



2017/2005(INI)

23.3.2017

ENTWURF EINES BERICHTS

über die Festlegung eines EU-weiten Rahmens für gedeckte
Schuldverschreibungen
(2017/2005(INI))

Ausschuss für Wirtschaft und Währung

Berichterstatter: Bernd Lucke

INHALT

	Seite
ENTWURF EINER ENTSCHESSUNG DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS	3
BEGRÜNDUNG	9

ENTWURF EINER ENTSCHESSUNG DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS

zur Festlegung eines EU-weiten Rahmens für gedeckte Schuldverschreibungen (2017/2005(INI))

Das Europäische Parlament,

- unter Hinweis auf den Bericht der EBA vom 20. Dezember 2016 zu gedeckten Schuldverschreibungen mit dem Titel „Covered Bonds: Recommendations on Harmonisation of Covered Bond Frameworks in the EU“ (Gedeckte Schuldverschreibungen: Empfehlungen zur Harmonisierung der Rahmen für gedeckte Schuldverschreibungen in der EU) (EBA-Op-2016-23),
- unter Hinweis auf das Konsultationspapier der Kommission vom 30. September 2015 zu gedeckten Schuldverschreibungen in der Europäischen Union und das nicht datierte Dokument der Kommission mit dem Titel „Summary of contributions to the public consultation on ‚Covered Bonds‘“ (Zusammenfassung der Beiträge zur öffentlichen Konsultation über „gedeckte Schuldverschreibungen“),
- unter Hinweis auf den Bericht der Kommission vom 20. Oktober 2015 zu Artikel 503 der Verordnung (EU) Nr. 575/2013: Kapitalanforderungen für gedeckte Schuldverschreibungen (COM(2015)0509),
- unter Hinweis auf die Stellungnahme der EBA vom 1. Juli 2014 zur Vorzugsbehandlung gedeckter Schuldverschreibungen in Bezug auf die Eigenmittelunterlegung (EBA/Op/2014/04),
- unter Hinweis auf den Bericht der EBA vom 1. Juli 2014 zu den EU-Rahmen für gedeckte Schuldverschreibungen und zur Eigenmittelunterlegung: Antwort auf das Konsultationsersuchen der Kommission vom Dezember 2013 im Zusammenhang mit Artikel 503 der Verordnung (EU) Nr. 575/2013 und mit der Empfehlung E des ESRB über die Finanzierung von Kreditinstituten vom Dezember 2012 (ESRB/12/2),
- unter Hinweis auf die Richtlinie 2014/91/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 23. Juli 2014 zur Änderung der Richtlinie 2009/65/EG zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) im Hinblick auf die Aufgaben der Verwahrstelle, die Vergütungspolitik und Sanktionen¹, insbesondere auf Artikel 52 Absatz 4 (nachfolgend „OGAW-Richtlinie“),
- unter Hinweis auf die Verordnung (EU) Nr. 575/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013 über Aufsichtsanforderungen an Kreditinstitute und Wertpapierfirmen und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012², insbesondere auf Artikel 129 (nachfolgend „Eigenmittelverordnung“),
- unter Hinweis auf die Richtlinie 2014/59/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 zur Festlegung eines Rahmens für die Sanierung und

¹ ABl. L 257 vom 28.8.2014, S. 186.

² ABl. L 176 vom 27.6.2013, S. 1.

Abwicklung von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen und zur Änderung der Richtlinie 82/891/EWG des Rates, der Richtlinien 2001/24/EG, 2002/47/EG, 2005/56/EG, 2007/36/EG, 2011/35/EU, 2012/30/EU und 2013/36/EU sowie der Verordnungen (EU) Nr. 1093/2010 und (EU) Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates¹, insbesondere auf Artikel 44 Absatz 2,

