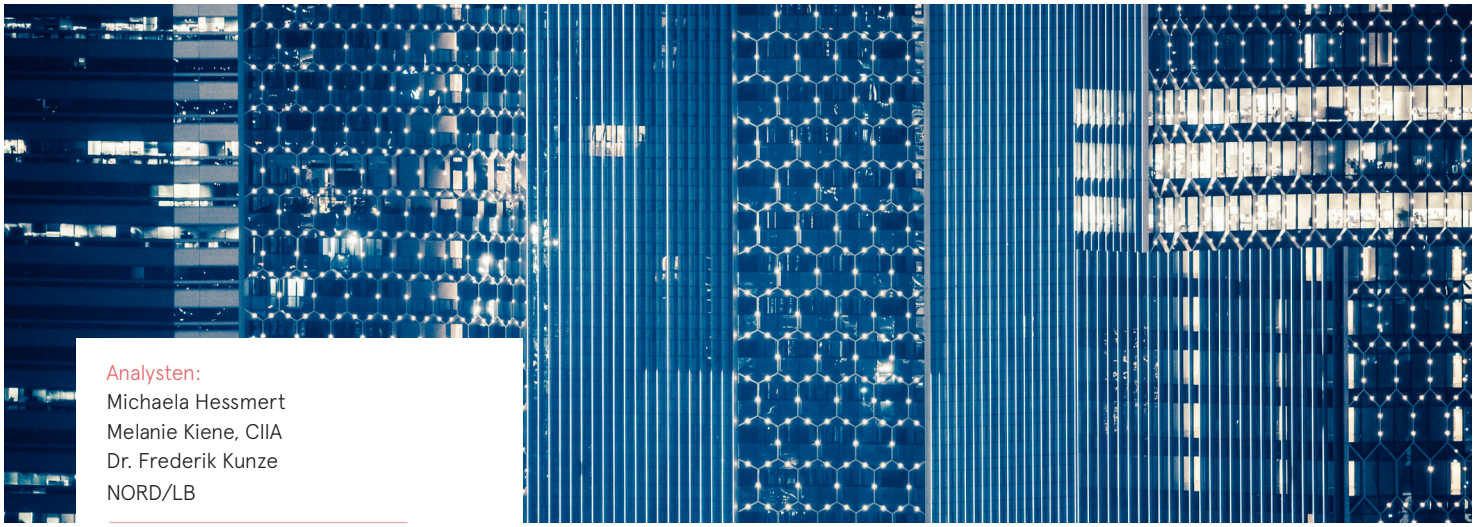
PFANDBRIEF MARKET

12.2018



Analysten:
Michaela Hessmert
Melanie Kiene, CIIA
Dr. Frederik Kunze
NORD/LB

EZB Sicherheitenrahmen

Wofür wird er gebraucht?
Voraussetzungen für die Notenbankfähigkeit
Allgemeine Merkmale des Rahmenwerks für Bonitätsbewertungen
Zulassungskriterien für alle Arten von marktfähigen
Temporär zugelassene marktfähige Sicherheiten
Besonderheiten bei Covered Bonds
Notenbankfähigkeit von Covered Bonds auch außerhalb des Eurosystems
Änderungen für Senior Unsecured Bonds
Obergrenzen bei Seniors, die von Kreditinstituten begeben wurden
Bonitätsanforderungen für marktfähige Sicherheiten
Zulassungskriterien für nicht marktfähige Sicherheiten
Sicherheitenausschluss
Rahmenwerk für Bonitätsbeurteilungen von notenbankfähigen Sicherheiten
Risikokontrolle und Bewertungsrahmen bei marktfähigen und nicht marktfähigen Sicherheiten
Annahme von Fremdwährungsanleihen im Notfall
Regeln für die Verwendung notenbankfähiger Sicherheiten
Bewertungsabschläge
Auszug aus den Sicherheitenregelungen

Wofür wird er gebraucht?

Für sämtliche Kredite, die Banken von Zentralbanken erhalten (um sich Liquidität zu beschaffen), müssen notenbankfähige Sicherheiten bei der EZB bzw. der nationalen Notenbank (in Deutschland die Bundesbank) hinterlegt werden. Das Eurosystem (bestehend aus der EZB und derzeit 19 nationalen Notenbanken) wendet im Zuge des ECB collateral frameworks einen „einheitlichen Rahmen für notenbankfähige Sicherheiten" an, wobei zwischen marktfähigen (u.a. Schuldverschreibungen bestimmter Bonitätsklassen, Covered Bonds) und nicht marktfähigen Sicherheiten (z.B. Kreditforderungen) unterschieden wird. Dieses Rahmenwerk ist in der Leitlinie (EU) 2015/510 fixiert, welche durch diverse andere Leitlinien in den letzten Jahren geändert wurde. So lange nichts anderes angegeben ist, beziehen wir uns im Folgenden immer auf die zuvor genannte Leitlinie. Grundsätzlich gilt, dass marktfähige Sicherheiten durch den Geschäftspartner – also das Sicherheit gebende Kreditinstitut – verpfändet werden, während die Übertragung nicht marktfähiger Sicherheiten an die zuständige nationale Zentralbank in Form einer stillen Abtretung erfolgt. Damit wird im Rahmen der Spitzenrefinanzierungsfazilität in Form von Pensionsgeschäften Liquidität bereitgestellt, es kann an Tendergeschäften teilgenommen werden oder eine Besicherung des Zahlungsverkehrs erfolgen. Die von den Geschäftspartnern des Eurosystems eingereichten Sicherheiten werden mittels Pool- oder Kennzeichnungsverfahren (je nach Anforderung der nationalen Notenbank [NZB]) in einem Sicherheitenverzeichnis zusammengeführt, wobei der daraus unter anderem durch Sicherheitenabschläge (haircuts) adjustierte ermittelte Beleihungswert, grundsätzlich den Gesamtbetrag der Kreditinanspruchnahme des Geschäftspartners mindestens decken muss. Ein aktualisiertes Verzeichnis notenbankfähiger marktfähiger Sicherheiten ist auf der Website der EZB verfügbar (Art. 61). Im Folgenden fokussieren wir auf die gängigen Sicherheiten und etwaige Sicherheitenabschläge ohne Anspruch auf Vollständigkeit. Die letzte Änderung des Rahmenwerks und anderer relevanter Leitlinien erfolgte Anfang 2018 und trat per 18. April 2018 in Kraft.

Voraussetzungen für die Notenbankfähigkeit (Art. 58)

Die Hinterlegung einer Sicherheit muss entweder durch die Übertragung des Eigentums in Form einer Rückkaufsvereinbarung oder durch die Bestellung eines Sicherungsrechts (ein Pfand, eine Abtretung oder ein anderes umfassendes Sicherungsrecht) in Form eines besicherten Kredits erfolgen. Bei der Betrachtung der Qualität der Sicherheiten wird zwischen marktfähigen und nicht marktfähigen Sicherheiten unterschieden.

Allgemeine Merkmale des Rahmenwerks für Bonitätsbewertungen (Art. 59)

Im Artikel 59 der Leitlinie (EU) 2015/510 werden außerdem die Bonitätsanforderungen aufgeführt, die an die notenbankfähigen Sicherheiten gestellt werden. Im Rahmen des Eurosystem credit assessment framework (ECAF) werden diese Anforderungen (Verfahren, Regeln, Methoden) für beide Arten von Sicherheiten (marktfähig bzw. nicht marktfähig) definiert. Analog zu den Risikobetrachtungen bei der Ableitung der LCR-Fähigkeit bzw. bei der Ermittlung des Risikogewichts werden die Bonitätsanforderungen in Form von Bonitätsstufen festgelegt. Im Artikel 59(3) der Leitlinie (EU) 2015/510 heißt es entsprechend: „Alle für Kreditgeschäfte des Eurosystem zugelassenen Sicherheiten erfüllen eine Bonitätsanforderung, die mindestens der Bonitätsstufe 3 entspricht." Das Eurosystem veröffentlicht Informationen über die Bonitätsstufen (harmonisierte Ratingskala) auf der EZB-Website.

