

## Bankenrefinanzierung im Umbruch – was heißt das für Covered Bonds/Pfandbriefe?

Es lässt sich wohl ohne Übertreibung sagen, dass die Entwicklung einer dauerhaft tragfähigen Refinanzierungsstrategie zu den entscheidenden strategischen Herausforderungen der Kreditwirtschaft nach der Finanzkrise zählt – wenn es nicht die mittelfristig entscheidende strategische Weichenstellung überhaupt ist. Bereits die Finanzkrise selbst hat die traditionelle, über Jahrzehnte bewährte Bankenrefinanzierung in einer Weise in Frage gestellt, die eine Rückkehr zur früheren Normalität überaus unwahrscheinlich macht. Aber damit nicht genug: Regulatoren und Politik greifen im Gefolge der Krise gezielt und gestaltend in viele Bereiche des Bankgeschäfts ein, darunter auch und ganz besonders in die Refinanzierung der Kreditwirtschaft.

Ob Basel III, die Debatte über ein Bail-in, also die künftige Beteiligung von Schuldverschreibungsgläubigern an der Restrukturierung von Kreditinstituten, Solvency II für Versicherungen als Investoren in Bankschuldverschreibungen oder die Reform der Einlagensicherung – praktisch jedes der gegenwärtig diskutierten Regulierungspakete im Finanzbereich adressiert die Refinanzierung von Banken und führt sie einer neuen, im Regelfall schärferen Regulierung zu.

### Bankenrefinanzierung vor Herausforderungen

Niemand wird ernsthaft bestreiten, dass jede einzelne der angekündigten oder bereits in Umsetzung befindlichen Maßnahmen für sich genommen ihre Berechtigung hat, adressieren sie doch solche Defizite, die in der Finanzkrise – teilweise brutal – offengelegt wurden. Fraglich erscheint indes, ob die kumulierten Wirkungen all dieser Maßnahmen in ihrem Entstehungsprozess in angemessener Weise in den

Blick genommen wurden. Betrachtet man die Passivseite der Bankbilanz eines Kreditinstituts, so fällt auf, dass praktisch jeder herkömmliche Refinanzierungskanal von mindestens einer der genannten Initiativen negativ betroffen ist.

Es ist der Sinn jeder Art staatlicher Regulierung, Handlungsanreize zu setzen, die dazu beitragen können, wahrgenommene – oder auch befürchtete – Fehlentwicklungen in bestimmten Bereichen zu unterbinden oder zu verhindern. Dies gilt nach der Finanzkrise gerade auch für die Bankenregulierung und hier insbesondere für die Regulierung der Refinanzierung der Kreditwirtschaft. Mit einer stabilen und langfristigen Refinanzierungsstrategie leisten

die Kreditinstitute unzweifelhaft einen zentralen Beitrag zur Stabilisierung des Finanzsystems insgesamt. Hierfür angemessene Anreize zu schaffen, ist die Aufgabe einer wirksamen Bankenregulierung. Allerdings: Regulatorische Anreizmechanismen dürfen nicht nur unerwünschtes Verhalten bestrafen, sondern müssen auch solche Verhaltensweisen gezielt fördern, die allgemein als wünschenswert erachtet werden. Anders formuliert: Regulierung, die früheres Verhalten bestraft, muss auch den gewünschten Weg in die Zukunft aufzeigen.

Die neue Bankenregulierung erfüllt diesen Anspruch im Bereich der Refinanzierung (noch) nicht, stellt sie doch in ihrer kumulativen Wirkung praktisch die gesamte Passivseite einer Bankbilanz zur Disposition, ohne Gestaltungsmerkmale einer nachhaltigen und wettbewerbsfähigen Refinanzierungsstrategie für die Zukunft zu definieren. Im Folgenden werden die Herausforderungen der neuen Regulierung für die Refinanzierung von Banken anhand der einzelnen Positionen einer Bankbilanz diskutiert. Darüber hinaus wird die Rolle von Covered Bonds als ein mögliches Refinanzierungsinstrument der Zukunft diskutiert.