- unter Hinweis auf Artikel 1 Absatz 2 der delegierten Verordnung (EU) 2015/2205 der Kommission vom 6. August 2015 zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates durch technische Regulierungsstandards für die Clearingpflicht²,
 - unter Hinweis auf Artikel 1 Absatz 2 der delegierten Verordnung (EU) 2016/1178 der Kommission vom 10. Juni 2016 zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates durch technische Regulierungsstandards für die Clearingpflicht³,
 - unter Hinweis auf die delegierte Verordnung (EU) 2015/61 der Kommission vom 10. Oktober 2014 zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 575/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates in Bezug auf die Liquiditätsdeckungsanforderung an Kreditinstitute⁴ (nachfolgend „delegierter Rechtsakt zur Liquiditätsdeckungsanforderung“),
 - gestützt auf Artikel 52 seiner Geschäftsordnung,
 - unter Hinweis auf den Bericht des Ausschusses für Wirtschaft und Währung (A8-0000/2017),
- A. in der Erwägung, dass gedeckte Schuldverschreibungen Instrumente sind, die sich traditionell durch geringe Ausfallquoten und zuverlässige Rückzahlungen auszeichnen;
- B. in der Erwägung, dass das EU-Recht keine genaue Definition von gedeckten Schuldverschreibungen enthält;

Allgemeine Bemerkungen und Standpunkte

1. betont, dass inländische und grenzüberschreitende Investitionen in gedeckte Schuldverschreibungen auf den EU-Märkten im geltenden Rechtsrahmen gut funktionieren; betont, dass die Vielfalt der Produkte aufrechterhalten werden sollte;
2. vertritt die Ansicht, dass eine zwingende Harmonisierung der nationalen Modelle oder deren Ersatz durch ein europäisches Modell unbeabsichtigte negative Konsequenzen für Märkte haben könnte, deren derzeitiger Erfolg darauf beruht, dass die Rechtsvorschriften über gedeckte Schuldverschreibungen in nationales Recht eingebettet sind; besteht darauf, dass sich die europäischen Rechtsvorschriften auf einen auf Grundsätzen basierenden Ansatz beschränken, durch den zwar die Ziele vorgegeben werden, die Mittel und Wege jedoch im Rahmen der Umsetzung in nationales Recht

¹ ABl. L 173 vom 12.6.2014, S. 190.

² ABl. L 314 vom 1.12.2015, S. 13.

³ ABl. L 195 vom 20.7.2016, S. 3.

⁴ ABl. L 11 vom 17.1.2015, S. 1.

festgelegt werden können;

3. fordert die eindeutige Definition von gedeckten Schuldverschreibungen in einer EU-Richtlinie; besteht darauf, dass in der Definition von Wertpapieren, die künftig als „gedeckte Schuldverschreibungen“ zu bezeichnen sind, die zurzeit in Artikel 129 der Eigenmittelverordnung festgelegten Standards nicht unterschritten werden; fordert, dass in einer solchen Richtlinie Wertpapiere, die dieser Definition nicht entsprechen, jedoch mit Artikel 52 Absatz 4 der OGAW-Richtlinie vereinbar sind, eindeutig unter einem Begriff definiert werden, der sich klar von dem Begriff der „gedeckten Schuldverschreibung“ abgrenzt; ist der Ansicht, dass dafür der Begriff „European Secured Notes“ (ESN) verwendet werden sollte;

Gedekte Schuldverschreibungen und European Secured Notes: Definitionen und Rechtsrahmen

4. fordert die Kommission auf, eine Richtlinie vorzuschlagen, in der gedeckte Schuldverschreibungen und ESN definiert und dabei alle nachfolgenden allgemeinen Grundsätze angewandt werden:
 - a) gedeckte Schuldverschreibungen und ESN sind in vollem Umfang durch einen Pool an Vermögenswerten (im Folgenden „Deckungspool“) besichert;
 - b) im nationalen Recht wird sichergestellt, dass ein doppelter Forderungsanspruch (im Folgenden „Doppelbesicherung“) besteht, d. h. der Investor:
 - i) hält eine Forderung gegenüber dem Emittenten des Wertpapiers in voller Höhe der damit verbundenen Zahlungsverpflichtungen und
 - ii) hat im Falle der Insolvenz des Emittenten einen gleichwertigen bevorrechtigten Zugriff auf den Deckungspool (einschließlich substituierender Aktiva und Derivate);reichen diese Forderungen nicht aus, um die Zahlungsverpflichtungen des Emittenten in voller Höhe zu decken, müssen die verbleibenden Forderungen des Investors mindestens mit den Forderungen der nichtbevorrechtigten Gläubiger des Emittenten gleichrangig sein;
 - c) die wirksame Abtrennung aller Vermögenswerte des Deckungspools wird durch rechtsverbindliche Regelungen sichergestellt, die im Falle der Insolvenz oder Abwicklung des Emittenten leicht durchsetzbar sind; Gleiches gilt für alle substituierenden Aktiva und Derivate, mit denen die Risiken des Deckungspools abgesichert werden;
 - d) die gedeckte Schuldverschreibung ist konkursfest, d. h. es ist sichergestellt, dass die Zahlungsverpflichtungen des Emittenten im Falle seiner Insolvenz oder Abwicklung nicht automatisch fällig werden;
 - e) der Deckungspool wird übersichert; der Wert aller Vermögenswerte des Deckungspools muss stets größer sein als der Nettogegenwartswert der offenen Zahlungsverpflichtungen, wobei der Umfang der Übersicherung im nationalen

