

Karl-Peter Schackmann-Fallis / Silvio Andrae

Sovereign Bond-Backed Securities – ein Schönwetterinstrument?

Die Staatsschuldenkrise im Euroraum hat verschiedene Schwachstellen innerhalb der Währungsunion aufgezeigt. Daraufhin wurde eine Diskussion angestoßen, wie die Finanzmarktstabilität der Eurozone erhöht und die fiskalische Situation der Währungsunion verbessert werden kann. Ein Teil der Diskussion betrifft die Schaffung eines sicheren Wertpapiers für den gesamten Euroraum. Das Angebot an sicheren Vermögenswerten auf dem europäischen Kapitalmarkt soll auf diese Weise erhöht werden. Die Kreditinstitute müssen dann auch nicht mehr so viele Staatsanleihen des eigenen Landes ins Portfolio nehmen.

SBBS-Konzeption

Die EU-Kommission hat am 24. Mai 2018 einen Gesetzesvorschlag für eine solche Vermögensanlage vorgelegt. Es handelt sich um Verbriefungen gebündelter Staatsanleihen des Euroraums (Sovereign Bond-Backed Securities, SBBS).¹⁾ Im Kern sind es strukturierte Wertpapiere, die vergleichbar einer Collateralised Debt Obligation (CDO) mit Staatsanleihen der Mitgliedsstaaten unterlegt sind. Der Vorschlag baut im Wesentlichen auf einem Bericht einer Arbeitsgruppe unter Federführung des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken (ESRB) auf.²⁾ An einigen Stellen des Verordnungsvorschlags finden sich allerdings wesentliche Abweichungen.

Konzept: Der Emittent kauft in einem festen Verhältnis Staatsschuldtitel der EU-Mitgliedsstaaten auf und gibt im Gegenzug wiederum zwei Wertpapiere aus, denen die folgende Verbriefungsstruktur zugrunde liegt:

– Die Senior-Tranche als erstes Wertpapier umfasst die Staatsanleihen mit einem minimalen Ausfallrisiko (zum Beispiel Bundesanleihen). Diese Tranche sollte 70 Prozent des Nominalwertes der gesamten SBBS-Emission entsprechen. Auch wenn der Verordnungsvorschlag nichts dazu sagt, sind als Investoren in die Senior-Tranche vor allem Kreditinstitute oder Versicherungen vorgesehen.

– Die Junior-Tranche als zweites Wertpapier stellt im Gegensatz dazu eine mit erheblichen Risiken behaftete Anleihe dar und ist im Verhältnis zur Senior-Tranche nachrangig. Die Junior-Tranche kann auch aus mehreren nachrangigen Tranchen (zum Beispiel Mezzanine- und Equity-Tranche) bestehen. Die genaue Aufteilung des nachrangigen Teils der SBBS-Emission in die verschiedenen Tranchen liegt im Ermessen des Emittenten, ist also auch nicht Gegenstand des Verordnungsvorschlags. Im Basisfall wird die Junior-Tranche bei 30 Prozent festgesetzt. Zum Investorenkreis sagt der Entwurf auch hier nichts. In jedem Fall sollte aber klar sein, dass Banken nicht in die Junior-Tranche investieren dürfen.

Ausreichend Investoren?

Investoren, die die Senior-Tranche halten, würden erst dann Verluste erleiden, wenn im Basisfall bei mindestens 30 Prozent des zugrunde liegenden Staatsanleiheportfolios Zahlungsausfälle auftreten. Die beiden Tranchen sind bei der Strukturierung so aufzuteilen, dass einerseits ein hinreichend großes Volumen einer sicheren Senior-Tranche emittiert werden kann. Andererseits muss die Junior-Tran-

che hinreichend groß sein, dass die Sicherheit der Senior-Tranche gewährleistet ist. Auf Basis des ausstehenden Bestands an Staatsanleihen der Eurozone entspricht dies einem Zielvolumen von etwa 4,2 Billionen Euro. Es ist unbekannt, ob es ausreichend Investoren für die beiden Tranchen gibt, sodass der SBBS-Markt eine nennenswerte Größe erreicht. Praktiker erwarten nur eine marginale Nachfrage.