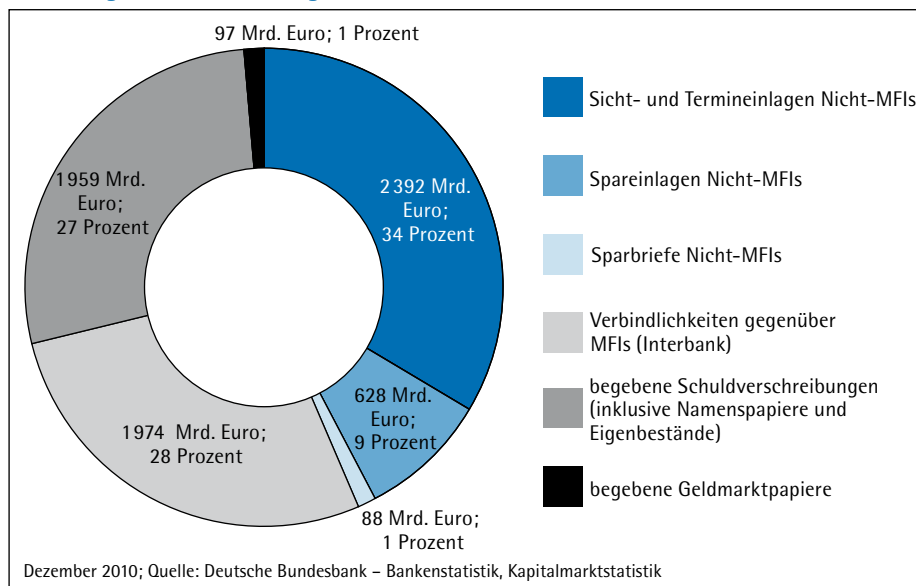
### Mehr Eigenkapital erforderlich

Als Konsequenz aus der Finanzkrise werden Kreditinstitute gemäß Basel III ihre risikogewichteten Aktiva mit deutlich mehr Eigenkapital unterlegen müssen. Erschwerend kommt hinzu, dass die für die Unterlegung zulässigen Bestandteile des Eigenkapitals erheblich restriktiver definiert werden. Denn Basel III fordert nicht nur mehr, sondern auch qualitativ höherwertiges Eigenkapital. Zwar wird die Mindestkapitalanforderung auch unter Basel III im Regelfall bei acht Prozent der risikoge-

*Jens Tolckmitt, Hauptgeschäftsführer, Verband deutscher Pfandbriefbanken e.V., Berlin*

*Keine Frage, die Refinanzierung der europäischen Banken wird sich bewegen. Aber wohin? Bei den insbesondere von der Politik geförderten Einlagen bleibt aus Sicht des Autors unklar, ob und wenn ja welche Auswirkungen die laufende Reform der Einlagensicherung in Europa auf die Kosten und Verfügbarkeit haben wird. Gleiches gelte für den Eintritt neuer Wettbewerber in den – zumindest in Deutschland bereits verteilten – Markt. Ein Preiskampf würde zu deutlich flüchtigeren Mitteln führen. Unbesicherte Bankschuldverschreibungen, so zeigt er auf, könnten aufgrund höherer Risikoauflagen und unterschiedlicher Regulierungen dauerhaft teurer werden. Bleiben noch gedeckte Schuldverschreibungen, allen voran der Pfandbrief. Was aber, wenn dieses Segment um mehr Volumen zu bekommen durch die breitere Zulassung von Sicherheiten verwässert wird und damit gerade die Stabilitätsmerkmale verloren gehen? (Red.)*

Abbildung 1: Refinanzierungsmix der deutschen Kreditwirtschaft



wichteten Aktiva verbleiben. Es müssen aber mindestens 4,5 Prozent mit hartem Kernkapital (Core Tier 1) und mindestens sechs Prozent mit Kernkapital (Tier 1) unterlegt werden.

Dass mehr und höherwertigeres Eigenkapital nur zu einem höheren Preis zu beschaffen sein wird, ist unmittelbar einleuchtend. Und dass dieser Preis umso höher sein wird, je mehr Institute sich zeitgleich um dieses Eigenkapital bemühen, ist auch offensichtlich. Fraglich ist, ob die Aufnahmefähigkeit des Marktes im erforderlichen Umfang gegeben sein wird,

um allen Instituten den Zugang zu neuem Eigenkapital in hinreichendem Maße zu gestatten.

