

## Insolvenzrecht: Asset Encumbrance und Pfandbriefe

Die Insolvenz eines Kreditinstituts ist, anders als noch vor dem Lehman-Konkurs im September 2008, nicht mehr nur eine theoretische Frage. Daher interessieren sich viele Marktteilnehmer dafür, was sich in der Insolvenzmasse einer Bank befinden würde, käme es zu einer Insolvenz.

### Maximalgrenzen für die Emission gedeckter Schuldverschreibungen

Seit Langem schon ist dies eine Frage, die im Zusammenhang mit dem Pfandbrief diskutiert wird, aber stärker mit der Zielrichtung, wie das Verhältnis zwischen Insolvenzverwalter (der Insolvenzmasse) und Sachwalter (der Deckungsmassen) wäre, insbesondere im Hinblick auf die zum Zeitpunkt der Insolvenzöffnung vorhandene Überdeckung.

Von mehreren meist außereuropäischen Ländern sind in jüngerer Zeit Maximalgrenzen für die Emission gedeckter Schuldverschreibungen gesetzt worden oder in Diskussion, um das Volumen der Covered Bonds im Verhältnis zur Bilanzsumme zu begrenzen. Ziel hierbei ist es, die Gläubiger ungedeckter Schuldverschreibungen, vor allem aber die Einlagen und die sie sichernden Einrichtungen nicht ungeschützt zu lassen.

Mittlerweile wird für diese Thematik der Begriff „Asset Encumbrance“ verwendet. Bezeichnet wird damit die Reservierung bestimmter Vermögenswerte einer Bankbilanz für bestimmte Gläubigergruppen. Dies löst umgekehrt die Frage aus, wie viele Vermögenswerte der Bank verbleiben, die nicht bereits einzelnen Gläubigern oder Gläubigergruppen verpfändet, zur Sicherheit abgetreten oder anderweitig insolvenzfest zugeordnet wurden. Zuweilen wird gefordert, diese Zuordnung beziehungsweise „Asset Encumbrance“ im Volu-

men zu begrenzen oder bei Übersteigen gewisser Grenzen ein erhöhtes Eigenkapital oder eine Liquiditätsreserve bereitzuhalten. Der Beitrag befasst sich im Folgenden mit der Frage, welche Ursachen „Asset Encumbrance“ hat und ob die Begrenzung sinnvoll ist. Asset Encumbrance ist kein neues Phänomen. Es gibt sie schon seit Langem in vielen Formen. Die wichtigsten werden im Folgenden kurz aufgezeigt.

**Zentralbank-Refinanzierung:** Wenn sich Banken bei ihrer Zentralbank refinanzie-

ren, müssen sie Sicherheiten stellen. Die Zentralbanken (im Euroraum die EZB) legen hierbei Anforderungen an die Art und die Qualität dieser Sicherheiten fest. Dabei machen sie Abschläge auf die Werte, sogenannte Haircuts, was zu einer Übersicherung führt. Je nach Art, Laufzeit und gegebenenfalls Rating der Sicherheit (häufig Wertpapiere) sind diese Abschläge, also Übersicherungsbeträge unterschiedlich.

**Beispiel EZB-Tender**

In der Finanzkrise war und ist die Refinanzierung über die Zentralbanken für viele Kreditinstitute in Europa phasenweise der einzige Zugang zu Liquidität. Ein häufig zitiertes Beispiel der jüngeren Vergangenheit waren die beiden Drei-Jahres-Tender der EZB, mit denen sie Banken des Euroraumes im Dezember 2011 und im Februar 2012 gegen Stellung guter Sicherheiten langfristige Zentralbankliquidität über etwa eine Billion Euro gewährt hat. Hätte es damals bereits Beschränkungen des Volumens gegeben, bis zu denen ein Kreditinstitut einem speziellen Gläubiger Sicherheiten stellen darf und hätte ein Kreditinstitut diese Grenze bereits erreicht, hätte es nicht an den TENDERN teilnehmen dürfen, auch wenn sein Liquiditätsbedarf existenzbedrohlich gewesen wäre. Das zeigt, dass eine solche Beschränkung im Krisenfall zu einer Serie von Bankinsolvenzen wegen Zahlungsunfähigkeit führen könnte. Das wäre weder im Sinne der Bankkunden noch der betroffenen Staaten.