Recht festgelegt wird; der Wert des Deckungspools wird, wenn Marktpreise verfügbar sind, immer auf der Grundlage von Marktpreisen ermittelt und auf der Grundlage von an die Marktgegebenheiten angepassten Nennwerten, wenn keine Marktpreise verfügbar sind;

- f) im europäischen oder nationalen Recht werden die Parameter der Beleihungsgrenzen für die Vermögenswerte des Deckungspools so definiert, dass sichergestellt ist, dass Vermögenswerte nur dann aufgrund eines unzureichenden Beleihungswerts aus dem Deckungspool entfernt werden, wenn sie durch Vermögenswerte ersetzt werden, die mindestens den gleichen Marktwert haben; das Entfernen von Vermögenswerten aus dem Deckungspool aufgrund überschrittener Beleihungsgrenzen sollte nicht obligatorisch sein, da mit den Vorgaben für Beleihungsgrenzen nur festgelegt werden sollte, welchen Beitrag ein beliebiger Vermögenswert des Deckungspools zur Deckungserfordernis leistet;
 - g) ein Teil der Vermögenswerte des Deckungspools oder der Liquiditätsfazilitäten muss so liquide sein, dass die Zahlungsverpflichtungen aus dem Programm gedeckter Schuldverschreibungen bzw. dem ESN-Programm während der nächsten sechs Monate erfüllt werden können;
 - h) im nationalen Recht wird ein solider Rahmen für eine besondere öffentliche Aufsicht vorgesehen; dazu werden die zuständige Behörde, der Treuhänder zur Überwachung des Deckungspools und der Sonderverwalter benannt und es wird klar festgelegt, welche Aufgaben und Aufsichtsbefugnisse die zuständige Behörde hat, damit sichergestellt ist, dass:
 - i) die Emittenten über qualifiziertes Personal und angemessene Arbeitsabläufe für die Verwaltung der Deckungspools verfügen, auch in Stresssituationen und im Falle einer Insolvenz oder Abwicklung,
 - ii) die Merkmale spezifischer Programme die anwendbaren Anforderungen sowohl vor der Emission als auch im Zeitraum bis zur Fälligkeit des Wertpapiers erfüllen;die Aufgaben und Befugnisse, die die zuständige Behörde und der Sonderverwalter im Falle der Insolvenz oder Abwicklung des Emittenten haben, müssen klar definiert sein;
 - i) der Emittent muss mindestens halbjährlich aggregierte Daten zu dem Programm offenlegen, die detailliert genug sind, damit die Investoren eine umfassende Risikoanalyse durchführen können; es sollten Informationen über die Eigenschaften der Deckungswerte im Hinblick auf ihre Kredit-, Markt- und Liquiditätsrisiken, über am Programm beteiligte Gegenparteien und über das Niveau der rechtlich und vertraglich geforderten sowie der freiwilligen Überdeckung bereitgestellt werden;
5. fordert die Kommission auf, in die in der Richtlinie festgelegte Definition von gedeckten Schuldverschreibungen die folgenden zusätzlichen Grundsätze aufzunehmen:

