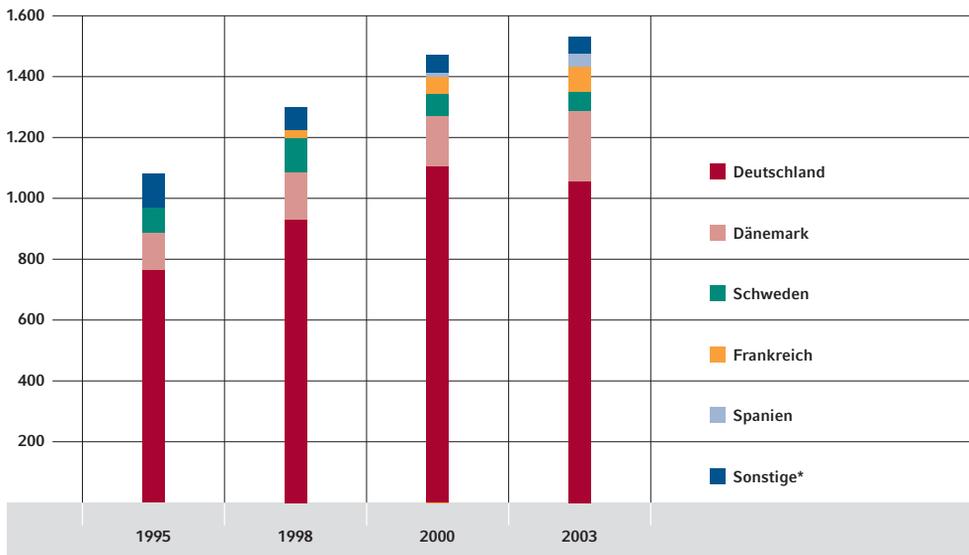
Erstmals liegt nun eine europaweit gültige Legaldefinition gedeckter Schuldverschreibungen vor, die die zulässigen Deckungswerte definiert und begrenzt. Damit werden gedeckte Schuldverschreibungen deutlich von sonstigen Bankschuldverschreibungen abgehoben. Dieser erste Schritt lässt den Spielraum für eine zukünftige Anhebung der Qualitätsanforderungen zu. Denkbar wären etwa die Separierung der Deckungsmassen vom sonstigen Vermögen des Emittenten in der Insolvenz sowie die Garantie, dass die gedeckten Schuldverschreibungen in der Insolvenz nicht fällig gestellt werden.

### „Risikosensitive“ Eigenkapitalgewichtung

Die mit Basel II verfolgte Risikoadäquanz der Eigenkapitalunterlegung vollzieht die EU-Richtlinie auch für gedeckte Schuldverschreibungen. Für die Risikogewichtung kommt es somit darauf an, ob der Investor den Standardansatz, den einfachen oder den fortgeschrittenen internen Ratingansatz anwendet. Systematisch werden gedeckte Schuldverschreibungen dabei generell wie ein gesicherter Kredit behandelt. Dies bedeutet, dass neben der

Abbildung 3:  
Umlauf gedeckter Schuldverschreibungen in Europa (1995 – 2003)

