

Neues vom Pfandbrief

Kanada versucht sich an Covered-Bond-Gesetz

In den angelsächsischen Ländern gewinnt die lange verschmähte Idee einer gesetzlichen Grundlage für Covered Bonds immer mehr Attraktivität. Nach Großbritannien, den USA, Neuseeland und Australien hat Mitte Mai auch das kanadische Finanzministerium einen eigenen Entwurf für ein Gesetz präsentiert, auf dessen Grundlage künftig kanadische Covered Bonds emittiert werden könnten. Bis 10. Juni 2011 sind die Marktteilnehmer zur Diskussion eingeladen.

Covered Bonds gibt es in Kanada schon seit 2007. Allerdings werden sie ausschließlich von Banken und nur auf vertraglicher Basis emittiert. Bereits heute sind diese strukturierten Covered Bonds für die kanadischen Kreditinstitute eine wichtige, wenngleich keine herausragende Refinanzierungsvariante. Allerdings hat sich deren Umlaufvolumen im Jahr 2010 verdoppelt und beträgt mittlerweile rund 30 Milliarden Euro. Im Vergleich dazu haben kanadische Mortgage Bonds, die eine weitere Refinanzierungsvariante der heimischen Immobilienfinanzierer sind, ein ausstehendes Volumen von 170 Milliarden Euro.

Trotzdem scheint es seitens der kanadischen Banken ein beträchtliches Interesse an einer gesetzlichen Grundlage für Covered Bonds zu geben. Eines der Hauptziele dürfte dabei die Verbreiterung der Investorenbasis sein. Hierfür stehen einerseits Europa und Asien im Fokus, wie die bereits in Euro denominierten strukturierten Covered Bonds kanadischer Banken zeigen. Andererseits lässt auch die Gesetzesinitiative in den USA erwarten, dass sich in der größten Volkswirtschaft künftig ein Markt für Covered Bonds entwickeln wird, auf dem auch kanadische Emittenten mitspielen und um die Gunst der Investoren wetteifern möchten.

Dabei dürfte ein klar strukturierter Rechtsrahmen als Wettbewerbsvorteil angesehen werden. Entsprechend bemüht sich das kanadische Finanzministerium darum, das Gesetz nicht zu kompliziert zu gestalten. Lehren aus der Diskussion in den USA sind unübersehbar. So adressiert das 13-seitige Konsul-

tationspapier die wesentlichen Grundsätze für ein reguliertes Covered-Bond-Produkt, bleibt aber in wichtigen Details noch vage. Denn die Gesetzesinitiative muss Rücksicht auf die bestehenden Programme für strukturierte Covered Bonds nehmen. Es soll den Emittenten also möglich sein, sowohl Covered Bonds auf gesetzlicher als auch weiterhin auf vertraglicher Grundlage zu begeben. Diese Dualität ist durchaus kritisch zu sehen, weil sie den kanadischen Covered-Bond-Markt in zwei Qualitätsstufen teilt. Für potenzielle Investoren erhöht sich damit der Aufwand für die juristische Prüfung und die Marktanalyse.

Im Gegensatz zu strukturierten Produkten soll der Emittentenkreis für Covered Bonds auf gesetzlicher Basis auf staatlich regulierte Finanzinstitute beschränkt sein. Aufgrund des hohen administrativen Aufwands dürfte sich dieser Refinanzierungsweg ohnehin nur für größere Institute mit entsprechend großem Aktivbestand anbieten. Da jedoch auch ein Pooling der Deckungswerte nicht vorgesehen ist, wären diese gesetzlich normierten Covered Bonds für kleinere Banken weniger attraktiv. Im Entwurf wird lediglich darauf hingewiesen, dass nicht regulierte Institute ihre Darlehen an regulierte Banken verkaufen könnten.

Auch hinsichtlich der Deckungswerte versucht Kanada das Gesetz einfach zu halten. So sollen im Gegensatz zu den USA ausschließlich Wohnungsbaufinanzierungen als Deckungswerte anerkannt werden. Gewerbliche Hypotheken sind von der Indekungnahme ebenso ausgeschlossen wie Forderungen gegen die öffentliche Hand. Diese Beschränkung der zugrunde liegenden Vermögenswerte dürfte zwar von Ratingagenturen und Investoren begrüßt werden, könnte aber die Entwicklung des Covered-Bond-Marktes in Kanada behindern, weil zu wenig Assets für genügend Emissionen zur Verfügung stehen.

Darüber hinaus wird die Liquidität kanadischer Covered Bonds durch die Begrenzung des Emissionsvolumens auf vier Prozent der Bilanzsumme eingeschränkt. Mit dieser Regelung zieht Kanada ganz eigene Lehren aus der Diskussion in den USA, die sich im Wesentlichen um die Frage dreht, wie die Rechte der Nachranggläubiger gegenüber

den Covered-Bond-Investoren geschützt werden können.

Dabei verfiel das kanadische Finanzministerium auf die Idee, die Überdeckung auf höchstens zehn Prozent zu begrenzen. Eine Kuriosität, denn üblicherweise sehen Covered-Bond-Gesetze eine Mindestüberdeckung vor, um die Bondgläubiger auch im Falle der Emittenteninsolvenz fristgerecht bedienen zu können – unabhängig von eventuellen Wertschwankungen in den Deckungsmassen. Durch die rigorose Deckelung wird den kanadischen Emittenten jedoch die Möglichkeit beschnitten, das Covered-Bond-Rating auch bei sinkendem Emittentenrating aufrecht zu erhalten. Denn die drei großen internationalen Ratingagenturen koppeln das Covered-Bond-Rating mit einer Bandbreite an das Bonitätsurteil der Bank.

Allerdings wird nicht nur in Kanada und den USA diskutiert, wie viel Überdeckung gerechtfertigt ist. Denn die zur Überdeckung verwendeten Vermögenswerte fehlen im Insolvenzfall, um die Gläubiger von ungedeckten Anleihen zu bedienen. Umgekehrt verteuert sich für die Bank die unbesicherte Refinanzierung tendenziell, je höher die Überdeckung der eigenen Covered Bonds ist.

Eine weitere Besonderheit des kanadischen Vorschlags: Sollte die Überdeckung im Insolvenzfall der Bank höher sein, als für die Bedienung der Covered-Bond-Gläubiger benötigt wird, dann fällt der überschüssige Teil den nachrangigen Gläubigern zu. In der Konsequenz bedeutet dies, dass die Überdeckung nicht konkursfest ist. Die vorgeschlagene Systematik birgt erhebliche rechtliche Risiken. So ist nicht geregelt, nach welchem Verfahren die Deckungswerte ausgewählt werden, die im Insolvenzfall den Covered-Bond-Gläubigern beziehungsweise den Nachranggläubigern zur Verfügung stehen.

Mit dem vorliegenden Entwurf versucht Kanada, ein einfaches Covered-Bond-Gesetz auf den Weg zu bringen, das einerseits gewachsene Marktstrukturen einbindet und andererseits die Probleme anderer Covered-Bond-Gesetze lösen will. Gelungen ist das bislang nicht. Vielmehr wirft das Konsultationspapier neue Fragen auf, die im Konsultationsverfahren beantwortet werden müssen, um die Investoren zu überzeugen. (Red.)