#### Einlagenmarkt mit hohen Zugangsschranken

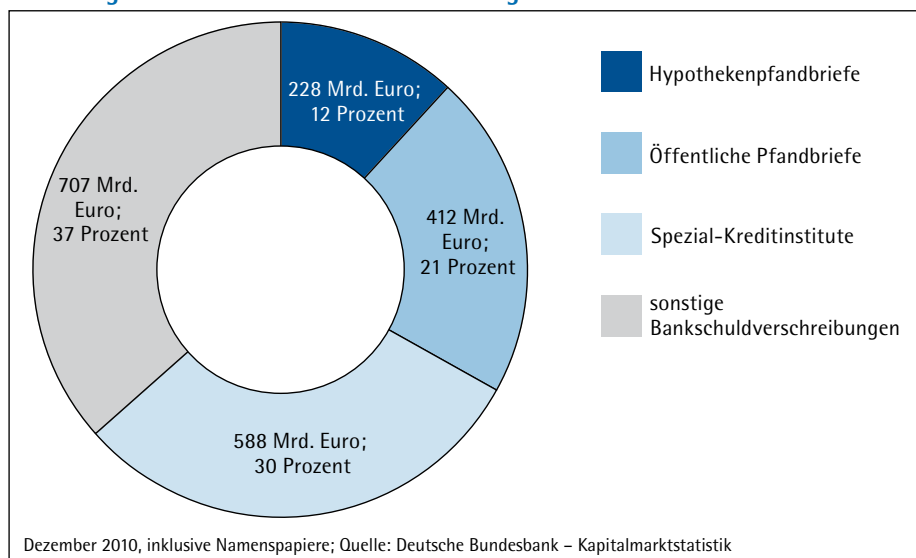
Die Einlagenrefinanzierung zählt traditionell zu den bedeutendsten Elementen der Refinanzierung der Kreditwirtschaft. In Deutschland liegen laut Bundesbank bereits kurzfristige Sicht- und Termineinlagen für sich genommen mit einem Anteil von 34 Prozent an der Spitze des Refinanzierungsmix der Kreditwirtschaft.

Welche Bedeutung der Zugriff auf Einlagen im Rahmen eines breiten Refinanzierungsmix in Krisenzeiten haben kann, wurde in der Finanzkrise deutlich: Die Einlagenbasis erwies sich als überaus stabil und konnte auch in Zeiten nicht funktionierender Kapitalmärkte zur Mittelbeschaffung genutzt werden. Wegen des hohen Einlegerschutzniveaus in Deutschland war die Refinanzierung über Einlagen zudem zu jedem Zeitpunkt der Krise – auch wegen der staatlichen Einlagengarantien – zu ausgesprochen wettbewerbsfähigen Konditionen möglich.

Die Einwerbung vergleichsweise kostengünstiger Kundeneinlagen ist deshalb zu einer attraktiven Option auch für solche Institute geworden, die sich traditionell stärker über den Kapitalmarkt refinanzieren und nun einen verbreiterten Refinanzierungsmix anstreben. Eine stärkere Nutzung von Einlagen scheint vor dem Hintergrund der Finanzkrise auch im Interesse der Politik zu liegen, die dieses Instrument in etlichen Regulierungsbereichen, zum Beispiel bei den Liquiditätsanforderungen innerhalb von Basel III, gezielt fördert. Es bleiben jedoch wichtige Fragen, von denen die tatsächliche Nutzbarkeit dieses Instruments in der Zukunft entscheidend abhängen dürfte. Zum einen ist bis heute unklar, ob und wenn ja welche Auswirkungen die laufende Reform der Einlagensicherung in Europa auf die Kosten und Verfügbarkeit der Einlagenrefinanzierung haben wird. Zum anderen ist fraglich, welche Auswirkungen der Eintritt neuer Wettbewerber in den Markt für Kundeneinlagen haben wird. Da es sich zumindest in Deutschland um einen weitgehend verteilten Markt handelt, liegt der Schluss nahe, dass der Wettbewerb um Einlagen schärfer und weitgehend über den Preis geführt werden wird, und dass Einlagen zukünftig noch flüchtiger sein werden, als sie es in der Vergangenheit ohnehin schon waren.

Dies bringt einen dritten Aspekt ins Spiel, der in der aktuellen Regulierungsdebatte eine bemerkenswert untergeordnete Rolle spielt: die Frage nach der Eignung kurzfristiger Einlagen zur Refinanzierung langfristigen Kreditgeschäfts vor dem Hintergrund der damit einhergehenden Fristentransformation in Instituten. So wichtig Einlagen als Teil des Refinanzierungsmix sind: Es darf bezweifelt werden, dass sie ein Allheilmittel für die Bankenrefinanzierung

Abbildung 2: Umlauf Bankschuldverschreibungen



der Zukunft sind. Traditionell einlagenstarke Institute stellen sich hierauf bereits ein, indem sie ihre Optionen für eine stärker kapitalmarktbasiertere Refinanzierung stärken.