Zulassungskriterien für alle Arten von marktfähigen Sicherheiten (Art. 60ff)

Die EZB aktualisiert das Verzeichnis notenbankfähiger marktfähiger Sicherheiten auf ihrer Website (Art. 61).
Die Zulassungskriterien lassen sich wie folgt gliedern:

1. *Kapitalbetrag marktfähiger Sicherheiten (Art. 62)*

   Schuldtitel müssen bis zu ihrer endgültigen Rückzahlung auf einen festen Kapitalbetrag lauten, dessen Rückzahlung nicht an Bedingungen geknüpft ist.

Sofern der Kapitalbetrag bei Rückzahlung nicht an Bedingungen geknüpft ist und nur an einen Inflationsindex im Euro-Währungsgebiet zu einem bestimmten Zeitpunkt gebunden ist, der keine andere komplexe Gestaltung aufweist, ist auch dieser Titel notenbankfähig. Sicherheiten, die Optionsscheine oder ähnliche Rechte beinhalten sind nicht notenbankfähig.

2. *Zulässige Kuponstrukturen marktfähiger Sicherheiten (Art. 63)*

   Um notenbankfähig zu sein, müssen Schuldtitel bis zu ihrer endgültigen Rückzahlung eine variabel verzinste, feste, abgezinste oder mehrstufig verzinste Kuponstruktur aufweisen. Die Kuponstruktur darf in keinem Fall zu einem negativen Cashflow führen. Zulässige Kuponstrukturen dürfen zudem nicht mit Wahlmöglichkeiten des Emittenten verbunden sein. Das heißt Änderungen an der Kuponstruktur, die in Abhängigkeit einer Entscheidung des Emittenten entstehen, sind während der Laufzeit der Sicherheit nicht zulässig.

3. *Nichtnachrangigkeit in Bezug auf marktfähige Sicherheiten (Art. 64)*

   Aus den notenbankfähigen Schuldtiteln dürfen sich keine Ansprüche auf den Kapitalbetrag oder die Zinsen ergeben, die den Ansprüchen der Inhaber anderer von diesen Emittenten begebener Schuldtitel untergeordnet sind.

4. *Emissionswährung marktfähiger Sicherheiten (Art. 65)*

   Die Schuldtitel müssen auf Euro oder auf eine der früheren Währungen der Mitgliedsstaaten lauten, deren Währung der Euro ist.

5. *Emissionsort marktfähiger Sicherheiten (Art. 66)*

   Um notenbankfähig zu sein, müssen Schuldtitel bei einer Zentralbank oder einem zugelassenen Wertpapierabwicklungssystem im EWR begeben werden. Bei Schuldtiteln, die von nichtfinanziellen Unternehmen begeben oder garantiert wurden und für die keine Bonitätsbeurteilung der Emission, des Emittenten oder der Garanten von einem zugelassenem ECAI-System zur Verfügung gestellt wurde, muss der Emissionsort im Euro-Währungsgebiet liegen. Für internationale Schuldtitel existieren weitere Kriterien (z.B. für die Art der Urkunde und den Emissionszeitpunkt).

6. *Art des Emittenten oder Garanten bei marktfähigen Sicherheiten (Art. 69)*

   Schuldtitel müssen von folgenden Emittenten begeben oder garantiert worden sein, um notenbankfähig zu sein:

   - Zentralbanken der Mitgliedsstaaten
   - Öffentliche Stellen
   - Institutionen mit öffentlichem Förderauftrag
   - Kreditinstitute
   - Finanzielle Kapitalgesellschaften, die keine Kreditinstitute sind
   - Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (bspw. Krankenhäuser, Pflegeheime)
   - Multilaterale Entwicklungsbanken
   - Internationale Organisationen

Von Investmentfonds begebene oder garantierte Titel sind hingegen nicht notenbankfähig.

7. *Sitz des Emittenten oder Garanten (Art. 70)*

   Während der Garant seinen jeweiligen Sitz im EWR haben muss, kann der Emittent auch seinen Sitz im EWR oder einem G10-Land außerhalb des EWR haben. Soweit zur Beurteilung der Bonitätsanforderungen keine Garantie erforderlich ist, kann der Sitz auch außerhalb des EWR sein. Dies gilt beispielsweise für multilaterale Entwicklungsbanken oder internationale Organisationen. Im Fall von Asset-Backed Securities muss der Emittent für die Zulassung seinen Sitz im EWR haben. Für G10-Länder gilt, dass das Rechtssystem der nationalen Notenbank von der EZB anerkannt wurde. Daneben gelten weitere Ausnahmen für Senior Unsecured Bonds und für nicht geratete Emissionen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften.

Es existieren darüber hinaus weitere Kriterien bezüglich Abwicklungsverfahren (Art. 67) und zulässigen Märkten (Art. 68).

Temporär zugelassene marktfähige Sicherheiten

Temporäre Zulassung bestimmter in Pfund Sterling, Yen oder US-Dollar denominierter Sicherheiten als notenbankfähige Sicherheiten

Marktfähige Schuldtitel, die auf Pfund Sterling, Yen oder US-Dollar lauten, stellen laut einer temporären Leitlinie notenbankfähige Sicherheiten für geldpolitische Operationen des Eurosystems dar, vorausgesetzt, dass

a) sie im Euro-Währungsgebiet begeben und gehalten/abgewickelt werden,

b) der Emittent seinen Sitz im Europäischen Wirtschaftsraum hat und

c) sie alle sonstigen Zulassungskriterien erfüllen.

Auf diese Titel werden besondere haircuts angewandt:

16 % auf in Pfund Sterling oder US-Dollar lautende Sicherheiten

26 % auf in Yen lautende Sicherheiten.

Temporär zugelassen sind auch bestimmte kurzfristige Schuldverschreibungen

Gemäß der temporären Leitlinie werden bestimmte kurzfristige Schuldverschreibungen (Laufzeit längstens 365 Tage bei Ausgabe) als marktfähige Sicherheiten zugelassen, vorausgesetzt, dass sie u.a.

a) von einer nichtfinanziellen Kapitalgesellschaft begeben wurden, die ihren Sitz im Euro-Währungsgebiet hat. Der Garant muss ebenfalls eine nichtfinanzielle Kapitalgesellschaft mit Sitz im Euro-Währungsgebiet sein.
b) nicht auf einem Markt zum Handel zugelassen sind.
c) Euro-denominiert sind.
d) die hohen Bonitätsanforderungen erfüllen.

Hereinnahme bestimmter staatlich garantierter Bankschuldverschreibungen

Gemäß der genannten temporären Leitlinie ist eine nationale Notenbank NICHT verpflichtet notenbankfähige ungedeckte Bankschuldverschreibungen als Sicherheit für Kreditgeschäfte des Eurosystems hereinzunehmen:

a) die nicht den hohen Bonitätsanforderungen entsprechen

b) von dem sie nutzenden Geschäftspartner oder von Stellen, die zu dem Geschäftspartner eine enge Verbindung unterhalten, begeben wurden und

c) die in vollem Umfang von einem Mitgliedstaat garantiert werden,

der nicht die hohen Bonitätsanforderungen und

der nach Einschätzung des EZB-Rates ein Programm der EU/des IWF erfüllt.

Daneben enthält der Artikel 6 weitere Anforderungen bzw. Ausnahmen.