**Derivate:** Für viele Kreditinstitute sind Derivategeschäfte (insbesondere Zins- und Währungsswaps) wichtige Instrumente der Risikosteuerung. Es ist internationaler Standard, die sich aus Derivaten ergebenden Ausgleichsforderungen (Derivatepositionen) laufend zu berechnen. Der daraus Verpflichtete hat diese dann mit Kredit-

*Dr. Otmar Stöcker, Geschäftsführer, Verband Deutscher Pfandbriefbanken e.V. (vdv), Berlin*

*Sollte man bestimmte Vermögenswerte einer Bankbilanz für bestimmte Gläubigergruppen reservieren? Dass diese Frage nach dem sogenannten Asset Encumbrance kein neues Phänomen ist, erläutert der Autor zunächst an fünf Beispielen, nämlich der Zentralbank-Refinanzierung, Derivaten als Instrument der Risikosteuerung, der besicherten Refinanzierung, Covered Bonds und Pfandbriefen sowie Verbriefungen. Mit Blick auf den Pfandbriefmarkt hält er den grundsätzlichen Konflikt zwischen Pfandbriefgläubigern und nicht gesondert gesicherten Gläubigern nicht für lösbar, indem alle vollständig und gleichermaßen zufrieden gestellt werden können, wenn eine Pfandbriefbank insolvent wird. Er plädiert an dieser Stelle – wenig überraschend – für eine rechts- und finanzpolitische Prioritätensetzung zugunsten der Pfandbriefgläubiger. Seine Argumentationslinie: „Dies ist der Ausgleich dafür, dass sie ihr Kapital der Bank zu niedrigen Zinsen überlassen und sich hierzu auch langfristig verpflichten, ihr Kapital also auch nicht schnell zurückholen können, wenn sie zum Beispiel auf Marktvolatilitäten reagieren wollen.“ (Red.)*

sicherheiten (Collateral) zu besichern. Hierfür sind in den Derivateverträgen oder den diese ergänzenden Rahmenverträgen definierte Sicherheiten zugelassen, in der Regel liquide Wertpapiere.

### Unbesicherte Refinanzierung bisweilen schwierig

Zwar werden die Derivatepositionen in der Regel „nur“ gedeckt, das heißt es wird nicht auch noch eine Überdeckung gefordert. Jedoch unterliegen diese Positionen häufig Schwankungen, sodass auch der Sicherheitenbedarf im Zeitverlauf schwankt. Dies bedeutet häufig, dass der Betrag der Sicherheiten erhöht werden muss (Nachbesicherungspflicht). Wenn ein Derivatepartner diesem nicht nachkommen könnte, zum Beispiel weil er eine Sicherheiten-Grenze (Asset Encumbrance) bereits erreicht hat, könnte der andere Derivatepartner das Derivat kündigen (exit-right). Wegen des Erreichens der Sicherheiten-Grenze könnte das Kreditinstitut auch kein neues Derivat mit einem anderen Derivatepartner abschließen, sodass eine Risiko-steuerung beziehungsweise -reduzierung auf diesem Weg unmöglich würde.

**Besicherte Refinanzierung:** In schwierigen Kapitalmarktzeiten ist die unbesicherte Refinanzierung nur schwer oder phasenweise gar nicht möglich. Machbar sind dann nur noch besicherte Refinanzierungen, etwa Repos. In solchen Phasen könnte eine Sicherheitengrenze Bankinsolvenzen mit komplexen Folgen für die betroffenen Volkswirtschaften nach sich ziehen.

**Covered Bonds und Pfandbriefe:** Pfandbriefe sind eine besondere Form besicherter Refinanzierung. In der Finanzkrise bildeten Pfandbriefe zuweilen den einzigen Mittelzugang am privaten Kapitalmarkt.

Pfandbriefe sind Bankschuldverschreibungen, die durch Vermögenswerte, die zum Bankvermögen gehören, gesichert sind. Dies ist auch bei den meisten anderen europäischen Covered-Bond-Systemen der Fall. Gemäß den jeweiligen Rechtsordnungen begrenzen unterschiedlich strenge Regelungen diejenigen Werte, die zur Deckung der jeweiligen Covered Bonds verwendet werden dürfen. Besonders streng ist hierbei das Pfandbriefgesetz. Der Pfandbriefumlauf wird durch seine strengen Vorschriften zur Deckungsfähigkeit von Aktiva bereits stark eingeschränkt. Die

befürchtete Konkurrenz zu Einlegern, die hinter der Diskussion über die Beschränkung von Emissionsvolumina steht, kann vor diesem Hintergrund nicht in dem Maße entstehen wie in manchen anderen Ländern, deren Deckungsbestimmungen sehr viel großzügiger sind.