### **Unbesicherte Schuldverschreibungen dauerhaft teurer?**

Ebenfalls von großer Bedeutung für die Refinanzierung von Banken ist die Refinanzierung über Bankschuldverschreibungen am Kapitalmarkt. Reichlich ein Viertel ihres Refinanzierungsbedarfs decken die deutschen Institute laut Bundesbank am Kapitalmarkt mit gedeckten und ungedeckten Schuldverschreibungen. Von insgesamt 1 935 Milliarden Euro ausstehenden Banktiteln entfällt dabei mit 707 Milliarden Euro (37 Prozent) ein erheblicher Teil auf ungedeckte Bankschuldverschreibungen (Senior unsecured) gefolgt von Pfandbriefen mit 640 Milliarden Euro (33 Prozent).

Die Aufschläge für unbesicherte Banktitel haben sich bereits seit Ausbruch der Finanzkrise, bedingt durch die Verwerfungen am Kapitalmarkt, massiv erhöht. Und die Wahrscheinlichkeit, dass die von Investoren verlangten Risikoaufschläge für diese Titel und damit die Refinanzierungskosten für die Kreditwirtschaft auch nach der Krise und einer Normalisierung der Märkte dauerhaft erhöht bleiben werden, ist hoch. Es stellt sich die Frage, ob unbesicherte Bankschuldverschreibungen in Zukunft noch in der Lage sein werden, einen wesentlichen Anteil zur Bankenrefinanzierung beizusteuern. Denn eine Vielzahl von Regulierungsinitiativen wirkt potenziell preissteigernd auf dieses Refinanzierungsinstrument ein:

#### **Europäische Umsetzung von Basel III:**

Die EU-Kommission beabsichtigt in der Umsetzung von Basel III in europäisches Recht im Rahmen der Capital Requirements Directive (CRD IV) die Kapitalunterlegung von Bankforderungen im Kreditrisiko-Standardansatz künftig nicht mehr pauschal an das Risikogewicht des Sitzlandes, sondern ausschließlich an das Rating des jeweiligen Instituts zu knüpfen. Sollte dies so kommen, wird dies ein Investment von Banken in solche Bankschuldverschreibungen deutlich unattraktiver machen und die Refinanzierungskosten erhöhen, weil diese Investoren merklich höhere Risikoaufschläge für solche Investments ver-

langen werden. Hinzu kommt, dass sich unbesicherte Bankschuldverschreibungen mutmaßlich nicht für den Liquiditätspuffer qualifizieren werden, den Banken zukünftig vorzuhalten haben, was sie gegenüber den hierfür geeigneten gedeckten Bankschuldverschreibungen weniger attraktiv macht.

#### **Solvency II für Versicherungsunternehmen:**

Auch Versicherer dürften bei unbesicherten Bankrisiken zukünftig eher zurückhaltend agieren. Denn die neue Solvenzregulierung für europäische Versicherungen, Solvency II, die erstmals Eigenkapitalgewichte für Anlagen von Versicherungsunternehmen definiert, droht Investments in Bankschuldverschreibungen für Versicherungen im Vergleich zu anderen Anlageklassen nachhaltig unattraktiv zu machen – und zwar erstaunlicherweise umso unattraktiver, je langlaufender diese Schuldverschreibungen sind, da die Eigenkapitalunterlegung neben dem Rating stark von der Laufzeit der jeweiligen Schuldverschreibung abhängen soll. Dies ist deshalb problematisch, weil die Beschaffung langfristiger Refinanzierungsmittel durch Banken über den Kapitalmarkt in Deutschland, aber auch in anderen Ländern, traditionell ganz wesentlich auf Versicherungen als Investoren basiert. Fallen diese als Anleger in einem der wichtigsten Refinanzierungsmärkte von Banken regulatorisch bedingt weitgehend und ersatzlos aus, wird dies spürbare Auswirkungen auf die Kosten und die Verfügbarkeit von Liquidität in diesem Markt haben.