Aussetzung der Anforderungen an die Bonitätsschwellenwerte für bestimmte marktfähige Titel

Zudem war vorübergehend beschlossen worden, dass die Mindestanforderungen für die Bonitätsschwellenwerte für marktfähige Sicherheiten (Anhang I Abschnitt 6.3.2 der Leitlinie EZB/2011/14) ausgesetzt werden. Dies bezog sich auf Griechenland und Zypern. Allerdings wurde dieser Beschluss für beide Länder bereits im März 2018 bzw. im August 2018 wieder aufgehoben.

Der Bonitätsschwellenwert des Eurosystems galt damals nicht für marktfähige Schuldtitel, die von den Zentralregierungen der Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets begeben oder in vollem Umfang garantiert waren, für die ein Programm der EU/des IWF bestand, es sei denn, der EZB-Rat hätte festgestellt, dass der betreffende Mitgliedstaat die mit der finanziellen Unterstützung und/oder dem makroökonomischen Programm verbundenen Auflagen nicht erfüllte. Zudem fanden besondere haircuts für Griechenland und Zypern Anwendung.

Besonderheiten bei Covered Bonds

Covered Bonds können unter gewissen Voraussetzungen im Kontext der Sicherheitenanrechnung im Eurosystem von einer privilegierten Stellung gegenüber anderen Anleihen profitieren. Auf der Liste der beim Eurosystem zur Sicherheitenstellung geeigneten Assets (also notenbankfähige Sicherheiten bzw. eligible assets) befinden sich wie eingangs beschrieben auch Covered Bonds, also gedeckte Schuldverschreibungen mit einem doppelten Rückgriff (dual recourse). In der EZB-Leitlinie (EU) 2015/510 Art. 2 (12) heißt es dazu:

„gedeckte Schuldverschreibungen" (covered bonds) bezeichnen Schuldtitel mit einem doppelten Rückgriff:
a) direkt oder indirekt auf ein Kreditinstitut und
b) auf die im dynamischen Deckungspool zugrunde liegenden Vermögenswerte bei denen es keine Tranchierung der Risiken gibt.

Der Begriff umfasst im Weiteren auch Jumbo Covered Bonds Art. 2 (48) und sonstige gedeckte Schuldverschreibungen inkl. Multi-cédulas Art. 2 (71 und 62). Die genannten Ausprägungen für Covered Bonds werden wie folgt definiert: „Jumbo-Pfandbriefe" (jumbo covered bonds, vgl. Art. 2 (48)) bezeichnen gedeckte Schuldverschreibungen, die im Einklang mit den Kriterien gemäß Artikel 52 (4) der Richtlinie 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates (1) begeben werden, mit einem Emissionsvolumen von mindestens EUR 1 Mrd., für die mindestens drei Market Maker regelmäßig Geld- und Briefkurse stellen. „Multi-cédulas" (multi cédulas, Art. 2 (71 und 62)) bezeichnen Schuldtitel von spezifischen spanischen Zweckgesellschaften (Fondo de Titulización de Activos, FTA), die es einer gewissen Zahl kleiner einzelner cédulas (spanische gedeckte Schuldverschreibungen) verschiedener Originatoren ermöglichen, zusammengefasst zu werden. Daneben gibt es noch die „sonstigen gedeckten Schuldverschreibungen" (other covered bonds), sie bezeichnen Multi-cédulas sowie „strukturierte gedeckte Schuldverschreibung" (structured covered bond) womit eine gedeckte Schuldverschreibung mit Ausnahme von Multi-cédulas gemeint ist, die nicht nach den Kriterien des Artikels 52 Absatz 4 der Richtlinie 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates begeben wird. Zuletzt definieren die Guidelines „OGAW-konforme gedeckte Schuldverschreibungen" (UCITS compliant covered bond), also gedeckte Schuldverschreibungen, die nach den Kriterien des Artikels 52 Absatz 4 der Richtlinie 2009/65/EG begeben sind.

Notenbankfähigkeit von Covered Bonds auch außerhalb des Eurosystems

Auch außerhalb des Eurosystems können Covered Bonds als notenbankfähige Sicherheiten Anwendung finden. Dabei variieren sowohl die Zulassungskriterien als auch die Einschränkungen teilweise sehr deutlich. Insbesondere in Jurisdiktionen in denen Covered Bonds eine wesentliche Funktion bei der Refinanzierung des Bankensektors zuteil kommt, kennzeichnen sich Zentralbanken durch geldpolitische Regulierungsrahmen aus, die Covered Bonds eine bedeutende Rolle zusprechen. Die Notenbankfähigkeit von Covered Bonds ist beispielsweise unter gewissen Umständen bei der Bank of England (als Level B und Level C collateral, AAA Rating oder äquivalent, regulierte Covered Bonds bzw. Pfandbriefe aus UK, Frankreich, Deutschland, Spanien), der Schweizer Nationalbank (insbesondere Repogeschäfte) sowie der Federal Reserve („AAA-rated German Jumbo Pfandbriefe" in USD oder einer anderen zugelassenen Währung denominiert) gegeben. Auch die Norges Bank, die Reserve Bank of Australia, die Reserve Bank of New Zealand sowie die Bank of Canada sehen eine Anrechenbarkeit von Covered Bonds als Sicherheit grundsätzlich vor. Während sich bei den drei ersten genannten der Einsatz auf Repogeschäfte bezieht, erlaubt die Bank of Canada eine Sicherheitenverwendung bei ständigen Liquiditätsfaziliäten.

Änderungen für Senior Unsecured Bonds (Art. 81a)

Mit Überarbeitung des Artikels 108 der BRRD im Dezember 2017, in der die Ausgestaltung der Haftungsrangfolge angepasst wurde, mussten auch die Kriterien über die Notenbankfähigkeit unbesicherter Bankschuldtitel angepasst werden. Durch die Änderung der Leitlinie (EU) 2018/570 bleiben die folgenden, nachrangigen unbesicherten Schuldtitel, die von Kreditinstituten, Wertpapierfirmen oder eng verbundenen Stellen begeben wurden bis zur Fälligkeit notenbankfähig, sofern diese vor dem 31. Dezember 2018 begeben wurden. Darüber hinaus müssen sämtliche anderen Zulassungskriterien weiterhin erfüllt sein.

- Schuldtitel, die von anerkannten Organen begeben wurden. Dies bezeichnet Rechtssubjekte (Emittenten), welche das Eurosystem zum Zwecke des Ankaufs im Public Sector Purchase Programme (PSPP, Beschluss (EU) 2015/774 der EZB) als solches klassifiziert hat.
- Schuldtitel, die von einer öffentlichen Stelle der Union mit dem Recht, Steuern zu erheben, durch eine Garantie unterlegt sind, die bestimmten Voraussetzungen entspricht (Art. 114 Abs. 1 bis 4 und Art. 115).

Die Nachrangigkeit darf weder auf eine strukturelle (Emissionen, die von Holdinggesellschaften begeben wurden) noch auf eine vertragliche Nachrangigkeit zurückzuführen sein. Eine vertragliche Nachrangigkeit ist eine solche, die aufgrund der Bedingungen eines unbesicherten Schuldtitels entsteht, unabhängig davon, ob diese Nachrangigkeit gesetzlich anerkannt ist. Unbesicherte Schuldtitel, die vor dem 16. April 2018 notenbankfähig waren, aber durch die Änderung der Leitlinie 2018/570 die festgelegten Zulassungskriterien nicht mehr erfüllen, bleiben bis 31. Dezember 2018 notenbankfähig, sofern sämtliche andere Zulassungskriterien erfüllt werden. Die Leitlinie 2018/570 bewirkt zudem, dass die zuvor bezeichneten Schuldtitel (Preferred Senior Unsecured Bonds) von einem Emittenten mit Sitz in der Europäischen Union begeben sein müssen, um notenbankfähig zu sein. Das Sitzlandkriterium gilt nicht für mulitlaterale Entwicklungsbanken und internationale Organisationen (Art. 81 Abs. 4, vgl. Art. 70 Abs. 4 und Art. 141 Abs. 3).