in Mrd. €

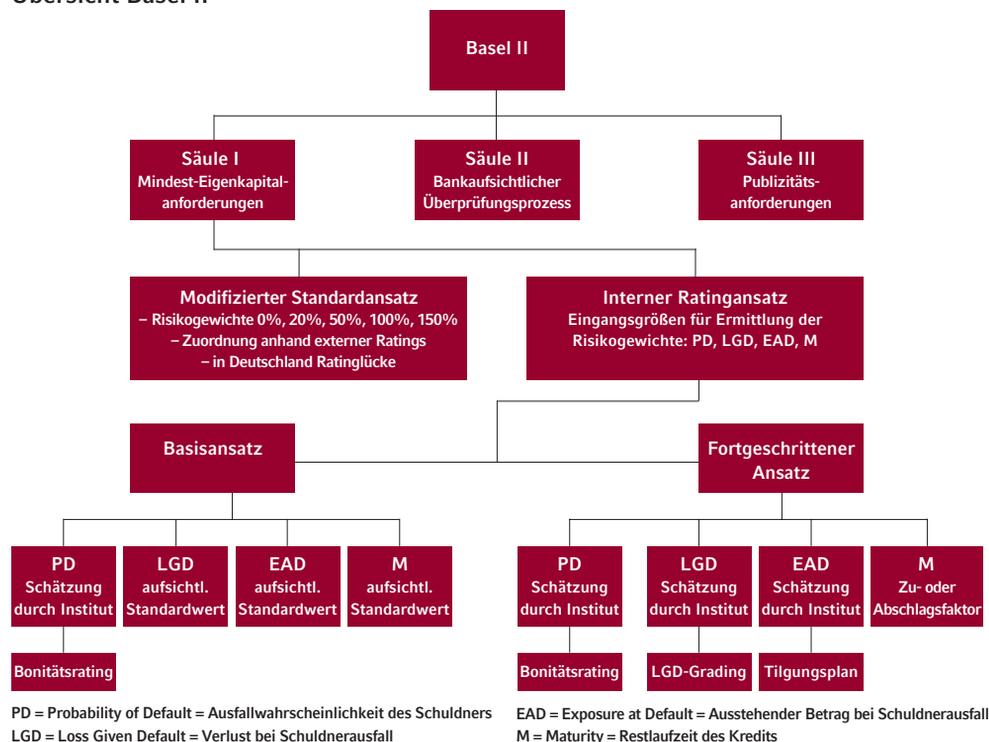


\* Schweiz, Luxemburg, Irland, Norwegen, Österreich, Niederlande, Finnland

Quelle: Europäischer Hypothekenverband

Sicherheit (Deckungsmasse) auch die Bonität des Darlehensnehmers (Emittent) für die Risikogewichtung maßgeblich ist. Die Risikogewichtung gedeckter Schuldverschreibungen wird demnach nicht von der Bonität des Emittenten abgekoppelt. Dies hätte sich durchaus rechtfertigen lassen, da die meisten Gesetze zur Emission gedeckter Schuldverschreibungen in den europäischen Mitgliedstaaten spätestens im Falle der Insolvenz die Separierung der Deckungsmasse vom sonstigen Vermögen des Emittenten vorsehen. Auch die Ratingagenturen entkoppeln das Rating der Emissionen vom Rating der Emittenten – wenngleich in unterschiedlicher Ausprägung. Die Kommission ließ sich jedoch primär von dem Gedanken leiten, dass sich gedeckte Schuldverschreibungen zwanglos in die Basel II-Systematik integrieren lassen müssten. Fallen gelassen wurden Gedanken, ungedeckte Schuldverschreibungen von Emittenten gedeckter Schuldverschreibungen mit einem Malus zu versehen. Bei der Eigenkapitalunterlegung gedeckter Schuldverschreibungen wird zudem nicht zwischen Hypothekenforderungen und Forderungen gegen die öffentliche Hand unterschieden.

Abbildung 4:  
Übersicht Basel II



## Risikogewichtung im modifizierten Standardansatz

Im modifizierten Standardansatz erhalten gedeckte Schuldverschreibungen ein Risikogewicht, das um eine Stufe unter demjenigen für erstrangige ungedeckte Bankverbindlichkeiten liegt. Dies kann nach dem Ermessen der nationalen Aufsichtsbehörden auf zwei Arten ermittelt werden: Nach der sog. **Option 1** mit einem Risikogewicht um eine Stufe schlechter als der Nationalstaat; nach der sog. **Option 2** mit einem Risikogewicht, das anhand des externen Bankratings ermittelt wird.

**Standardansatz:****Risikogewichtung von Bankforderungen und Covered Bonds**

Option 1						
Bonitätsbeurteilung des Staates	AAA bis AA-	A+ bis A-	BBB+ bis BBB-	BB+ bis B-	Unter B-	Nicht gerated
Risikogewicht des Staates	0%	20%	50%	100%	150%	100%
Risikogewicht der Bank unter Option 1	20%	50%	100%	100%	150%	100%
Risikogewicht des Covered Bond	10%	20%	50%	50%	100%	50%

Option 2						
Bonitätsbeurteilung der Bank	AAA bis AA-	A+ bis A-	BBB+ bis BBB-	BB+ bis B-	Unter B-	Nicht gerated
Risikogewicht der Bank unter Option 2	20%	50%	50%	100%	150%	50%
Risikogewicht des Covered Bond	10%	20%	20%	50%	100%	20%