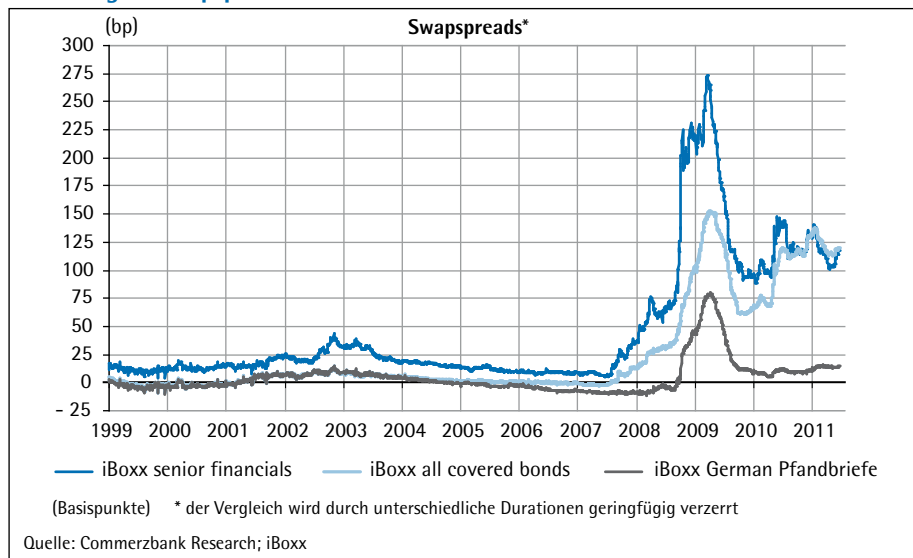
**Bail-in:** Die vorgenannte Situation wird potenziell noch dadurch verschärft, dass Investoren in ungedeckte Bankschuldverschreibungen zukünftig an der Restrukturierung von Banken beteiligt werden sollen. Im deutschen Restrukturierungsgesetz ist dies bereits angelegt, auf europäischer Ebene wird an einer entsprechenden Regelung gearbeitet. Für Investoren bedeutet dies, dass sie entsprechende Investments zurückhaltender beurteilen und nur zu höheren Risikoaufschlägen eingehen werden. Überdies haben alle großen Ratingagenturen bereits angekündigt, dass solche Regelungen mutmaßlich weitreichende negative Auswirkungen auf ihre Ratingurteile haben werden – mit der Konsequenz, dass sich die zuvor geschilderte regulatorische Behandlung solcher Anlagen in Basel III und Solvency II ebenfalls verschlechtern wird.

### **Gedekte Schuldverschreibungen als Lösung?**

Bankanalysten stellen seit Monaten die Frage, ob gedeckte Schuldverschreibungen beziehungsweise Covered Bonds geeignet wären, ungedeckte Bankschuldverschreibungen zu ersetzen und so zu einem zentralen Instrument der Refinanzierung der Kreditwirtschaft aufzusteigen.

Zugegeben, das mag etwas zugespitzt wirken, aber es umschreibt doch recht treffend die Zäsur, vor der die Kapitalmarktfinanzierung der Banken steht. Denn in der Tat sind gedeckte Schuldverschreibungen, allen voran der Pfandbrief, diejenigen Ins-

Abbildung 3: Swapsreads Senior unsecured versus Covered versus Pfandbrief



trumente, die bislang mit Abstand am stabilsten durch die Krise gekommen sind und die deshalb auch mit Recht in der absehbaren Regulierung eine Sonderrolle genießen. Eignen sie sich also, auf breiter Front alternative, bislang dominierende Refinanzierungsinstrumente zu ersetzen?

Mehrere Trends lassen sich seit Beginn der Krise beobachten, die tatsächlich den Schluss nahelegen, dass Covered Bonds und insbesondere dem Pfandbrief als Refinanzierungsinstrument von Banken ein erheblicher Bedeutungszuwachs beschieden sein könnte:

- War der Pfandbrief in der Vergangenheit ein Instrument, das im Wesentlichen von Spezialfinanzierern (auf Basis einer spezialgesetzlichen Grundlage) verwendet wurde, ist seit der Krise ein eindeutiger Trend bei Universalbanken zu beobachten, sich dieses Refinanzierungsinstrument durch Erwerb einer entsprechenden Lizenz nutzbar zu machen und es als festen Bestandteil des eigenen Refinanzierungsmix zu verankern. Bemerkenswert ist in diesem Zusammenhang, dass sich im Gefolge der Krise auch – oder gerade – Institute wie Sparkassen, Direktbanken und andere Häuser mit traditionell sehr starker Einlagenbasis den Pfandbrief in erheblichem Umfang erschließen wollen. Dies erfolgt im Regelfall im Wissen um die geschilderten Herausforderungen in der Einlagenrefinanzierung und mit dem Wunsch, sich einen stabilen Kanal zur Beschaffung langfristiger Liquidität zu sichern.