Obergrenzen bei unbesicherten Schuldtiteln, die von Kreditinstituten begeben wurden

Unberührt bleibt die in Art. 141 fixierte Obergrenze für unbesicherte Schuldtitel, die von Kreditinstituten und eng mit ihnen verbundenen Stellen begeben wurden. Nach Abzug des Bewertungsabschlags dürfen Schuldtitel (wie zuvor bezeichnet) nur maximal in Höhe von 2,5% des Gesamtwertes der vom Geschäftspartner eingereichten Sicherheiten ausmachen. Der Schwellenwert wird nicht herangezogen, wenn der Wert der Sicherheit nach Anwendung des Bewertungsabschlags (haircut) EUR 50 Mio. nicht übersteigt, die Sicherheit von einer öffentlichen Stelle mit Steuererhebungsrecht garantiert ist oder der Emittent eine mulitlaterale Entwicklungsbank, eine internationale Organisation oder eine Institution mit öffentlichem Förderauftrag (agency) ist.

Bonitätsanforderungen für marktfähige Sicherheiten (Art. 82 bis 88)

1. *Arten und Vorrangigkeit von Bonitätsbeurteilungen für marktfähige Sicherheiten (Art. 82 bis 84)*
   Bei Asset-Backed Securities muss mindestens von zwei zugelassenen ECAIs ein öffentliches Rating vorhanden sein, wobei die Beurteilung jeweils mindestens der Bonitätsstufe 2 auf der harmonisierten Ratingskala zu entsprechen hat. Für alle anderen marktfähigen Sicherheiten ist nur ein Rating erforderlich und die Bonitätsstufe von mindestens 3. Artikel 83 beschreibt die Anforderungen an das Rating von zugleassenen ECAIs für die Bewertung.
   a) Emittent ist Zentralstaat, Land oder Gemeinde, Institution mit öffentlichem Förderauftrag, multilaterale Entwicklungsbank oder internationale Organisation (Art. 84b): mindestens eine Bonitätsbeurteilung, nur Emittenten- und Garantenrating werden berücksichtigt. Liegen beispielsweise mehrere Emittentensratings vor, gilt das Beste („First-Best"). Dabei muss das First-Best mindestens den Bonitätsschwellenwert erreichen. Für Covered Bonds dieser Emittenten gilt Art. 84 a.
   b) Sonstige Emittenten und Asset-Backed Securities (Art. 84a): mindestens eine Bonitätsbeurteilung, es werden Emissionsratings vorrangig zu den Ratings des Emittenten und zuletzt des Garanten anerkannt. Liegt kein Emissionsrating vor (oder fehlt es bei Covered Bonds), können das Emittenten- oder Garantenrating berücksichtigt werden. Liegen beispielsweise mehrere Emissionsratings vor, gilt das Beste („First-Best"). Dabei muss das First-Best mindestens den Bonitätsschwellenwert erreichen.
   c) Asset-Backed Securities (Art. 84c): mindestens zwei Emissionsratings, liegen mehr als zwei vor, werden das beste und zweitbeste Rating berücksichtigt. Allerdings gelten für ABS zusätzliche Bonitätsanforderungen (Art. 88).
2. *Von mehreren Emittenten begebene Sicherheiten (Art. 85)*
   Bei marktfähigen Sicherheiten, die von mehreren Emittenten begeben wurden, bestimmt sich das maßgebliche Emittentenrating anhand der potenziellen Haftung der einzelnen Emittenten wie folgt: Haftet jeder einzelne Emittent im Rahmen der Emission bzw. des Programms- oder der Emissionsserie.
   a) gesamtschuldnerisch für die Verbindlichkeiten aller anderen Emittenten, wird das höchste der besten Emittentenratings berücksichtigt.
   b) nicht gesamtschuldnerisch für die Verbindlichkeiten aller anderen Emittenten, wird das niedrigste der besten Emittentenratings aller betreffenden Emittenten berücksichtigt.
3. *Ratings in Fremdwährung (Art. 86)*
   Lautet die Sicherheit auf die Ortswährung des Emittenten, so ist das Fremdwährungsrating des Emittenten akzeptabel.

4. *Fehlende externe Bonitätsbeurteilung für marktfähige Sicherheiten (Art. 87)*
   Wenn eine geforderte externe Bonitätsbeurteilung der Emission oder des Emittenten bzw. Garanten nach Art. 84 nicht verfügbar ist, erfolgt die Ableitung einer impliziten Bonitätsbeurteilung der marktfähigen Sicherheiten. Allerdings ist dies nur für regionale bzw. lokale Gebietskörperschaften sowie öffentliche Stellen möglich. So sind auch Asset-Backed Securities ausgenommen. Für Schuldtitel die von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften begeben oder garantiert wurden, erfolgt die Bonitätsbeurteilung nach den Regeln für Kreditforderungen (Art. 108 ff – Bonitätsanforderungen für nicht marktfähige Sicherheiten).

Implicit credit quality assessments for issuers or guarantors without an ECAI credit quality assessment

	Allocation of issuers or guarantors under Regulation (EU) No 575/2013 (CRR (*))	ECAF derivation of the implicit credit quality assessment of the issuer or guarantor belonging to the corresponding class
Class 1	Regional governments, local authorities and CRR public sector entities (CRR PSEs) that are treated by the competent authorities in the same manner as the central government for capital requirements purposes pursuant to Articles 115(2) and 116(4) of Regulation (EU) No 575/2013	Allocated the ECAI credit quality assessment of the central government in whose jurisdiction the entity is established
Class 2	Other regional governments, local authorities and CRR PSEs	Allocated a credit quality assessment one credit quality step (**) below the ECAI credit quality assessment of the central government in whose jurisdiction the entity is established
Class 3	Public sector entities as defined in point (75) of Article 2 that are not CRR PSEs	Treated like private sector issuers or debtors

(*) Regulation (EU) No 575/2013, also referred to as the CRR for the purposes of this table.
(**) Information on the credit quality steps is published on the ECB's website.
Quelle: ECB, NORD/LB Fixed Income & Macro Research

Eurosystem's harmonised rating scale

ECAI credit assessment		Credit quality steps		
		1	2	3
Short-term	DBRS		R-1H, R-1M	R-1L, R-2H, R-2M, R2-L
	FitchRatings		F1+, F1	F2
	Moody's		P-1	P-2
	Standard & Poor's		A-1+, A-1	A-2
Long-term	DBRS	AAA/AAH/AA/AAL	AH/A/AL	BBBH/BBB/BBBL
	FitchRatings	AAA/AA+/AA/AA-	A+/A/A-	BBB+/BBB/BBB-
	Moody's	Aaa/Aa1/Aa2/Aa3	A1/A2/A3	Baa1/Baa2/Baa3
	Standard & Poor's	AAA/AA+/AA/AA-	A+/A/A-	BBB+/BBB/BBB-

Quelle: ECB, NORD/LB Fixed Income & Macro Research

5. *Zusätzliche Bonitätsanforderungen für Asset-Backed Securities (Art. 88)*
   Die ABS muss über ein öffentliches Emissionsrating mit öffentlich zugänglichem Emissionsbericht (u.a. inkl. umfassende Analyse der strukturellen und rechtlichen Aspekte, Sicherheitenpool, Transaktionsbeteiligten, sonstige relevante Einzelheiten) verfügen. Diese Performance-Berichte haben spätestens vier Wochen nach Kuponzahlung vorzuliegen.

