

Schwerpunkt Pfandbriefe und Pfandbriefbanken 2013

Covered Bonds in der Insolvenz – ein systematischer Überblick

Immer mehr Banken, nicht nur in Europa, nutzen Covered Bonds zur Refinanzierung. Dabei stellt sich für Investoren die Frage, wie gut und wie schnell ihre Ansprüche im Liquidationsfall aus der Deckungsmasse bedient werden können. Diesbezüglich bestehen teils erhebliche, strukturelle Unterschiede. So unterscheidet der Autor vier wesentliche Modelle. Jedes bietet Vorteile. Es zeigt sich aber auch, dass in dem Maße wie Risiken ausgeschlossen werden, der Grad der Komplexität zunimmt. Damit werden die Produkte erklärungsbedürftiger und aufwendiger. Gesetzgeber und Emittenten sind daher gefordert, mit möglichst einfachen Strukturen und Regeln ein Höchstmaß an Sicherheit für die Covered-Bond-Gläubiger zu schaffen. Kein leichtes Unterfangen. (Red.)

In der Gruppe der Anleihen von nicht staatlichen Emittenten nehmen Covered Bonds aufgrund ihrer überragenden Kreditqualität eine Sonderstellung ein. Kernelement jeder Covered-Bond-Systematik ist dabei die Beantwortung der Frage, wie die Insolvenzfestigkeit der Deckungsmasse rechtssicher erzielt wird oder ganz profan ausgedrückt, wie der Covered Bond seinen Namen verdient. Grundsätzlich sehen die meisten Insolvenzordnungen vor, dass alle Gläubiger im Liquidationsfall gleichberechtigt (pari passu) bedient werden müssen. Um eine Sonderbehandlung einer bestimmten Gläubigergruppe rechtssicher zu gewährleisten, wie dies eben bei Covered-Bond-Investoren durch den exklusiven Zugriff auf die Deckungsmasse der Fall ist, bedarf es einiger Anstrengung – im konkreten Fall hat sich hier in den letzten Jahren in beinahe allen Ländern die Überzeugung durchgesetzt, dass die Sicherstellung der Sonderbehandlung optimal nur durch gesetzliche Regelungen erreicht werden kann.

Damit ist die Liste der Gemeinsamkeiten der verschiedenen Covered-Bond-Systematiken jedoch schon fast zu Ende. Die Art und Weise wie die Insolvenzfestigkeit sichergestellt wird, ist in den einzelnen Ländern sehr individuell geregelt. Grundsätzlich lassen sich jedoch – wie im Folgenden herausgearbeitet wird – einige Länder zu logischen Gruppen zusammenfassen. Die Systematiken in den jeweiligen Gruppen bieten in mancherlei Hinsicht dabei spezifische Vorteile, jedoch in anderen Feldern Nachteile, die entweder durch spezielle gesetzliche Regelungen aufgefangen werden müssen oder im Rahmen individueller Lösungen auf Emittentenebene abgefedert werden sollten. Dass dies jedoch kein Automatismus ist, zeigen auch Beispiele, bei denen klassische systemimmanente Herausforderungen nicht angenommen werden und Fragen unbeantwortet bleiben. Die Nummerierung der Covered-Bond-Modelle folgt dabei einer gewissen Marktconvention; sie stellt keine Wertung dar.

Das Covered-Bond-Modell 1 ist gekennzeichnet von einer „voll spezialisierten“ Emissionsbank. Das heißt, die Deckungsmasse wird rechtlich in einer eigenständigen mit Banklizenz ausgestatteten Unternehmung ausgegliedert. Diese Unternehmung besteht jedoch kaum physisch. Sie agiert lediglich als Eigentümerin der Deckungsmasse und Emittentin der Covered Bonds. Sie besitzt über die Deckungsmasse hinaus in der Regel keinerlei Vermögenswerte; des Weiteren hat diese „voll spezialisierte“ Emissionsbank kaum oder keine Angestellten. Sämtliche operativen Aufgaben werden

vom Mutterinstitut oder einer dritten Unternehmung ausgeführt. Wichtig für das Grundverständnis dieses Modells ist die Erkenntnis der korrekten Analogie zu anderen Modellen. So findet sich der korrekte Vergleich der Insolvenz beispielsweise einer Pfandbriefbank (siehe Modell 3) mit der Insolvenz der operativ tätigen Mutter der „voll spezialisierten“ Emissionsbank in Modell 1. Die Insolvenz der „voll spezialisierten“ Emissionsbank in Modell 1 wiederum findet ihre Analogie in der Insolvenz der Deckungsmasse in Modell 3.