Zusammensetzung des Portfolios: Der SBBS-Pool soll aus 19 einzelnen Staatsanleihen bestehen, deren Währung der Euro ist. Diese Beschränkung stellt sicher, dass keine der Anleihen des zugrunde liegenden SBBS-Portfolios vom Währungsrisiko betroffen ist. Das relative Gewicht der Staatsanleihen jedes Mitgliedsstaats sollte im Wesentlichen dem relativen Gewicht der Beteiligung des jeweiligen Mitgliedsstaats am Kapitalschlüssel der EZB entsprechen. Der Kapitalschlüssel der EZB gibt somit Auskunft über die wirtschaftliche Größe jedes Mitgliedsstaats. Staatsanleihen eines bestimmten Mitgliedsstaats können ausgeschlossen werden, wenn und solange die Emission von Staatsanleihen durch einen Mitgliedsstaat aufgrund eines verringerten Bedarfs an Staatsschulden oder beeinträchtigtem Marktzugang erheblich eingeschränkt ist. Im Grundsatz bleibt jeder Mitgliedsstaat für seine eigenen Anleihen verantwortlich.

Emittent: Die Ausgabe von SBBS sollte von einer Zweckgesellschaft (Special Purpose Entity, SPE) vorgenommen werden. Das SPE dient ausschließlich der Emission und dem Management von SBBS. Nach den Anleihebedingungen des SBBS erhält der Investor Zins und Tilgung nur aus den

Mitteln, das die SPE aus den 19 Staatsanleihen einnimmt. Die Zweckgesellschaft darf keine anderen risikoreichen Aktivitäten, wie die Bereitstellung von Krediten, vornehmen. Die SPE soll strengen Bestimmungen zur Trennung von Vermögenswerten unterliegen, um die Integrität der SBBS-Emissionen und der von SBBS-Anlegern gehaltenen Positionen sicherzustellen. Die Zweckgesellschaft hat sicherzustellen, dass die Zusammensetzung des zugrunde liegenden Pools von Staatsanleihen während des gesamten Lebenszyklus eines SBBS konstant bestehen bleibt. In jedem Fall muss gewährleistet sein, dass die Struktur dieser neuen Produkte für Marktteilnehmer ausreichend transparent ist. Wegen der Informationsasymmetrie zwischen möglichen Investoren und den Emittenten von SBBS müssen einhergehende Risiken von SBBS-Verbriefungen zuverlässig beurteilt werden können.

Laufzeit, Transparenz, Sanktionen

Laufzeit: Die Laufzeiten der zugrunde liegenden Staatsanleihen sollten mit der Fälligkeit der SBBS-Emission im Wesentlichen übereinstimmen.

Zulassung und Transparenz: Die SPEs sind für die Einhaltung der Produkt- und Meldepflichten verantwortlich. Die Europäische Wertpapieraufsichtsbehörde (ESMA) veröffentlicht auf ihrer Webseite die zugelassenen SPEs. Dadurch ist es möglich, dass die SPEs die Verantwortung dafür übernehmen, dass ein Produkt als SBBS qualifiziert ist und dass Transparenz auf dem Markt besteht. SPEs haften für Verluste oder Schäden, die sich aus falschen oder irreführenden Meldungen ergeben. Anleger müssen die für eine Anlage in Finanzprodukten erforderliche Sorgfalt anwenden. Ob die von den SPEs veröffentlichten Informationen zur Einhaltung der spezifischen Produkthanforderungen von SBBS ausreichend sind, sollte hinterfragt werden. Transparenzanforderungen an SBBS und zugrunde liegende Staatsanleihen müssen es den Anlegern ermöglichen, Transaktionen in SBBS zu verstehen, zu bewerten und zu vergleichen und sich nicht ausschließlich auf Dritte

wie beispielsweise Ratingagenturen zu verlassen.