- a) das Wertpapier wird in vollem Umfang durch in Artikel 129 Absatz 1 Buchstaben a bis f der Eigenmittelverordnung festgelegte Vermögenswerte besichert und genügt den zusätzlichen Anforderungen gemäß Artikel 129 Absätze 2 und 7 der Eigenmittelverordnung;
 - b) die Parameter der Beleihungsgrenzen für Hypotheken werden im EU-Recht so festgelegt, dass die zurzeit in Artikel 129 der Eigenmittelverordnung vorgesehenen Beleihungsgrenzen nicht überschritten werden; außerdem werden sie regelmäßig daraufhin überprüft, ob sie mit unabhängigen Bewertungen (Stresstests) der Preisbedingungen, die gegebenenfalls auf den betreffenden unter Druck stehenden Immobilienmärkten herrschen, vereinbar sind, und entsprechend angepasst;
 - c) die Laufzeiten der gedeckten Schuldverschreibungen können, außer im Falle der Insolvenz oder Abwicklung des Emittenten und vorbehaltlich der Genehmigung durch die zuständige Aufsichtsbehörde, nicht verlängert werden;
6. betont, dass die Risikogewichtungen, die gedeckten Schuldverschreibungen in den europäischen Rechtsvorschriften zugewiesen werden, der Markteinschätzung der zugrunde liegenden Risiken entsprechen müssen; betont, dass Marktverzerrungen beseitigt werden müssen, indem sichergestellt wird, dass dieser Grundsatz auch für alle anderen Arten von Wertpapieren mit aufsichtsrechtlicher Vorzugsbehandlung gilt;
 7. empfiehlt, dass Marktzugangsbeschränkungen für Emittenten auf sich entwickelnden Märkten für gedeckte Schuldverschreibungen und ESN außerhalb des EWR abgebaut werden, indem für die Gleichbehandlung von gedeckten Schuldverschreibungen und ESN, die von Emittenten aus Drittländern herausgegeben werden, gesorgt wird, sofern das betreffende gesetzliche, institutionelle und aufsichtsrechtliche Umfeld einer gründlichen Gleichwertigkeitsprüfung, die von einer zuständigen europäischen Behörde durchgeführt wird, Stand hält;
 8. fordert, dass die EU-Rechtsvorschriften für Finanzdienstleistungen mit dem Ziel überarbeitet werden, dass gedeckten Schuldverschreibungen ein angemessener aufsichtsrechtlicher Vorrang gegenüber ESN gewährt wird;

Förderung von Markttransparenz und freiwilliger Konvergenz

9. begrüßt, dass die Ratingmethoden für gedeckte Schuldverschreibungen verbessert und die Ratingmärkte auf gedeckte Schuldverschreibungen ausgeweitet wurden;
10. begrüßt die Marktinitiativen zur Entwicklung harmonisierter Standards und Vorlagen für die Offenlegung (z. B. das „Harmonised Transparency Template“ bzw. HTT), mit denen der Vergleich und die Analyse der Unterschiede zwischen gedeckten Schuldverschreibungen europaweit erleichtert werden sollen;
11. befürwortet, dass Empfehlungen der EBA für Marktstandards und Leitlinien für bewährte Verfahren entwickelt werden; unterstützt eine daran angelehnte freiwillige Konvergenz;
12. fordert, dass regelmäßig Stresstests für Programme für gedeckte Schuldverschreibungen

durchgeführt und die Ergebnisse solcher Stresstests veröffentlicht werden;

o

o o

13. beauftragt seinen Präsidenten, diese Entschließung dem Rat, der Kommission und der Europäischen Bankenaufsichtsbehörde zu übermitteln.

BEGRÜNDUNG

Gedekte Schuldverschreibungen waren in vielerlei Hinsicht schon immer – seit ihrer Erfindung vor über zwei Jahrhunderten – eine sehr spezifische Anlageklasse. Sie sind in den Finanzierungsstrukturen mehrerer Mitgliedstaaten seit Langem etabliert und haben sich für eine Vielzahl von Finanzinstituten als **zuverlässige Investition** und als eine bequeme und wirksame **Finanzierungsmöglichkeit für Emittenten** bewährt. Gedekte Schuldverschreibungen basieren auf sehr stabilen strukturellen Merkmalen, zum Beispiel auf dem Doppelbesicherungsprinzip, auf hochwertigen Deckungspools (die sich fast ausschließlich aus Hypothekendarlehen (85 %) sowie öffentlichen Schuldtiteln (15 %) zusammensetzen) und auf der Abtrennung der Vermögenswerte des Deckungspools. Das Vertrauen von Investoren wird außerdem dadurch gestärkt, dass gedekte Schuldverschreibungen einer besonderen öffentlichen Aufsicht unterliegen.