Eine erweiterte Ausnahme zur Zulassung von zusätzlichen ABS bildet hier ebenfalls die temporäre Leitlinie, nach der ABS auch als notenbankfähig gelten, wenn sie die Bonitätsbeurteilung nicht gänzlich erfüllen, jedoch u.a. mindestens über zwei BBB-Ratings (Bonitätsstufe 2) einer zugelassenen

externen Ratingagentur verfügen und sonst sämtliche Kriterien erfüllen. Für diese zusätzlichen ABS gelten höhere Bewertungsabschläge.

Zulassungskriterien für nicht marktfähige Sicherheiten (Art. 89 bis 107f)
Bei nicht marktfähigen Sicherheiten wird zwischen Kreditforderungen, nicht marktfähigen, mit hypothekarischen Darlehen an Privatkunden besicherten (retail mortgage-backed debt instruments (RMBDs)) oder durch notenbankfähige Kreditforderungen besicherten Schuldtiteln (non-marketable debt instruments backed by eligible credit claims (DECCs)) und Termineinlagen unterschieden.

Zulassungskriterien für Kreditforderungen (Art. 89 bis 105f)
Für Kreditforderungen existieren u.a. folgende Zulassungskriterien:

1. *Art der Sicherheit (Art. 89)*
   Eine Verbindlichkeit eines Schuldners gegenüber einem Geschäftspartner (u.a. Tilgungsdarlehen, Überziehungskredite, Akkreditive, offene Kreditlinien, Anteil am Konsortialkredit, Leasing- oder Factoringforderung).
2. *Kapitalbetrag und Verzinsung (Art. 90)*
   Die Forderung muss auf einen festen Betrag lauten, der rückzahlbar ist ohne Knüpfung an Bedingungen. Außerdem muss die Verzinsung dergestalt sein, dass es nicht zu einem negativen Cash Flow kommt.
3. *Keine Nachrangigkeit (Art. 91)*
   Wie bei den notenbankfähigen Verbindlichkeiten (Art. 64), darf die Kreditforderung keine Ansprüche auf den Kapitalbetrag/die Zinsen enthalten, die anderen Gläubigern des Schuldners und den Ansprüchen von Inhabern der Schuldtitel desselben Emittenten untergeordnet sind.
4. *Bonitätsanforderungen für Kreditforderungen (Art. 92)*
   Hier gelten die Regeln für nicht marktfähige Sicherheiten Art. 108 bzw. 109ff. (Teil 4 Titel III Kapitel II). Für notenbankfähige Kreditforderungen wird auf Grundlage des Schuldners/Garanten eine Bonitätsstufe von mindestens 3 gefordert. Dabei kann auf das Ratingsystem/die Ratingquelle des Geschäftspartners zurückgegriffen werden, wobei immer das aktuellste Rating zu nutzen ist und die Systeme/Quellen mindestens für einen Zeitraum von 12 Monaten identisch bleiben müssen. Kommt es zum Zahlungsverzug oder Kreditereignis, muss spätestens am nächsten Geschäftstag die betreffende NZB informiert werden. Ggf. muss die Sicherheit auf Aufforderung hin ausgetauscht werden.
5. *Mindestbetrag bei inländischer Nutzung (Art. 93)*
   Bis auf weiteres: Festlegung pro Nationaler Zentralbank (NZB)
6. *Mindestbetrag bei grenzüberschreitender Nutzung (Art. 93)*
   Grundsätzlich 500.000 EUR im Eurosystem
7. *Währung der Kreditforderung (Art. 94)*
   Euro oder eine Währung des Mitgliedstaates, dessen Währung heute Euro ist.
8. *Art des Schuldners/Garanten (Art. 95)*
   Öffentliche Hand, nichtfinanzielle Unternehmen, multilaterale Entwicklungsbanken oder internationale Organisationen.
9. *Sitz des Schuldners / Garanten (Art. 96)*
   Euro-Währungsgebiet: Eine Ausnahme bilden multilaterale Entwicklungsbanken und internationale Organisationen, auf diese Einschränkung nicht angewendet wird.

10. *Anwendbares Recht (Art. 97)*
    Es dürfen maximal zwei Rechtsordnungen eines Mitgliedstaats für den Geschäftspartner, den Gläubiger, den Schuldner, den Garanten, den Vertrag über die Kreditforderung und die NZB gelten.
11. *Abwicklungsverfahren (Art. 98)*
    Verfahren des Eurosystems

Daneben gelten u.a. zusätzliche allgemeine Anforderungen über die Existenz der Forderung, die Verwertung, das Verfahren zur Einreichung bei der NZB, die Rechtswirksamkeit, die Nutzung gegenüber Dritten sowie zu Beschränkungen bspw. Aufgrund Vertraulichkeit (Art. 99 bis 106). Über die temporäre Leitlinie der EZB werden in Artikel 4 Ausnahmen definiert, wonach bestimmte Kreditforderungen zusätzlich anerkannt werden, wenn wie nur gewisse Kriterien erfüllen.

Zulassungskriterien für Termineinlagen (Art. 106)
Hält ein Geschäftspartner Termineinlagen bei der NZB (Art. 12), so kann er diese ebenfalls bei der NZB als notenbankfähige Sicherheiten für Kreditgeschäfte des Eurosystems nutzen.

Zulassungskriterien für RMBD (Art. 107)
Ein RMBD ist ein Solawechsel oder Wechsel, der über einen Pool mit hypothekarischen Darlehen besichert aber nicht vollständig verbrieft ist. Die in dem Pool enthaltenen Sicherheiten können substituiert werden. Zudem ist der NZB Vorrang vor allen anderen Gläubigern zu gewähren, sofern diese nicht aus politischen Gründen vorrangig zu behandeln sind. Zu den sonstigen Anforderungen gelten u.a., dass RMBDs auf einen festen Kapitalbetrag lauten müssen, dass gewisse Bonitätsanforderungen (Regeln für nicht marktfähige Sicherheiten Art. 108 bzw. 109ff. (Teil 4 Titel III Kapitel II); Bonitätsstufe mindestens 2) gelten, die Denomination in Euro erfolgt ist und monatlich eine Poolüberprüfung erfolgt.

Zulassungskriterien für DECC (Art. 107a bis 107f)

- DECCs (non-marketable debt instruments backed by eligible credit claims – DECCs) sind notenbankfähige Kreditforderungen, die mit nicht marktfähigen Schuldtiteln besichert sind (Art. 2 Nr. 70a). Dabei haben sie u.a. folgende Kriterien zu erfüllen:
- Kapitalbetrag: fester Kapitalbetrag
- Währung: Euro denominiert
- DECC-Emittent muss zwingend eine Zweckgesellschaft sein
- DECC-Formular auf Einzelkreditebene oder Formular für ABS-Daten auf Einzelkreditebene
- Sitz: mit Ausnahme vom Emittenten, Schuldner und Originator (Euro-Währungsgebiet) müssen die beteiligten Parteien ihren Sitz im EWR haben
- *Nachrangigkeit nicht erlaubt (Art. 107b):*
  Es ergeben sich keine Ansprüche auf den Kapitalbetrag und/oder Zinsen, die den Ansprüchen der Inhaber anderer von diesem Emittenten begebenen Schuldtiteln untergeordnet sind.
- *Bonitätsanforderungen (Art. 107c bzw. 112a):*
  Das DECC bedarf keiner Bonitätsbeurteilung, allerdings sind die Forderungen im Deckungspool zu bewerten. Die Beurteilung erfolgt entweder anhand des Garanten oder Schuldners, der mindestens eine Bonitätsnoten von 3 aufzuweisen hat.
- Erwerb der Kreditforderung durch den Emittenten (Art. 107d)
- Daneben gelten Transparenzanforderungen (Art. 107e) und es werden nur Forderungen anerkannt, die sowohl die Zulassungskriterien für nicht marktfähige Sicherheiten (Teil 4 Titel III Kapital 1) erfüllen sowie zu den in Artikel 107f genannten Arten gehören.