Zudem ist unter allen Formen der Asset Encumbrance diejenige für Covered Bonds die einzige, die aus Investorensicht transparent ist. Jeder kann jederzeit Informationen darüber beschaffen, welche Assets als Deckungswerte für die Pfandbriefgläubiger reserviert sind.

Die Konsequenzen der Einführung einer Volumensbeschränkung für Pfandbrief-Deckungswerte könnten sich als äußerst problematisch erweisen. Das System würde nicht an Stabilität gewinnen, sondern verlieren. Banken hatten in den zurückliegenden Krisenjahren über die Emission von Pfandbriefen – anders als über andere Refinanzierungsinstrumente – zu jeder Zeit Zugang zu Liquidität am Kapitalmarkt. Das hat auch die Aufsicht erkannt und Pfandbriefe und andere Covered Bonds in deutschen und internationalen Regelwerken gerade erst zu Recht privilegiert. Ein solches Instrument, das eindeutig eine stabilisierende Rolle im Finanzsystem spielt, nun an anderer Stelle in seiner Wirksamkeit zu begrenzen, wäre kontraproduktiv.

Jeder Covered Bond und auch der Pfandbrief ist dadurch geprägt, dass den Pfandbriefgläubigern beim Ausfall des Emittenten bestimmte Deckungswerte vorrangig zugutekommen. Will man dies einschränken, stellt man ein bewährtes und effizientes Refinanzierungssystem generell infrage. Jegliche Volumengrenze hätte nämlich zur Folge, dass der Emittent dieses Instrument nicht mehr flexibel einsetzen könnte und darauf achten müsste, die Kosten der gedeckten Refinanzierung im Verhältnis zu den Gesamtkosten gering zu halten, was sich wiederum negativ auf die Sicherheit des Produktes auswirken könnte.

**Verbriefungen:** Zieht man den Kreis der Asset Encumbrance so weit, dass alle Vermögenswerte erfasst werden, die der Bank materiell-rechtlich zustehen, könnten sogar Verbriefungen davon erfasst werden. Denn auch wenn üblicherweise vom „True Sale“ gesprochen wird, so werden die Vermögenswerte in manchen Ländern und Transaktionen materiell-rechtlich nicht auf

das Emissionsvehikel übertragen, sondern diesem nur verpfändet oder insolvenzrechtlich zugeordnet. Auch dieses Beispiel zeigt, dass pauschale Aussagen über die Asset Encumbrance nicht zielführend sind.

Der grundsätzliche Interessenkonflikt zwischen den Gläubigern von Pfandbriefen einerseits und von Senior Unsecured beziehungsweise Einlagen andererseits liegt auf der Hand, wenn auch Letztere weniger einzelne Gläubiger als vielmehr die Einlagensicherungssysteme sind. Die Vorstellung, in einer Krisenlage, insbesondere in einem Insolvenzfall, alle gleich behandeln zu können, ist unrealistisch. Zwar sind die Insolvenzquoten bei Bankinsolvenzen weit höher als bei anderen Unternehmen. Jedoch wäre die Zielrichtung, alle Gläubiger einer insolventen Bank vollständig bedienen zu können, eine extrem hohe Bürde, insbesondere für die Eigenkapitalausstattung von Banken.