Die außergewöhnlich hohe Sicherheit und Liquidität, durch die gedekte Schuldverschreibungen seit Jahrzehnten gekennzeichnet sind, hatten selbst in schweren Krisenzeiten auf den Finanzmärkten Bestand, so auch während der vergangenen zehn Jahre. Dies führte dazu, dass der Besitz von gedeckten Schuldverschreibungen **im Rahmen der EU-Rechtsvorschriften für Finanzdienstleistungen aufsichtsrechtlich bevorzugt behandelt** werden kann.

Die in Artikel 52 Absatz 4 der OGAW-Richtlinie¹ enthaltene relativ vage Beschreibung der Anlageklasse dient als **EU-rechtliche „Definition“ für gedeckte Schuldverschreibungen**, wobei allerdings die Anlageklasse im Wortlaut nicht ausdrücklich als „gedeckte Schuldverschreibung“ bezeichnet wird. In den seither erlassenen EU-Rechtsvorschriften wird diese Definition zugrunde gelegt, um:

- **von Banken gehaltenen gedeckten Schuldverschreibungen eine Vorzugsbehandlung** zu gewähren, sofern die gedeckten Schuldverschreibungen bestimmten in Artikel 129 der Eigenmittelverordnung² exakt formulierten Bedingungen entsprechen;
- gedeckte Schuldverschreibungen, die bestimmte Voraussetzungen erfüllen, in die Liste derjenigen Anlagen aufzunehmen, die nach der delegierten Verordnung über die Liquiditätsdeckungsanforderung³ als **erstklassige liquide Aktiva der Stufe 1** anerkannt sind; und
- **gedeckte Schuldverschreibungen** nach Artikel 44 Absatz 2 der Richtlinie über die Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten⁴ **bis zur Höhe des gedeckten Teils vom Bail-in auszunehmen**, wenn sich eine Bank in Abwicklung befindet.

¹ Richtlinie 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 13. Juli 2009 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW).

² Verordnung (EU) Nr. 575/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013 über Aufsichtsanforderungen an Kreditinstitute und Wertpapierfirmen und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012.

³ Delegierte Verordnung (EU) 2015/61 der Kommission vom 10. Oktober 2014 zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 575/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates in Bezug auf die Liquiditätsdeckungsanforderung an Kreditinstitute.

⁴ Richtlinie 2014/59/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 zur Festlegung eines Rahmens für die Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen und zur Änderung der Richtlinie 82/891/EWG des Rates, der Richtlinien 2001/24/EG, 2002/47/EG, 2004/25/EG, 2005/56/EG,

Der Erfolg gedeckter Schuldverschreibungen ist im Wesentlichen auf zwei Faktoren zurückzuführen:

- (1) in wirtschaftlicher Hinsicht darauf, dass **Sicherheiten** in Form von hochwertigen, dauerhaften Aktiva **vorhanden sind**, die **leicht bewertet und in Besitz genommen** werden können (d. h. überwiegend Hypotheken und Staatsanleihen), sowie
- (2) in institutioneller Hinsicht darauf, dass ein gesetzlicher und aufsichtsrechtlicher Rahmen vorhanden ist, mit dem die **Doppelbesicherung** für den Investor, die **Abtrennung des Deckungspools** und eine **besondere öffentliche Aufsicht** sichergestellt werden.

Im Hinblick auf die EU-Rechtsvorschriften ist bemerkenswert, dass gedeckte Schuldverschreibungen ihrer „Definition“ gemäß Artikel 52 Absatz 4 der OGAW-Richtlinie zufolge im Wesentlichen die Vorgaben von Punkt (2) erfüllen müssen, dass aber gleichzeitig die in Punkt (1) genannten hohen qualitativen Anforderungen für gedeckte Schuldverschreibungen nicht gelten. Stattdessen werden die zulässigen Vermögenswerte des Deckungspools in nationalen Rechtsvorschriften festgelegt. In allen Mitgliedstaaten stehen Hypotheken und Anleihen des öffentlichen Sektors im Mittelpunkt dieser Vorschriften, in einigen Mitgliedstaaten ist aber auch die Einbeziehung anderer, möglicherweise riskanterer Vermögenswerte vorgesehen.