Der Vorteil des Modells 1 liegt zuallererst in der bereits ex ante, also vor Insolvenz der operativen Einheit (in der Regel das Mutterinstitut), existenten Abspaltung der Deckungsmassen von der möglichen Insolvenzmasse der operativen Bank. In anderen Modellen – vornehmlich in den Modellen 2 und 3 – müssen die Deckungsmassen von der Insolvenzmasse der Covered-Bond-Bank ausgesondert werden.

Das Modell 1 bietet jedoch weitere Vorteile: Die größte Quelle für Verluste in der Deckungsmasse nach der Insolvenz der operativen Einheit liegt weniger in Kreditausfällen als in Marktrisiken, insbesondere in der Form von Reibungsverlusten beim Liquiditätsmanagement im Rahmen der Aktiv-Passiv-Steuerung, begründet. Gerade in der aktuellen Krise haben sich die Zentralbanken als entscheidende Instanz zur Liquiditätsbereitstellung hervorgetan. Eine Deckungsmasse, die in der Postinsolvenz der operativen Einheit von einer Bank gehalten wird, wird somit die Herausforderungen der Aktiv-Passiv-Steuerung leichter und von geringeren Reibungsverlusten begleitet annehmen. Zwar mag es noch formale Grenzen beim Zentralbankzugang geben, jedoch sind die technischen Voraussetzungen erfüllt – ganz im Gegensatz zu anderen Modellen in denen Zentralbankzugang nur schwer oder gar nicht ermöglicht werden kann.

Die Kernherausforderung des Modells 1 liegt in dem Umstand begründet, dass die „voll spezialisierte“ Emissionsbank keine Belegschaft besitzt. Die mit der

Der Autor

Florian Hillenbrand

Senior Covered Bond Analyst,
UniCredit Bank AG, München



Fortführung beauftragte Instanz steht also vor der Aufgabe, die operativen Abläufe aufrecht zu erhalten. Vermutlich werden die mit der Aktiv-Passiv-Steuerung betrauten Personen die Möglichkeit einer Weiterbeschäftigung positiv aufnehmen, jedoch bleibt ein gewisses operatives Restrisiko.

Modell 2: Dänemark, Luxemburg

Das Modell 2 ist aus Investorensicht eine Mischform bei der Modell 1 und Modell 3 die beiden Extrema definieren. Insofern liegt die Zusammensetzung der Vor- und Nachteile im individuellen „Mischverhältnis“.

Modell 3: Deutschland, Spanien und andere

Das Modell 3 (Österreich, Belgien, Finnland, Deutschland, Spanien, Portugal, Schweden), so wie es seit der Neufassung des Pfandbriefgesetzes im Jahr 2005 in Deutschland zur Anwendung kommt, stellt in vielerlei Hinsicht den Gegenpol zum Modell 1 dar. Die Deckungsmasse wird hierbei innerhalb der operativ tätigen Einheit in der Regel durch Eintragung in ein Register in einen insolvenzfesten Zustand gebracht. Im Gegensatz zum Modell 1 hat der Investor somit einen Primäranspruch direkt gegen ein diversifiziertes Kreditinstitut. Im Modell 1 ist der Anspruch ausschließlich durch die „voll spezialisierte“ Emissionsbank zu befriedigen, die zwar aus Eigeninteresse von der operativ tätigen Mutterbank in der Liquiditätsversorgung nach Kräften unterstützt wird, jedoch besteht auf diese Unterstützung aufgrund des Modells kein formalrechtlicher Anspruch.