### Fairer Interessenausgleich bei Pfandbriefen

Es ist daher volkswirtschaftlich, finanz- und rechtspolitisch wichtig, einen fairen Interessenausgleich zwischen gesicherten und ungesicherten Gläubigern herbeizuführen. Dieser ist im Pfandbriefgesetz (PfandBG) bereits geregelt. Denn die zahlreichen Bestimmungen des PfandBG stellen enge Grenzen für die Pfandbriefbanken dar, aus ihren Vermögenswerten diejenigen auszuwählen, die sie in das Deckungsregister eintragen und damit zu Deckungswerten machen dürfen. Dies ist nicht nur grundsätzlich auf wenige Assetklassen beschränkt, sondern jeweils auch mit einer Fülle detaillierter Regelungen ausgestattet. Über den Wortlaut des PfandBG und seiner Verordnungen hinaus sind zudem mannigfaltige Auslegungsmittelungen der BaFin einzuhalten. Zudem werden diese durch zahlreiche Auslegungshinweise ergänzt, die der vdp mit seinen Gremien erarbeitet. Alle diese Bestimmungen und Anregungen dienen dazu, die Qualität des Pfandbriefes zu sichern – und bedeuten gleichzeitig eine Beschränkung der Deckungsfähigkeit und folglich ein höheres Volumen an potenzieller Insolvenzmasse.

Ohne Überdeckung ist heute kein hohes Rating zu erhalten, welches wiederum für den Erfolg des Pfandbriefes nach wie vor sehr wichtig ist. Nicht von der Hand zu weisen ist, dass die Überdeckung letztlich

durch ungedeckte Gläubiger finanziert wird. Das PfandBG bestimmt allerdings nur eine – im Vergleich mit anderen europäischen Covered-Bond-Gesetzen – geringe gesetzliche Mindestüberdeckung. In der Regel ist die von den Ratingagenturen geforderte sogenannte freiwillige Überdeckung weit höher. Und hier besteht in der Tat ein Interessenkonflikt, für den das Pfandbriefgesetz eine ausgewogene Lösung bereithält: Die Pflichtüberdeckung beträgt nur zwei Prozent (barwertig gestresst). Eine darüber hinausgehende, freiwillige Überdeckung wird dergestalt geschützt, dass der Insolvenzverwalter sie zwar grundsätzlich herausverlangen könnte, aber beweisen müsste, dass diese zur termingerechten Bedienung der Pfandbriefe nicht erforderlich sein wird; dies dürfte ihm nur bei einer exzessiven Überdeckung gelingen, was den ungesicherten Gläubigern gegenüber aber auch fair wäre.

Verfügt die Pfandbriefbank zum Zeitpunkt einer Liquiditätskrise über eine hohe Überdeckung, kann sie sich Liquidität durch die Emission von Pfandbriefen beschaffen, ohne dass sie zuerst neue Deckungswerte generieren muss. Ihr Liquiditätszugang ist damit schnell und zuverlässig, was die letzten Jahre immer wieder gezeigt haben. Dies kann in Einzelfällen sogar dazu beitragen, eine Insolvenz aus Liquiditätsgründen zu vermeiden. Davon wiederum profitieren auch die ungedeckten Gläubiger.

Bei Pfandbriefen ist zudem mit den Transparenzregelungen in § 28 PfandBG für jeden einsehbar, welche Vermögenswerte der Pfandbriefbank zugunsten der Pfandbriefgläubiger „encumbered“, also reserviert sind. Dies wird sogar nach den Assetklassen differenziert dargestellt. Ähnlich umfangreiche und über die Internetseiten der Pfandbriefbanken sowie den vdp allgemein zugängliche und jedes Quartal aktualisierte Daten finden sich so bei keinem anderen Covered-Bond-Produkt.

### Asset Encumbrance und Bail-in

Seit einiger Zeit wird Asset Encumbrance international im Zusammenhang mit der EU-Richtlinie über die Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten (EU Directive for Recovery and Resolution of Credit Institutions) diskutiert, deren Vorschlag Anfang Juni 2012 von der EU-Kommission veröffentlicht wurde. Ziel der Überlegungen ist, sicherzustellen, dass die Aufsichts-

behörde in einer Krisenbank ausreichend Handlungsmasse, also zum Beispiel ungedeckte Schuldverschreibungen, vorfinden würde, die durch hoheitlichen Akt im Betrag reduziert werden könnten, in der Absicht, die Bank zu restrukturieren. Dieser Reduzierungsvorgang, der zu Verlusten der betroffenen Gläubiger führen würde, wird technisch als „write-down“, also Abschreibung bezeichnet. Allgemeiner nennt man eine solche Maßnahme „Bail-in“ und die grundsätzlich davon betroffenen Forderungen „Bail-in-able“, also Bail-in-fähig.