Unter dem Gesichtspunkt der Stabilität des Finanzsystems scheint Punkt (1) unerlässlich zu sein. Dass die Gläubiger gedeckter Schuldverschreibungen von dem in der Richtlinie über die Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten vorgesehenen Bail-in-Instrument befreit werden, kann nur dann gerechtfertigt sein, wenn sich gedeckte Schuldverschreibungen dadurch von anderen Schuldtiteln unterscheiden, dass ihr Ausfallrisiko extrem gering ist. Dass ein erhebliches Ausfallrisiko fehlt, ist zudem wesentlich dafür, dass gedeckte Schuldverschreibungen als erstklassige liquide Aktiva der Stufe 1 im Sinne des delegierten Rechtsakts zur Liquiditätsdeckungsanforderung gewertet werden, und dass Investoren für diese Art der Forderung höhere Risikopositionen gewährt werden als für andere übertragbare Wertpapiere oder Geldmarktpapiere.

Die EBA hat sich in ihrem Bericht von 2016 deutlich **dagegen ausgesprochen, gedeckten Schuldverschreibungen eine Vorzugsbehandlung zu gewähren, wenn ihre Deckungspools riskantere Vermögenswerte enthalten** (z. B. Darlehen für KMU, Infrastrukturdarlehen oder Darlehen für andere nichtöffentliche Schuldner). Die EBA äußert sich auch skeptisch zu beweglichen Vermögenswerten wie Schiffen (und Luftfahrzeugen), die möglicherweise nur schwer wieder in Besitz genommen werden können, wenn sie einmal aus der EU herausgebracht wurden.

Dagegen liegt es angesichts der großen Bedeutung, die gedeckten Schuldverschreibungen bei der Finanzierung von Hypotheken oder Anleihen des öffentlichen Sektors zugekommen ist und noch zukommt, nahe, **den unter Punkt (2) genannten institutionellen Rahmen auch auf riskantere Vermögenswerte anzuwenden**, etwa für die KMU-Finanzierung oder für Infrastrukturinvestitionen. Durch einen soliden Rechtsrahmen, in dem die Doppelbesicherung, die Abtrennung von Deckungspools sowie die besondere öffentliche Aufsicht vorgesehen werden, kann sowohl Emittenten als auch Investoren eine attraktive Alternative zu Verbriefungen oder anderen Formen der Schuldenfinanzierung geboten werden. Die Verbriefungen, die vertraglichen Vereinbarungen zugrunde liegenden, sind häufig

2007/36/EG, 2011/35/EU, 2012/30/EU und 2013/36/EU sowie der Verordnungen (EU) Nr. 1093/2010 und (EU) Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates (Text von Bedeutung für den EWR).

kostenintensiv, schwer zu überwachen und werden im Falle einer Insolvenz oder Abwicklung des Emittenten oft Gegenstand rechtlicher Auseinandersetzungen.

Mehr Transparenz, mehr öffentliche Kontrolle und mehr Rechtssicherheit lassen sich erzielen, wenn die institutionellen Grundsätze für gedeckte Schuldverschreibungen (Punkt (2)) auf Schuldtitel ausgeweitet werden, mit denen **wichtige und wachstumsfördernde Wirtschaftstätigkeiten finanziert werden** (z. B. KMU oder Infrastrukturinvestitionen). Dies darf jedoch nicht zulasten der Finanzstabilität gehen. Ausnahmen von allgemeinen Kapitalanforderungen im Rahmen der Bankenregulierung oder vom Bail-in-Instrument sollten nicht für Wertpapiere gelten, deren Sicherheiten den Vorgaben von Punkt (1) nicht entsprechen.

Daher schlägt der Berichterstatter den Erlass einer europäischen Richtlinie vor, in der zwei Arten von Vermögenswerten klar definiert und unterschieden werden: **Gedekte Schuldverschreibungen („Covered Bonds“) und „European Secured Notes“ (ESN)**. Beide Wertpapierarten würden sich auf die Grundsätze eines gesetzlichen und aufsichtsrechtlichen Rahmens stützen (Punkt (2)). Die Bezeichnung „gedeckte Schuldverschreibung“ würde nur dann verwendet werden, wenn die Wertpapiere auch den Vorgaben von Punkt (1) entsprechen. Somit kämen nur gedeckte Schuldverschreibungen für eine aufsichtsrechtliche Vorzugsbehandlung infrage. Um unnötige Verwerfungen auf reibungslos funktionierenden Märkten für gedeckte Schuldverschreibungen zu vermeiden, schlägt der Berichterstatter ferner vor, gedeckte Schuldverschreibungen in enger Anlehnung an Artikel 129 der Eigenmittelverordnung¹ zu definieren.