Konsequenzen daraus zeigen sich vor allem in der Postinsolvenz. Wie bereits im Absatz über das Modell 1 erwähnt, findet sich der korrekte Vergleich der Insolvenz der Covered-Bond-Bank in Modell 3 mit der Insolvenz der operativen Mutterbank in Modell 1.

Der große Vorteil von Modell 3 im Nachgang der Insolvenz der Covered-Bond-Bank liegt in der Werthaltigkeit des „doppelten Anspruchs“ aus dem Covered Bond. Dieses „Mantra“ des Covered-Bond-Geschäftes beschreibt die Tatsache, dass ein Investor in einen Covered Bond immer einen Anspruch gegen den Emittenten und gegen die Deckungsmasse besitzt. In

allen Modellen ist der Anspruch gegen die Deckungsmasse in etwa gleichem Maße werthaltig. Während das Außerdeckungsgeschäft und somit auch die freie Insolvenzmasse in Modell 1 praktisch Null ist, kann der Investor eines Covered Bonds in Modell 3 seine Residualansprüche nach eventueller Liquidation der Deckungsmasse (also nach dem Ausfall des Covered Bonds) aus der Insolvenzmasse einer Universalbank befriedigen.

Der Vorteil eines werthaltigeren Residualanspruchs kommt jedoch zum Preis eines Nachteils in einer anderen Hinsicht: So gilt es auf Ebene des Gesetzgebers, die grundsätzlich offene Frage zu klären, wie es um die Rechtsnatur der Deckungsmasse nach der Insolvenz der Covered-Bond-Bank bestellt ist. Die Antwort auf diese Frage steht dabei in enger Verbindung mit der Problematik der Liquiditätsbeschaffung in der Postinsolvenz. Im Absatz zu Modell 1 wurde die überragende Wichtigkeit der Zentralbank in der Liquiditätsbereitstellung für die Deckungsmasse in der Postinsolvenz herausgearbeitet. Da mit der Insolvenz der Covered-Bond-Bank die Banklizenz erlischt, besteht für die weiter existierende Deckungsmasse grundsätzlich die technische Voraussetzung für den Zentralbankzugang.

Die Lösungsansätze zu diesem Kernproblem des Modells 3 könnten unterschiedlicher nicht sein. Während im Pfandbriefrecht in den vergangenen Jahren dieser Sachverhalt mit Hochdruck und Erfolg geklärt wurde, sind in anderen Ländern diese Fragestellungen teils noch völlig ungeklärt. Dies trifft auch auf „verwandte“ Fragestellungen zu, beispielsweise die personale Trennung zwischen Sachwalter (zuständig für die Befriedigung der Covered-Bond-Investoren) und dem Insolvenzverwalter (zuständig für die Befriedigung der unbesicherten Gläubiger). Aufgrund der diametral entgegengesetzten Interessen dieser beiden Gruppen ist eine Personalunion, wie sie beispielsweise in Spanien der Fall ist, sicherlich suboptimal.

Insgesamt lässt sich konstatieren, dass das Modell 3 grundsätzlich – wie nicht zuletzt durch den deutschen Pfandbrief demonstriert – höchsten Ansprüchen genügen kann. Jedoch bietet das Modell 1 „eingebaute Lösungen“ für Probleme, die im Modell 3 teilweise komplexe Lösungsansätze erfordern.

Der Grund für die gerade in den letzten Jahren aufgekommene Popularität des Modells 3 ist in aller Regel darin zu fin-

den, dass Regulierer und Gesetzgeber der Überzeugung erlegen sind, das Marktwachstum könne beschleunigt werden indem Universalbanken von der Pflicht der Gründung einer Spezialbanktochter befreit würden. Die systemimmanenten Vorteile des Modells 1 wurden insbesondere durch die Finanzmarktkrise aufgedeckt. Die Aufgabe dieser Vorteile und der dadurch verbundene Mehraufwand in der Gesetzgebung wurde entweder bei der Entscheidung pro Modell Universalbank und contra Modell Spezialbank nicht erkannt (Beispiel Deutschland – Gesetzesänderung 2005) oder vielfach unterschätzt (Paradebeispiel Ungarn 2010).