- Zahlreiche Länder erwägen heute die Einführung pfandbriefähnlicher Systeme. Interessant ist dabei, dass es sich in vielen Fällen um solche Länder handelt, die wie die USA, Neuseeland oder Australien in einer ganz anderen Tradition stehen, weil bei ihnen Verbriefungen eine ähnlich große Bedeutung hatten wie etwa Pfandbriefe in Deutschland, Dänemark oder der Schweiz. Genau aus diesem Grund war es vor der Krise auch so schwer, das Sicherheitskonzept des Pfandbriefs in diesen Ländern zu vermitteln. Nach der Krise und dem weitgehenden Funktionsversagen der Verbriefungsmärkte suchen diese Länder nun aber nach einer Alternative für die Refinanzierung ihrer Banken – und befassen sich in diesem Zusammenhang intensiv mit dem Konzept gedeckter Bankanleihen.

**Skepsis und Vorsicht angebracht**

Dies alles wird dazu führen, dass die Bedeutung dieses Refinanzierungsinstrumentes für die Bankenrefinanzierung in den kommenden Jahren merklich steigen wird. Fragt man aber weiter, ob es in der Lage sein wird, ehemals weithin genutzte Instrumente der Bankenrefinanzierung in größerem Maße zu ersetzen, ist zugleich Skepsis und Vorsicht angebracht. Dies vor allem aus folgenden Gründen:

- Wesentlicher Grund für die hohe Stabilität des Pfandbriefs in der Krise war eben gerade sein strikter Gesetzgebungsrahmen und die Beschränkung der ihm zugrunde

liegenden Deckungswerte auf wenige, sehr hochwertige Assetklassen. Deshalb ist es gelungen, die „Marke“ Pfandbrief bei Investoren als Synonym für Sicherheit zu etablieren und genau deshalb erwerben diese das Produkt heute als direktes Substitut für Staatsanleihen – und stehen auch dann zu dem Produkt, wenn das Kapitalmarktumfeld Verspannungen aufweist.

- Mit dem strikten gesetzlichen Rahmen geht naturgemäß eine eingeschränkte Nutzbarkeit des Pfandbriefs als Refinanzierungsinstrument insbesondere aus Sicht einer Universalbank einher. Das ist gewissermaßen der Preis, der für seine jederzeitige Verfügbarkeit auch in Krisenphasen zu zahlen ist. Betrachtet man die Bilanz eines breit aufgestellten Instituts, wird daher nur ein kleinerer Teil über Pfandbriefe refinanzierbar sein.

- In einigen Ländern wird deshalb überlegt, Covered-Bond-Systeme zu schaffen, die einen deutlich breiteren Kreis an Deckungswerten zulassen. Dies geschieht offensichtlich mit der Absicht, Banken einen größeren Teil der Bilanz für die Refinanzierung über Covered Bonds zu öffnen – und damit ein echtes Substitut für andere, bislang weit verbreitete Refinanzierungsinstrumente zu schaffen. Unabhängig von der Frage, wie Regulatoren dies im Hinblick auf die Wirksamkeit der von ihnen neu gesetzten Regeln beurteilen würden, kann nicht deutlich genug darauf hingewiesen werden, dass dies aus deutscher Sicht – und auf der Basis der positiven deutschen Erfahrung – eine Verwässerung der Qualität dieser Instrumente zur Folge hätte. Anders gesagt: Man muss sich entscheiden zwischen der Schaffung eines stabilen Refinanzierungsinstrumentes und eines Instruments mit der Möglichkeit, weite Teile der Bilanz darüber zu refinanzieren.

Entscheidet man sich für die erste – aus Sicht der Pfandbriefbanken eindeutig bessere – Alternative, wird der Covered Bond als dominierendes Refinanzierungsinstrument für Universalbanken nicht zur Verfügung stehen. An seiner steigenden Attraktivität aus Sicht der Kreditwirtschaft wird dies aber nichts ändern. Im Gegenteil: Er bezieht diese Attraktivität gerade aus seinen traditionellen Eigenschaften, bei denen strikte Regulierung und die daraus folgende hohe Sicherheit an erster Stelle stehen.