Sicherheitenausschluss für:
Mit der Änderung der Guidelines im April 2018 wurden zudem Investmentfonds angesichts ihrer spezifischen Risiken im Zusammenhang mit potenziellen Portfolioänderungen als Emittenten und Garantiegeber anerkennungsfähiger Sicherheiten bei Kreditgeschäften des Eurosystems ausgeschlossen. Ebenso sind Commercial-Mortgage-Backed Securities (CMBS) aufgrund ihrer relativ komplexen Beschaffenheit als notenbankfähige Sicherheiten nicht mehr nutzbar.

Rahmenwerk für Bonitätsbeurteilungen von notenbankfähigen Sicherheiten
Die Artikel 119 bis 126 beschreiben die zulässigen Quellen und Systeme für die Bonitätsbeurteilung von notenbankfähigen Sicherheiten. Darunter fallen sowohl interne Ratingverfahren als auch externe Ratingagenturen (Eurosystem credit assessment framework – ECAF). Die EZB hat derzeit nur vier Agenturen zugelassen, dazu zählen: DBRS, Fitch, Moody's, S&P. Die Ratingagentur Scope strebt eine Zulassung an und befindet sich nach eigenen Angaben in der Umsetzung der Zulassungsvoraussetzungen.

Risikokontrolle und Bewertungsrahmen bei marktfähigen und nicht marktfähigen Sicherheiten
Hintergrund der Artikel 127 bis 136 zu den Risikokontrollmaßnahmen ist der Schutz des Eurosystems vor finanziellen Verlusten beim Ausfall eines Geschäftspartners. Zu den Maßnahmen, die die EZB zur Risikokontrolle für notenbankfähige Sicherheiten anwendet (Art. 128), zählen:

- Bewertungsabschläge (Leitlinie (EU) 2016/65 der Europäischen Zentralbank (EZB/2015/35)
- Schwankungsmargen bzw. Marktpreisbewertungen
- Obergrenzen für die Verwendung unbesicherter Schuldtitel, wenn das einreichende Institut eine enge Verbindung mit dem Emittenten hat (i.V.m. Artikel 137, direkt oder indirekte Beteiligung von mind. 20% am Kapital)
- Korrekturen (wie in Leitlinie (EU) 2016/65 (EZB/2015/35) festgelegt)

Daneben können weitere Risikokontrollmaßnamen erfolgen:

- Sicherheitsmargen
- Obergrenzen für Emittenten, Schuldner, Garanten
- Zusätzliche Abschläge
- Zusätzliche Garantien
- Ausschluss bestimmter Vermögenswerte

Annahme von Fremdwährungsanleihen im Notfall
In Ausnahmefällen – und damit abweichend zu Art. 65 („Emissionswährung marktfähiger Sicherheiten") – kann der EZB-Rat beschließen, bestimmte marktfähige Vermögenswerte, die von G10-Zentralstaaten außerhalb des EWR emittiert und in deren Heimatwährung denominiert sind, als Sicherheiten zu akzeptieren. Die allgemeinen Zulassungskriterien gelten mit den Ausnahmen auf Emissionsort, Währung und einer Verzinsung, die zu einem negativen Cashflow führen könnte. Artikel 137 bezeichnet die Details dazu.

Regeln für die Verwendung notenbankfähiger Sicherheiten

Im Wesentlichen werden in den Artikeln 138 bis 147 enge Verbindungen (CB, ABS, garantierte Seniors), Liquiditätsunterstützung für ABS, die Nichtannahme von Sicherheiten aus operationellen Gründen, Sicherheiten mit negativem Cashflow sowie Mitteilungen, Sanktionen und Informationsaustausch geregelt.

Als enge Verbindung (Art. 138) gilt u.a. wenn der Geschäftspartner und der Emittent/Schuldner/Garant der notenbankfähigen Sicherheit entweder direkt oder indirekt über ein oder mehrere Unternehmen einen Anteil von mindestens 20% am Kapital hält (wobei dies in alle Richtungen gilt). Für Multi-cédulas gilt zur Prüfung ein Transparenzkonzept für alle Emittenten.

Eine enge Verbindung existiert nicht, wenn der Titel von einer öffentlich rechtlichen Stelle garantiert oder begeben wurde, die das Recht zur Steuererhebung besitzt. Ebenso sind gedeckte Schuldverschreibungen (covered bonds) ausgenommen, die die Kriterien nach Art. 129 Abs. 1 bis 3 und 6 der Verordnung (EU) Nr. 575/2013 (CRR) erfüllen. Damit sind beispielsweise covered bonds gemeint, die durch öffentliche Forderungen oder mit Hypotheken (privat/gewerblich und dabei bestimmte Anforderungen an den Beleihungswert erfüllen), Schiffspfandrechten besichert sind. Gleichfalls ausgenommen von der „engen Verbindung" sind nicht marktfähige RMBDs und vor dem 01. Mai 2015 emittierte Mulit-cédulas (Voraussetzung Art. 129 Abs. 1 bis 3 und 6 der CRR werden erfüllt).

Ebenfalls mit Wirkung zum 16.04.2018 greift nunmehr außerdem die Nachweispflicht für Covered Bond-Emittenten in Bezug auf die Einreichung von selbst emittierten staatlich garantierten Anleihen. Demnach müssen Banken den Nachweis erbringen (können), dass der Deckungsstock keine selbst (oder von einem nahestehenden Emittenten) begebenen staatlich garantierten unbesicherten Bankanleihen enthält. Dabei ist es durchaus denkbar, dass die Verwendung selbst emittierter staatlich garantierter Bankanleihen bereits durch die nationale Gesetzgebung oder im Rahmen des veröffentlichten Covered Bond-Prospekts ausgeschlossen ist. Im Rahmen der Anpassungen der Guideline (EU) 2015/510 vom 08.02.2018 (ECB/2018/3) stellt die EZB darüber hinausgehende Nachweismöglichkeiten für die Emittenten dar (vgl. dazu auch die neu hinzugefügten Absätze 3 und 4 in Artikel 139, ECB/2018/3). Diese erstrecken sich auf regelmäßige Berichterstattungen des Emittenten (surveillance bzw. performance reports), durch den CEO, CFO oder andere hochrangige Entscheidungsträger unterzeichnete Zertifizierungen (self-certification) oder nachträgliche Bestätigungen durch externe Prüfer bzw. Treuhänder (ex post confirmation).

Weiteres

An dieser Stelle gehen wir nicht weiter auf die geldpolitischen Instrumente, Sanktionen, Abwicklungsverfahren, Mindestreserve, usw. ein.

Bewertungsabschläge

Während sich bis hier hin alle angegebenen Artikel – soweit nicht anders angegeben – auf die Leitlinie zur Umsetzung des geldpolitischen Handlungsrahmens (EU) 2015/510 bezogen, sind die Bewertungsabschläge in der im Folgenden genannten Leitlinien enthalten. Bei der Sicherheitenanrechnung bzw. im Rahmen der gemäß Poolverfahren täglich durchgeführten Beleihungswertermittlung gilt es außerdem zu beachten, dass die gestellten Sicherheiten auf vorzunehmende Bewertungsabschläge (haircuts) geprüft und entsprechend bewertet werden.

Dabei leitet sich der für ein Wertpapier relevante Bewertungsabschlag aus der Kreditqualität, der Restlaufzeit sowie der dem Wertpapier zuzurechnenden „haircut category" ab. Darüber hinaus unterscheidet die EZB bei der Ermittlung der Höhe des haircuts hinsichtlich der Kuponstruktur (fix, floating und zero coupon). Die bei der Umsetzung des geldpolitischen Handlungsrahmens des Eurosystems anzuwendenden Bewertungsabschläge ((EU) 2015/35) sind durch die EZB-Leitlinie (EU) 2016/65 detailliert geregelt und wurden in 2018 durch die Leitlinie (EU) 2018/571 erneut angepasst. Durch die Leitlinie (EU) 2016/2299 wurden zudem differenzierte haircuts für die Kategorie V in den Bonitätsstufen 1 und 2 eingeführt.