Quelle: Basel II – Ein überarbeitetes Rahmenwerk, EU-Richtlinienentwurf CAD III

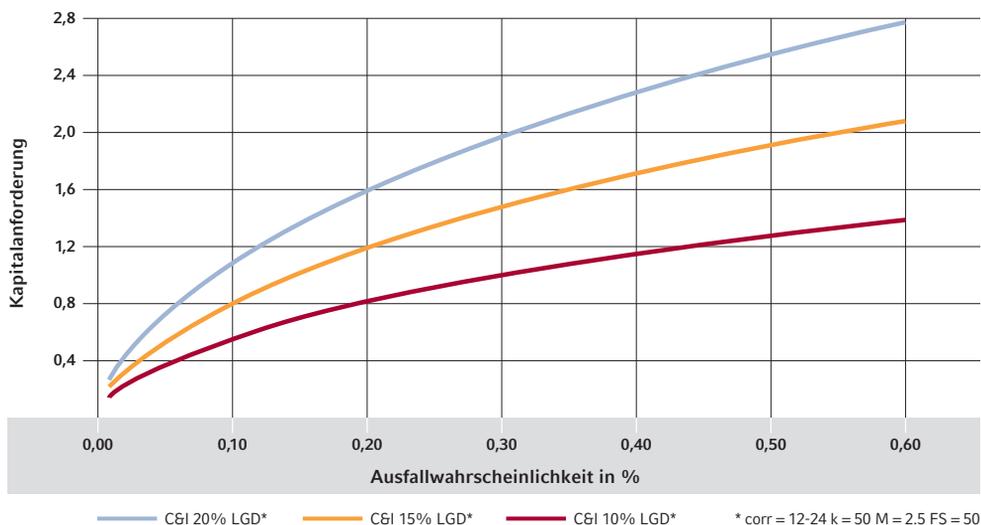
Die deutsche Aufsicht hat sich bereits für die Anwendung der Option 1 ausgesprochen. Das heißt, dass ein inländischer Investor, der den Standardansatz nutzt, Pfandbriefe mit 10% gewichten kann. Optiert ein europäischer Mitgliedstaat für die Option 2, hat der Investor Pfandbriefe mit 20% zu unterlegen, wenn das Rating des Emittenten schlechter ist als AA-. Im Rahmen der 3. Auswirkungsstudie zu Basel II hatten sich Finnland, Großbritannien, Malta, die Niederlande, Spanien und Schweden – zum Teil Sitzländer wichtiger Pfandbriefinvestoren – für die Option 2 ausgesprochen. Ob dies ein Indiz für die endgültige Ausübung des Wahlrechts unter den neuen Eigenkapitalbestimmungen darstellt, bleibt abzuwarten. In jedem Fall erscheint eine Eigenkapitalgewichtung des Pfandbriefs in Höhe von 20% seiner Kreditqualität nicht angemessen. Im Rahmen der Richtlinientransformation sollte daher über die aufsichtliche Konvergenz, also die möglichst einheitliche und damit wettbewerbsneutrale Umsetzung der Richtlinie in den Mitgliedstaaten, eine Gewichtung von einheitlich 10% im modifizierten Standardansatz ermöglicht werden.

**Risikogewichtung im Basis-IRBA**

Im Basis-IRBA hat der Investor die Ausfallwahrscheinlichkeit des Emittenten selbst zu schätzen, die LGD wird aufsichtlich vorgegeben. Nachdem in Vorentwürfen der Richtlinie zunächst eine LGD-Quote von 20% vorgesehen war, wurde diese auf 12,5% abgesenkt. Dem VDH gelang mit Unterstützung des Europäischen Hypothekenverbandes der Nachweis, dass die LGD-Quote der Hypothekendeckungsstöcke von Emittenten gedeckter Schuldverschreibungen in Deutschland wie auch in weiteren europäischen Mitgliedstaaten deutlich unter 10% liegt. Bei Deckungsforderungen gegen die öffentliche Hand liegt sie bei Null. Hinreichend konservativ wäre daher nach Auffassung des VDH eine LGD-Quote von 10%.

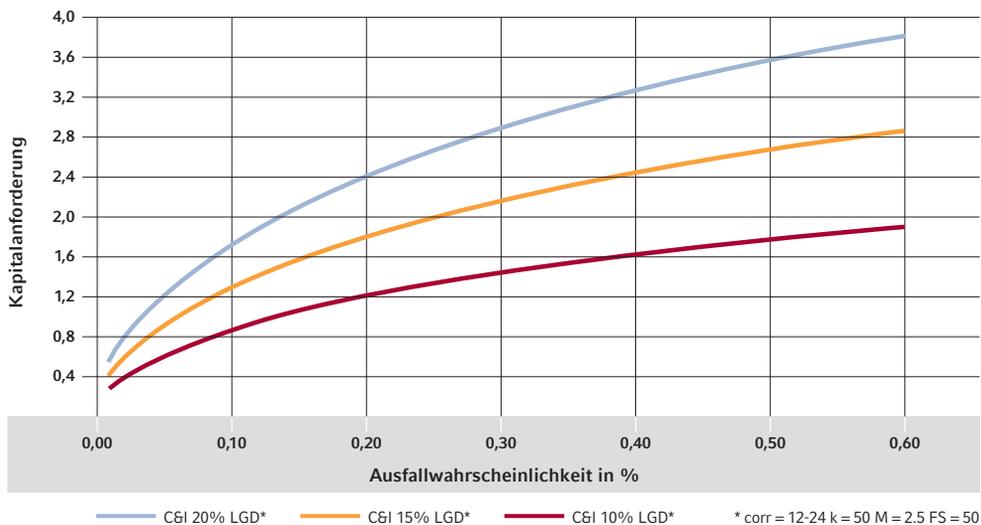
**Abbildung 5:**  
**Eigenkapitalanforderungen und Ausfallwahrscheinlichkeit**  
**Laufzeit: 2,5 Jahre**