Modell 4: Niederlande, Italien, Großbritannien

Das letzte der klassischen Modelle von Covered Bonds kam erstmals mit der Einführung der UK Covered Bonds zum Einsatz. Die Grundidee in diesem Modell liegt im Verkauf beziehungsweise einer sehr weitgehenden Verpfändung von deckungsfähigen Aktiva von der operativ tätigen Bank an eine Zweckgesellschaft. Die Zweckgesellschaft, die zwar von der operativ tätigen Bank voll bilanziert wird, jedoch eine selbstständige Rechtsperson darstellt, garantiert ihrerseits die Zins- und Tilgungszahlungen einer oder mehrerer Anleihen, die von der operativ tätigen Bank emittiert wird; bei grafischer Darstellung erklärt sich somit auch die Bezeichnung Dreiecksmodell.

Kontinentaleuropäer mag irritieren, dass die Aktiva mit einem starken Pfandrecht versehen sind, was zwar im englischen als „True Sale“ verstanden wird, jedoch tatsächlich kein vollumfänglicher Verkauf stattfindet. Diese Art des Forderungsübertrags ist jedoch seit jeher in Großbritannien gängige und vielfach auch gerichtlich bestätigte Praxis.

Eine der Herausforderungen dieses Modells liegt in der Komplettierung des Verkaufsvorgangs, die darin besteht, dass die Kreditnehmer der zu übertragenden Kredite über den Verkauf ihrer Forderung informiert werden müssen – was erst zum Zeitpunkt der Insolvenz geschieht. Das operative Risiko der Erstellung und Zustellung der Nachricht in Verbindung mit der Unsicherheit bezüglich des korrekten Verhaltens der Kreditnehmer mag dazu führen, dass zumindest in der kurzen Frist nach der Insolvenz der Bank die

Zahlungsströme zumindest teilweise fehlgeleitet werden.

Soft-Bullet und Pass-Through

Ähnlich wie in Modell 3, liegt eine weitere Herausforderung in Modell 4 in der Liquiditätsbeschaffung in der Postinsolvenz. Da die Zweckgesellschaft zu keiner Zeit eine Banklizenz besitzt, fällt die Zentralbank unüberwindlich als Liquiditätsbeschaffer aus – im Gegensatz zu Modell 3, in dem das Problem gesetzlicherseits lösbar erscheint. In der Praxis wird der Liquiditätsdruck dadurch vermindert, dass in praktisch allen verfügbaren, auf Modell 3 basierenden Programmen eine sogenannte „Soft-Bullet“-Rückzahlung eingebaut ist, bei der die Zweckgesellschaft zur Vermeidung eines Ausfalls zunächst auf eine Fristverlängerung zur Rückzahlung zurückgreifen kann (im Gegensatz zu „Hard-Bullet“, bei der ein unverrückbarer Rückzahlungstermin definiert ist).

Dabei wird bereits bei der Strukturierung der Programme darauf geachtet, dass die Möglichkeit zur Fristverlängerung für die Rückzahlung nicht als Option missbraucht werden kann. Im Allgemeinen liegt die Fristverlängerung bei etwa zwölf bis 18 Monaten. Es existieren jedoch auch Fälle von längeren Fristen, jedoch wurden diese Bonds ausschließlich genutzt, um auf den Handelsbüchern der Emittenten zu verbleiben, um im Eventualfall wiederum als Deckung für Offenermarktgeschäfte der EZB zu dienen.

Im Zuge von niedrigeren Emittentenratings, aber auch von ungewöhnlichen Deckungsmassen verstärkte sich in letzter Zeit der Druck auf Covered-Bond-Programme mithilfe besonderer struktureller Maßnahmen, höhere Ratings zu erlangen. Wie bereits erwähnt, liegt das größte Verlustrisiko in der Postinsolvenz bei der Liquidation von Deckungsmasse im Rahmen der Liquiditätssteuerung. Gelänge es, eine Rückzahlungsmodalität

zu finden, die die Nötigkeit von Liquidationen eliminiert, so würde man den schwersten Ballast abwerfen und die Ratingverbesserung maximieren: dieser Rückzahlungsmodus nennt sich „Pass-Through“ und bedeutet nichts anderes, als dass die gesammelten Zahlungen aus der Deckungsmasse ohne Beachtung von etwaigen Rückzahlungsterminen an den Investor durchgereicht werden.