Haircut categories Overview

Category I	Category II	Category III	Category IV	Category V
Debt instruments issued by central governments	Debt instruments issued by local and regional governments	UCITS compliant covered bonds other than UCITS compliant jumbo covered bonds	Unsecured debt instruments issued by credit institutions	Asset-backed securities
ECB debt certificates	Debt instruments issued by entities classified as agencies by the Eurosystem	Other covered bonds	Unsecured debt instruments issued by financial corporations other than credit institutions	
Debt certificates issued by NCBs prior to the date of adoption of the euro in their respective Member State	Debt instruments issued by multilateral development banks and international organisations UCITS compliant jumbo covered bonds	Debt instruments issued by non- financial corporations and corporations in the government sector		

Quelle: ECB, NORD/LB Fixed Income & Macro Research

Zusätzliche Bewertungsabschläge für Covered Bonds

Zudem sind dem Artikel 130 (4) (Leitlinie (EU) 2015/510) folgend für „gedeckte Schuldverschreibungen zur Eigennutzung" zusätzlicher Bewertungsabschläge relevant. Für Covered Bonds der Bonitätsstufen 1 und 2 fällt in diesem Zusammenhang ein Abschlag von 8% vom gesamten Wert der Emission des einzelnen Schuldtitels an; für die Bonitätsstufe 3 liegt der Abschlag bei Eigennutzung bei 12%. Dabei wird von einer gedeckten Schuldverschreibung zur Eigennutzung genau dann ausgegangen, wenn diese „entweder von einem Geschäftspartner oder von mit diesem eng verbundenen Stellen begeben werden und die zu einem Prozentsatz von über 75% des ausstehenden Nominalwerts von diesem Geschäftspartner oder den mit diesem eng verbundenen Stellen genutzt werden" (vgl. Art. 130 (4)). Das Bestehen einer engen Verbindung ist in Artikel 138 ((Leitlinie (EU) 2015/510)) geregelt. Zudem sind gedeckte Schuldverschreibungen, die bestimmte Anforderungen in Bezug auf das Vorzugs-Risikogewicht gemäß Artikel 129 der Eigenkapitalverordnung (Capital Requirements Regulation – CRR) nicht erfüllen, nicht länger zur Eigennutzung zugelassen. Weiterhin zugelassen sind gedeckte Schuldverschreibungen, die die Anforderungen der CRR erfüllen, und nicht marktfähige, mit hypothekarischen Darlehen an Privatkunden besicherte Schuldtitel, auch RMBDs genannt, sowie bestimmte Multi-cédulas (von spezifischen spanischen Zweckgesellschaften emittierte Schuldtitel), jeweils in Eigennutzung.
Spezifische Bewertungsabschläge sind nunmehr außerdem für retained Covered Bonds, die mit einer Soft Bullet-Struktur ausgestattet sind sowie für Conditional Pass-Through-Strukturen (CPT) zu berücksichtigen. Der höhere Abschlag für diese „gedeckten Schuldverschreibungen in Eigennutzung mit verlängerbarer Laufzeit" wird von Seiten der EZB mit den im Zusammenhang mit der potentiellen Laufzeitverlängerung der Emissionen bestehenden zusätzlichen Risiken begründet. So wird im Zuge der Anrechnung nicht die ursprünglich vorgesehene sondern die verlängerte Laufzeit zur Ermittlung des Haircuts herangezogen.
Bei einem retained Covered Bond (Eigennutzung) mit Soft Bullet-Struktur dürfte sich die Laufzeit somit in der Regel um ein Jahr verlängern, während sämtliche CPT-Strukturen aufgrund der theoretisch sehr langen Verlängerungsperiode im Rahmen der Beleihungswertermittlung in den Laufzeitenbereich von „>10 Jahren" fallen. Generell sind Covered Bonds, die im Jumboformat emittiert wurden, der haircut category II zugeordnet; alle anderen Covered Bonds hingegen der haircut category III. Insbesondere für CPT-Covered Bonds der Bonitätsstufe 3, also üblicherweise von einem Emittenten mit einem Non-Investment Grade-Rating

begebene gedeckte Schuldverschreibungen, unterliegen als Folge der beschriebenen Anpassungen vergleichsweise höheren nominalen Bewertungsabschlägen bei der Sicherheitenanrechnung.

Valuation haircut levels applied to eligible marketable assets

Credit quality	Residual maturity (years)(*)	Haircut categories												
		Category I			Category II			Category III			Category IV			Category V
		fixed coupon	zero coupon	floating coupon	fixed coupon	zero coupon	floating coupon	fixed coupon	zero coupon	floating coupon	fixed coupon	zero coupon	floating coupon	
Steps 1 and 2	0-1	0.5	0.5	0.5	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	7.5	7.5	7.5	4.0
	1-3	1.0	2.0	0.5	1.5	2.5	1.0	2.0	3.0	1.0	10.0	10.5	7.5	4.5
	3-5	1.5	2.5	0.5	2.5	3.5	1.0	3.0	4.5	1.0	13.0	13.5	7.5	5.0
	5-7	2.0	3.0	1.0	3.5	4.5	1.5	4.5	6.0	2.0	14.5	15.5	10.0	9.0
	7-10	3.0	4.0	1.5	4.5	6.5	2.5	6.0	8.0	3.0	16.5	18.0	13.0	13.0
	>10	5.0	7.0	2.0	8.0	10.5	3.5	9.0	13.0	4.5	20.0	25.5	14.5	20.0
Credit quality	Residual maturity (years)(*)	Haircut categories												
		Category I			Category II			Category III			Category IV			Category V
		fixed coupon	zero coupon	floating coupon	fixed coupon	zero coupon	floating coupon	fixed coupon	zero coupon	floating coupon	fixed coupon	zero coupon	floating coupon	
Step 3	0-1	6.0	6.0	6.0	7.0	7.0	7.0	8.0	8.0	8.0	13.0	13.0	13.0	Not eligible
	1-3	7.0	8.0	6.0	9.5	13.5	7.0	12.0	15.0	8.0	22.5	25.0	13.0	
	3-5	9.0	10.0	6.0	13.5	18.5	7.0	16.5	22.0	8.0	28.0	32.5	13.0	
	5-7	10.0	11.5	7.0	14.0	20.0	9.5	18.5	26.0	12.0	30.5	35.0	22.5	
	7-10	11.5	13.0	9.0	16.0	24.5	13.5	19.0	28.0	16.5	31.0	37.0	28.0	
	>10	13.0	16.0	10.0	19.0	29.5	14.0	19.5	30.0	18.5	31.5	38.0	30.5	

(*) i.e. [0-1) residual maturity less than 1 year, [1-3) residual maturity equal to or greater than 1 year and less than 3 years, etc.

Note: Valuation haircuts do not include the additional own-use haircut of 8% for covered bonds in credit quality steps 1 and 2 and 12% for covered bonds in credit quality step 3. Valuation haircuts for eligible marketable assets denominated in Pound Sterling or US-Dollar have to use a haircut of 16% and 26 % of Yen denominated bonds.