Die zu erwartende EU-Richtlinie über die Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten wird zur Folge haben, dass jeder Investor sehr genau prüfen wird, ob die von ihm bereits erworbene oder ihm angebotene Forderung grundsätzlich „Bail-in-fähig“ wäre. Dies wird nicht nur Folgen für deren Pricing haben, sondern viele Investoren davon abhalten, überhaupt in solche Assets zu investieren.

Auch wenn die EU-Kommission von Anfang an deutlich gemacht hat, dass Covered Bonds vom „Bail-in“ ausgenommen werden sollen, so ist auch hier sehr genau auf die Details der Formulierungen zu achten. Denn eine generelle Ausnahme ist bisher nicht vorgesehen. Zudem sind die vielen Verweisungen, Ausnahmen und Rückausnahmen im Richtlinien-Entwurf komplex und bedürfen daher genauer Analyse, um das Ziel, Covered Bonds und damit auch Pfandbriefe zu schützen, nicht zu konterkarieren. Dies gilt insbesondere für die Sonderregelung des Art. 38 (2.) (c) des Richtlinienvorschlags, wonach durch Maßnahmen der Aufsichtsbehörde auch die Nominalbeträge von Covered Bonds reduziert werden können, wenn die diese sichernden Deckungsmassen nicht ausreichend sind – wovon das nationale Recht allerdings wiederum eine generelle Ausnahme bestimmen kann. Noch eingehend zu untersuchen sein wird, welche Covered-Bond-Systeme in welchem Ausmaß von dieser Sonderregelung betroffen sein könnten. Übrigens wird im Vorschlag des Richtlinien texts nicht von Covered Bonds gesprochen, sondern von „abgesicherten Verbindlichkeiten“ (Secured Liabilities).

Auch wenn „Asset Encumbrance“ und „Bail-in“ verschiedene Begriffe sind und der eine an der Aktivseite ansetzt und der andere an der Passivseite, so zielen sie auf das gleiche Thema: Welche unbelasteten

Vermögenswerte würden sich in der Insolvenzmasse einer Bank befinden (Asset Encumbrance) und welche Verbindlichkeiten könnte man zur Restrukturierung der Bank reduzieren (Bail-in)?

### Rechts- und finanzpolitische Prioritätensetzung unverzichtbar

Die Stellung von Sicherheiten im Bankgeschäft ist kein spezifisches Covered Bond-Thema und kennt viele Erscheinungsformen. Dazu sind die Sicherheitenstellung für Geldmarktgeschäfte mit der EZB, die Besicherung von Derivateforderungen, Repos und Verbriefungen ebenso wie Deckungsforderungen von Pfandbriefen zu zählen.

Der grundsätzliche Konflikt zwischen Pfandbriefgläubigern und nicht gesondert gesicherten Gläubigern ist nicht so lösbar, dass alle vollständig und gleichermaßen zufrieden gestellt werden können, wenn eine Pfandbriefbank insolvent wird. Daher ist eine rechts- und finanzpolitische Prioritätensetzung unverzichtbar.

Es ist systemimmanent, dass hierbei die Pfandbriefgläubiger die Priorität erhalten. Denn dies ist der Ausgleich dafür, dass sie ihr Kapital der Bank zu niedrigen Zinsen überlassen und sich hierzu auch langfristig verpflichten, ihr Kapital also auch nicht schnell zurückholen können, wenn sie zum Beispiel auf Marktvolatilitäten reagieren wollen.

Jegliche Begrenzung der Nutzung von Pfandbriefen oder des Aufbaus von Deckungsmassen hat in schwierigen Phasen zur Folge, dass die Wahrscheinlichkeit eines Insolvenzfalles aus Gründen der Illiquidität erhöht wird. Dies wiederum würde das Verlustrisiko bei der Einlagensicherung steigern, weil die Vermögenswerte der Bank im Insolvenzverfahren zu Liquidationspreisen verwertet würden.

Der Pfandbrief ist ein Eckpfeiler der deutschen Stabilitätskultur, nicht nur im Bankensystem, sondern auch auf dem Immobilienmarkt. Darüber gibt es auch in der Politik einen breiten Konsens. Es ist daher wichtig, seine Grundlagen auch weiterhin zu sichern und sie nicht durch kontraproduktive Begrenzungen zu beschädigen.

Der Artikel ist auch im jüngst veröffentlichten Fact Book Pfandbrief 2012/2013 des Verbandes deutscher Pfandbriefbanken erschienen.