In der Eigenmittelverordnung findet sich kein Hinweis darauf, ob gedeckte Schuldverschreibungen mit bedingten **Laufzeitverlängerungen** zulässig sind (Soft-Bullets und bedingte Pass-Through-Strukturen). Diese Formen von gedeckten Schuldverschreibungen haben sich in den vergangenen Jahren stark verbreitet. Laufzeitverlängerungen können zwar im Hinblick auf Berechenbarkeit und Risikomanagement, insbesondere im Falle der Insolvenz oder Abwicklung von Emittenten, nützliche Vertragsbestimmungen sein, gleichzeitig wird dadurch aber **ein Teil der Risiken vom Emittenten auf den Investor übertragen**. Daraus können, wenn diese Problematik nicht beachtet wird, unter Umständen weitergehende systemische Risiken entstehen. Gedeckte Schuldverschreibungen mit Laufzeitverlängerungen sollten daher – außer im Falle der Insolvenz oder Abwicklung, d. h. wenn die Alternative zur Verlängerung der Laufzeit der Zahlungsausfall des Emittenten der gedeckten Schuldverschreibung wäre – keine aufsichtsrechtliche Vorzugsbehandlung erfahren. Um ferner die Investoren zu schützen und die Finanzstabilität zu sichern, sollte der Emittent keine Laufzeitverlängerung auslösen können. Stattdessen sollten Laufzeitverlängerungen bei gedeckten Schuldverschreibungen im Insolvenz- oder Abwicklungsfall von der Genehmigung durch die zuständige Aufsichtsbehörde abhängig gemacht werden.

Regelungen für gedeckte Schuldverschreibungen sind tief im nationalen Insolvenzrecht verwurzelt. Deckungspools und das Doppelbesicherungsprinzip sind Schutzmaßnahmen für den Fall einer Insolvenz des Emittenten, wobei die Gerichtsverfahren, die erforderlich sind, damit die Gläubigerforderungen gegenüber einem zahlungsunfähigen Emittenten gedeckter Schuldverschreibungen befriedigt werden, durch nationale Rechtsvorschriften geregelt werden und sich zwischen den Mitgliedstaaten stark unterscheiden. Durch die europäischen

¹ Damit werden die Vermögenswerte des Deckungspools auf Hypotheken, öffentliche Darlehen oder staatlich garantierte Vermögenswerte beschränkt. In geringfügiger Abweichung von der Eigenmittelverordnung sollten Schiffe als Vermögenswert bei gedeckten Schuldverschreibungen nicht zugelassen sein.

Rechtsvorschriften sollte **keine Störung der fest in nationales Recht eingebetteten Rahmen verursacht werden**, mit denen jahrzehntelang dafür gesorgt wurde, dass die Märkte für gedeckte Schuldverschreibungen reibungslos und erfolgreich funktionieren. Daher sollten die europäischen Rechtsvorschriften auf eine Richtlinie beschränkt werden, in der die Grundsätze für die Märkte für gedeckte Schuldverschreibungen und ESN festgelegt werden. Die Entwicklung technischer Standards sollte nach der entsprechenden Umsetzung in nationales Recht Sache der zuständigen nationalen Aufsichtsbehörde bleiben.

Beleihungsgrenzen für Hypotheken sind ein wichtiges Element der Zulassungskriterien, die in Artikel 129 der Eigenmittelverordnung dargelegt werden. In Anbetracht der extremen Preisschwankungen, die auf einigen Immobilienmärkten verzeichnet werden, müssen Beleihungsgrenzen als bestimmende Eigenschaft der Sicherheiten für gedeckte Schuldverschreibungen, die eine aufsichtsrechtliche Vorzugsbehandlung genießen, betrachtet werden und nicht als technischer Standard, über den die Mitgliedstaaten frei entscheiden können. Daher schlägt der Berichtsteller vor, Beleihungsgrenzen weiterhin durch europäische Rechtsvorschriften zu regeln und genau zu überwachen, ob diese Beleihungsgrenzen mit unabhängigen Bewertungen der Preisbedingungen, die auf den betreffenden unter Druck geratenen Immobilienmärkten gegebenenfalls herrschen, vereinbar sind.