Während der Investor also bei „Soft-Bullet“-Strukturen noch eine sehr genaue Vorstellung bezüglich des Rückzahlungstermins hat, ist dies bei „Pass-Through“ nicht mehr der Fall. Risikomodelhaft gesprochen wälzt der Emittent in beiden Fällen Risikomomente (in diesem Fall Liquiditätsrisiko) an den Investor über. Während mittlerweile bei vielen „Hard-Bullet“-Strukturen die Emittenten explizit und gesetzlich gefordert Liquiditätspuffer aufbauen müssen (was Kosten verursacht), wird dies in den beiden Fällen „Soft-Bullet“ und „Pass-Through“ dem Investor aufgebürdet.

Die Folgefrage liegt auf der Hand: Wird die Übertragung dieses Risikos in Form einer höheren Rendite bezahlt? Die Antwort liegt leider nicht ebenso klar auf der Hand: Renditeunterschiede zwischen „Soft-Bullet“- und „Hard-Bullet“-Anleihen lassen sich nicht feststellen (statistisch robuste Vergleiche von „Pass-Through“-Strukturen sind mangels ausreichender Masse noch nicht möglich). Folglich stellt sich die Frage, ob Investoren keinen Renditeaufschlag verlangen, oder ob die erwartete Wahrscheinlichkeit einer Verlängerung derart gering ist, dass sie in der Erwartungskalkulation untergeht und so kein Effekt auf den Bondpreis entsteht. Letzteres erscheint möglicherweise etwas plausibler, ließe sich jedoch nur bei einem Emittenten verifizieren, der zum einen „an der Kippe steht“ und zum anderen beide Formen von Rückzahlungen anbietet.

Aus vielerlei Gründen drängen Banken mehr und mehr in Richtung gedeckte

Refinanzierung: sei es aufgrund der erhöhten Attraktivität im Vergleich zu ungedeckter Refinanzierung (Stichwort „Bail-in“-Problematik, der Covered Bonds nicht unterliegen); sei es aufgrund niedrigerer Emittentenratings und somit höherem Grenznutzen der deutlich besseren Covered-Bond-Ratings; sei es durch die neuen Basel-Regularien, die Druck auf höhere Fristenkongruenz und besseres Liquiditätsmanagement aufbauen (beides lässt sich mit Covered Bonds leichter erreichen); sei es aufgrund – insbesondere in den Peripheriestaaten – durch die unglaublich günstigen absoluten Refinanzierungskonditionen, die sich durch Covered Bonds bieten (etwa 100 Basispunkte unterhalb von Staatstiteln) et cetera.

Dies gilt nicht nur für neue Emittenten, sondern auch für bereits aktive Häuser, die unter Zuhilfenahme von nicht-gesetzesbasierten Strukturen neue Deckungsmassen definieren. Derzeit bieten etwa 160 Banken großvolumige gedeckte Anleihen an. Die Zahl der Programme ist dabei noch höher – etwa 200. Die Menge der traditionellen Covered-Bond-Emittenten und -Programme ist somit schon sehr gereift wenn nicht sogar ausgereizt.

Keep it simple

Neue Strukturen, basierend auf Emittentenratings, die eine Vermarktbarkeit erschweren, basierend auf Emittenten in relativ schwachen Staaten, oder basierend auf unorthodoxen Deckungsmassen, werden somit mit hoher Wahrscheinlichkeit von der Möglichkeit Gebrauch machen, mithilfe besonderer Rückzahlungsmodalitäten eine bessere Risikoeinschätzung zu erlangen. Emittenten von traditionellen Covered Bonds sind in diesem Zusammenhang gut beraten, das altbekannte Mantra weiterhin vor sich herzutragen: „Keep it simple!“