Quelle: ECB, NORD/LB Fixed Income & Macro Research

Valuation haircut levels applied to eligible credit claims with fixed or floating interest payments

Credit quality	Residual maturity (years) (*)	Valuation methodology			
		Fixed interest payment and a valuation based on a theoretical price assigned by the NCB	Variable interest payment and a valuation based on a theoretical price assigned by the NCB	Fixed interest payment and a valuation according to the outstanding amount assigned by the NCB	Variable interest payment and a valuation according to the outstanding amount assigned by the NCB
Steps 1 and 2 (AAA to A-)	0-1	10.0	10.0	12.0	12.0
	1-3	12.0	10.0	16.0	12.0
	3-5	14.0	10.0	21.0	12.0
	5-7	17.0	12.0	27.0	16.0
	7-10	22.0	14.0	35.0	21.0
	>10	30.0	17.0	45.0	27.0
Credit quality	Residual maturity (years) (*)	Valuation methodology			
		Fixed interest payment and a valuation based on a theoretical price assigned by the NCB	Variable interest payment and a valuation based on a theoretical price assigned by the NCB	Fixed interest payment and a valuation according to the outstanding amount assigned by the NCB	Variable interest payment and a valuation according to the outstanding amount assigned by the NCB
Step 3 (BBB+ to BBB-)	0-1	17.0	17.0	19.0	19.0
	1-3	28.5	17.0	33.5	19.0
	3-5	36.0	17.0	45.0	19.0
	5-7	37.5	28.5	50.5	33.5
	7-10	38.5	36.0	56.5	45.0
	>10	40.0	37.5	63.0	50.5

(*) d. h. [0-1) bedeutet eine Restlaufzeit von weniger als einem Jahr, [1-3) bedeutet eine Restlaufzeit von mindestens einem Jahr und weniger als drei Jahren usw."

Quelle: ECB, NORD/LB Fixed Income & Macro Research

Auf Termineinlagen erfolgt kein Bewertungsabschlag. Der haircut für RMBDs beträgt nach Leitlinie 2018/571 ((EU) 2016/65 (EZB/2015/35)) 31,5%.

Auszug aus den Sicherheitenregelungen (gem. general framework)

Zulassungskriterien	Marktfähige Sicherheiten	Nicht-marktfähige Sicherheiten	
Art der Sicherheit	EZB-Schuldverschreibungen, Schuldverschreibung einer NZB vor dem Euro, sonstige marktfähige Schuldtitel	Kreditforderungen (Art. 89)	Retail mortgage-debt instruments (RMBDs) (Art. 107)
Bonitätsanforderungen (Art. 71, 82ff, 92, 107)	Die Sicherheit muss den Bonitätsanforderungen gem. den ECAF-Regeln für marktfähige Sicherheiten entsprechen	Der Schuldner/Garant muss den Bonitätsanforderungen genügen. Die Kreditwürdigkeit wird anhand der ECAF-Regeln für Kreditforderungen entsprechen	Das Asset muss den Bonitätsanforderungen genügen. Die Bonitätsanforderungen werden anhand der ECAF-Regeln für RMBDs entsprechen
Emissionsort (Art. 66)	EWR Bei nichtfinanziellen Unternehmen und ohne Bonitätseinschätzung (Emittent oder Garant): Euroraum	-	-
Abwicklungs-/ Bearbeitungsverfahren (Art. 67, 107)	Abwicklungsort: Euroraum Die Sicherheiten müssen zentral in girosammelverwahrfähiger Form bei NZBen oder einem Wertpapierabwicklungssystem hinterlegt werden, das die vom Eurosystem im Rahmenwerk für Anwenderbeurteilungen im Eurosystem beschriebenen Standards und Beurteilungsverfahren erfüllt.	Verfahren des Eurosystems	Verfahren des Eurosystems
Art des Emittenten/ Schuldners/Garanten (Art. 69, 96, 107)	NZBen, Offentliche Hand, Kreditinstituten, finanziellen Kapitalgesellschaften (keine Kreditinstitute), nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, Internationale und supranationale Organisationen	Öffentliche Hand, Nichtfinanzielle Unternehmen, Internationale und supranationale Organisationen	Kreditinstitute
Sitz des Emittenten, Schuldners oder Garanten (Art. 70, 81a,107)	Emittent/-ABS: EWR oder G10-Länder außerhalb des EWR Garant: EWR Emittent/Garant ist nichtfinanzielle Kapitalgesellschaft und ohne Bonitätsbeurteilung: Euroraum Senior Unsecured von Kreditinstituten: EU Supranationale und internationale Organisationen: keine Anwendung	Euroraum Keine Anwendung der Kriterien bei supranationalen und internationalen Organisationen	Euroraum
Zulässige Märkte (Art. 68)	Geregelter Markt Von EZB zugelassene nicht geregelte Märkte	-	-
Emissionswährung (Art. 65, 94)	Euro oder frühere Währung der Mitgliedstaaten, deren Währung Euro ist	Euro oder frühere Währung der Mitgliedstaaten, deren Währung Euro ist	Euro oder frühere Währung der Mitgliedstaaten, deren Währung Euro ist
Mindestbetrag/ Kapitalbetrag (Art. 62, 72, 90, 93, 107)	Fester Kapitalbetrag ohne Bedingung (Ausnahme: Inflationsindexiert) Keine Anwendung bei ABS	Fester Kapitalbetrag ohne Bedingung, dabei darf das Papier keine Verzinsung aufweisen, die zu einem negativen Cashflow führt Mindestbetrag zum Zeitpunkt der Einreichung der Kreditforderung Inländische Nutzung: Festlegung durch NZB Grenzüberschreitende Nutzung: Mindestbetrag von EUR 0,5 Mio.	Fester Kapitalbetrag ohne Bedingung, dabei darf das Papier keine Verzinsung aufweisen, die zu einem negativen Cashflow führt
Rechtsgrundlage (Art. 97)	Bei ABS muss der Erwerb der zugrunde liegenden Vermögenswerte dem Recht eines EU-Mitgliedstaats unterliegen. Das Recht, dem die zugrunde liegenden Kreditforderungen unterliegen, muss das Recht eines EWR-Mitgliedstaats sein.	Geltendes Recht für den Vertrag über die Kreditforderung und ihre Nutzung als Sicherheit: Recht eines Mitgliedstaats Insgesamt darf die Zahl der für a) den Geschäftspartner, b) den Gläubiger, c) den Schuldner, d) den Garanten (falls zutreffend), e) den Vertrag über die Kreditforderung, f) die Vereinbarung zur Nutzung der Kreditforderungen als Sicherheit geltenden Rechtsordnungen zwei nicht überschreiten.	-
Kupon-/Zinsstruktur (Art. 63, 90)	Fix, variabel, abgezinst, mehrstufig	Verzinsung darf nicht zu negativem Cashflow führen (abgezinst, festverzinslich, variabel)	Verzinsung darf nicht zu negativem Cashflow führen
Nachrangigkeit (Art. 64, 81a, 91)	Zu anderen Schuldtiteln des Emittenten darf nicht bestehen	Zu anderen Kreditforderungen dürfen keine nachrangigen Ansprüche von Gläubigern, unbesicherten Verbindlichkeiten/Bonds des Schuldners bestehen	
Grenzüberschreitende Nutzung (Art. 148)	Ja	Ja	Ja
Sonstiges	ABS: für ABS gelten diverse weitere Anforderungen (Art. 72ff)	Zusätzliche Prüfungen über Existenz und Rechtswirksamkeit haben zu erfolgen (Art. 99ff)	Emittent bescheinigt mind. monatlich, dass die Wohn-Hypothekenkredite im Pool die Zulassungskriterien der NZB erfüllen (Art. 107)

Quelle: EZB, NORD/LB Fixed Income & Macro Research

Abdruck aus
www.pfandbrief.market
Die digitale Platform der Pfandbrief-Community

Bildnachweis Titelbild
Fotograf: https://unsplash.com/@chuttersnap
Foto: https://unsplash.com/photos/IfmO3IJ1j_8