in %



**Abbildung 6:**  
**Eigenkapitalanforderungen und Ausfallwahrscheinlichkeit**  
**Laufzeit: 5 Jahre**

in %



## Risikogewichtung im fortgeschrittenen IRBA

Ein Investor, der den fortgeschrittenen Ratingansatz nutzt, hat neben der PD des Emittenten auch die LGD der gedeckten Schuldverschreibung selbst zu schätzen. Wie dies geschehen soll, ist offen. Da der Investor die Verlustquoten der Deckungsmasse nicht kennt und aus systematischen Gründen durch den Emittenten veröffentlichte Daten nicht für Zwecke

eigener Schätzungen übernehmen darf, wäre ihm der Erwerb einer gedeckten Schuldverschreibung versperrt, soweit der fortgeschrittene IRBA in dem investierenden Institut angewendet wird. Erforderlich ist es daher, eine pragmatische Lösung zu finden. Diese könnte darin bestehen, einem Investor, der im Übrigen den fortgeschrittenen Ansatz nutzt, zu gestatten, gedeckte Schuldverschreibungen nach dem Basis-IRBA zu gewichten. Dadurch wäre zugleich ein weiteres Problem gelöst: Im fortgeschrittenen Ratingansatz greift anders als im Basis-IRBA die Laufzeitkomponente ein. Risikoaktiva mit einer Restlaufzeit von über 2,5 Jahren erhalten danach einen Eigenkapitalzuschlag. Die durchschnittliche Restlaufzeit gedeckter Schuldverschreibungen dürfte über 2,5 Jahren liegen. Laufzeitenzuschläge für gedeckte Schuldverschreibungen sind allerdings nicht gerechtfertigt, da die Primärsicherheit der Gläubiger die Deckungsmasse und nicht der Emittent ist. Die Deckungsmasse wird aber laufend in einer Form gemanagt, die gewährleisten soll, dass selbst im Falle der Insolvenz des Emittenten die Pfandbriefgläubiger zeitgerecht bedient werden. Das Risiko einer Qualitätsverschlechterung der Deckungsmasse im Zeitablauf besteht daher nicht.

### Zusammenfassung und Ausblick

---

Mit der CAD III werden gedeckte Schuldverschreibungen erstmals auf EU-Ebene gesetzlich definiert. Die Anforderungen an die Deckungswerte gewährleisten künftig eine hohe Qualität der emittierten Papiere. Die weitere Anhebung der Qualitätskriterien sollte zukünftig in Betracht gezogen werden. Im Standardansatz können eigenkapitalunterlegungspflichtige Pfandbriefinvestoren in Deutschland diesen auch in Zukunft mit 10% gewichten. Für Investoren aus einigen europäischen Mitgliedstaaten könnte eine 20%-Gewichtung Anwendung finden. Im internen Ratingansatz sollte die vorgegebene LGD-Quote von 12,5% im Basis-IRBA auf 10% abgesenkt werden. Im fortgeschrittenen Ratingansatz gilt es, eine praktikable Lösung zu finden, die dem Investor den geregelten Erwerb gedeckter Schuldverschreibungen ermöglicht. Es bietet sich an, in diesem Fall auf die Regelungen des Basis-IRBA zurückzugreifen.

Die CAD III stellt einen Meilenstein zur Schaffung eines allgemeinen Rechtsrahmens und zur Erhöhung der Transparenz am europäischen Markt für gedeckte Schuldverschreibungen dar. Mit diesem institutionellen Rahmen, der in Zukunft noch feinmaschiger werden dürfte, werden gedeckte Schuldverschreibungen wie Pfandbriefe und pfandbriefähnliche Produkte im Wettbewerb für hochwertige Kreditprodukte bestens bestehen können.