Schließlich sollten alle auf europäischer Ebene ergriffenen Maßnahmen den folgenden **drei wichtigen**, noch nicht erwähnten **Entwicklungen Rechnung tragen**:

- Es wurden bereits durchgreifende marktgeführte Initiativen auf den Weg gebracht. So wurde das von der Emittentengemeinschaft in Zusammenarbeit mit Investoren und Aufsichtsstellen entwickelte „Covered Bond Label“ (Gütezeichen für gedeckte Schuldverschreibungen) 2013 angenommen und galt 2016 bereits für 60 % der weltweit im Umlauf befindlichen gedeckten Schuldverschreibungen. Soweit solche Initiativen bestehen, sollten sie unterstützt werden und entweder staatliche Maßnahmen ersetzen oder als Grundlage für fakultative oder obligatorische Standards dienen. Vor allem könnte **das 2016 im Rahmen des Covered Bond Labels eingeführte „Harmonised Transparency Template“** (harmonisiertes Formblatt) die Grundlage für gemeinsame Offenlegungsstandards der Emittenten von gedeckten Schuldverschreibungen bilden.
- Gedeckte Schuldverschreibungen werden in zahlreichen Drittstaaten immer beliebter, zum Beispiel in Australien, Kanada, Chile, Neuseeland, Singapur, Südkorea, in der Türkei und in Russland. Weitere wichtige Länder (darunter Brasilien, Indien, Japan, Mexiko, Marokko, Panama, Peru, Südafrika und die Vereinigten Staaten) könnten bald folgen. Wenn in der europäischen Gesetzgebung ein umsichtiger Ansatz verfolgt wird, der sich auf Grundsätze beschränkt und in dem gleichzeitig ein ausreichendes Maß an Flexibilität vorgesehen wird, damit den Eigenheiten der nationalen Gesetze und Gepflogenheiten Rechnung getragen werden kann, wird es möglich, die europäischen Märkte für gedeckte Schuldverschreibungen und ESN mit vergleichbaren Märkten für ähnlich sichere Finanzprodukte in anderen Teilen der Welt zu integrieren. Somit werden auch **die langfristigen Aussichten auf Wirtschaftswachstum** in der EU und in Drittländern **gestärkt**. Darüber hinaus hätten die EU-Standards das Potenzial, als Vorlage für sich entwickelnde Märkte für gedeckte Schuldverschreibungen weltweit zu dienen.
- In den letzten Jahren wurde der Markt zum Teil durch die öffentlich unterstützt. Durch das Programm der EZB zum Ankauf von Wertpapieren (zuletzt erneut im Rahmen des

CBPP3 seit Oktober 2014) wurden die primären und sekundären Märkte für gedeckte Schuldverschreibungen stark beeinflusst und es wurde in Verbindung mit der aufsichtsrechtlichen Behandlung dazu beigetragen, dass seit 2013 vermehrt gedeckte Schuldverschreibungen ausgegeben werden. Dadurch wurden jedoch private Investoren stark verdrängt. Interessengruppen warnen in diesem Zusammenhang davor, dass sich dieser Verdrängungsprozess fortsetzen und den Markt letztlich zerstören könnte, wenn sich die EZB nicht in naher Zukunft aus den Märkten für gedeckte Schuldverschreibungen zurückzieht. Jede gesetzliche oder aufsichtsrechtliche Initiative sollte daher sorgfältig abgewogen werden. Wesentliche Änderungen bisheriger Vorschriften würden zu Unsicherheit auf den Märkten führen, die verlorene Investoren zurückgewinnen müssen.

Seit 2015 befasst sich die Kommission im Rahmen ihrer **Initiative für eine Kapitalmarktunion** (insbesondere im Zusammenhang mit ihrer im September 2015 durchgeführten öffentlichen Konsultation zu gedeckten Schuldverschreibungen) mit der Förderung der Märkte für gedeckte Schuldverschreibungen in Europa, wobei sie die nationalen Präferenzen und Rahmen gebührend berücksichtigt. Dieser Umstand ist wichtig, da der Erfolg der Anlageklasse durch nationale Rahmen bedingt war, die sich im Laufe mehrerer Jahrzehnte entwickelt haben und auf den lokalen langfristigen Finanzierungsbedarf sowie auf die Banken- und Kapitalmarktstrukturen und die Risikobereitschaft vor Ort zugeschnitten sind. Diese Besonderheiten und Flexibilitäten müssen gewürdigt und kultiviert werden, damit die europäischen Märkte für gedeckte Schuldverschreibungen weltweit führend bleiben.