Sanktionen: Zur Abschreckung gegen missbräuchliches Verhalten und um das Vertrauen in das Produkt zu bewahren, sollen angemessene administrative Sanktionen und Abhilfemaßnahmen vorgesehen werden. Diese Situation liegt zum Beispiel dann vor, wenn ein Produkt, das von einer SPE als SBBS deklariert wird, die SBBS-Anforderungen oder andere Benachrichtigungs- oder Transparenzanforderungen nicht erfüllt. Sanktionen gegenüber einer SPE müssen veröffentlicht werden. Darüber hinaus soll eine SBBS, die nicht die in der vorgeschlagenen Verordnung festgelegten Anforderungen erfüllt, unverzüglich aus der Zulassungsliste der ESMA entfernt werden.

Änderungen anderer Rechtsakte: Im Rahmen der bestehenden Bankenregulierung würden SBBS wesentlich schlechter behandelt werden als Staatsanleihen. SBBS sind als CDO ein verbrieftes Produkt, was höhere Kapitalanforderungen für Banken zur Folge hätte. Um die Kosten zu senken, schlägt die Kommission Anpassungen bei verschiedenen Rechtsakten vor. Sie beziehen sich auf die Richtlinie über Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW), die Eigenkapitalverordnung (CRR), die Richtlinie über die betriebliche Altersversorgung (IORP II), die Richtlinie für Versicherungsunternehmen (Solvency II) sowie die Prospektverordnung. Es ist kritisch zu hinterfragen, ob eine Nullgewichtung für eine risikobehaftete Junior-Tranche tatsächlich sachgerecht ist. Damit würden die in den letzten beiden Jahren mühsam erarbeiteten Verbriefungsregeln zugleich wieder ihre Glaubwürdigkeit verlieren.

Vor- und Nachteile der Konstruktion

Mit dem Konstrukt werden im Allgemeinen vier Vorteile besonders hervorgehoben, die wie folgt bewertet werden können:

1. Ausweitung des sicheren Anlageuniversums: Wollen Marktteilnehmer in Euro-Staatsanleihen investieren, müssen sie



Foto: DSGV

Dr. Karl-Peter Schackmann-Fallis

Geschäftsführendes Vorstandsmitglied, Deutscher Sparkassen- und Giroverband, Berlin



Foto: DSGV

Dr. Silvio Andrae

Deutscher Sparkassen- und Giroverband, Berlin

Mit einem Gesetzesvorschlag von Ende Mai dieses Jahres will die EU-Kommission eigenem Bekunden nach regulatorische Hindernisse für die marktgetriebene Entwicklung von Wertpapieren aus dem Weg räumen, die durch Staatsanleihen besichert sind. In den von privaten Instituten vorgenommenen Verbriefungen von Forderungen auf ein Portfolio aus Euroraum-Staatsanleihen, den sogenannten Sovereign Bond-Backed Securities (SBBS), kann sie keinerlei Vergemeinschaftung von Risiken und Verlusten unter den Eurostaaten erkennen und siedelt die Risiken und möglichen Verluste ausschließlich im privaten Markt an. Durch Anlagen in diese neuen Instrumente erhofft sie sich nicht zuletzt eine Diversifizierung der Anleihebestände der Investoren und eine Entkopplung der Abhängigkeit der Banken von ihren jeweiligen Herkunftsländern. Die Autoren zeigen sich in ihrer Beurteilung des neuen Instrumentes deutlich vorsichtiger und melden Zweifel an, dass SBBS in Krisenzeiten ihre Widerstandsfähigkeit beweisen können. (Red.)

entweder Staatsanleihen einzelner Euro-Länder kaufen oder sich selbst ein entsprechendes Portfolio zusammenstellen. Im ersten Fall bedeutet dies, dass die spezifische Bonität des Landes und dessen konjunkturelle Lage das Risiko-Rendite-Profil der Investition bestimmt und damit nur einen Ausschnitt des Euroraums widerspiegelt. Eine länderübergreifende Anleihe könnte hier Abhilfe schaffen. Doch wäre das durchschnittliche Risiko des Portfolios angesichts der sehr unterschiedlichen Bonitäten der Euroländer – trotz Diversifikationseffekten – eher unattraktiv.

Hier setzt die Grundidee der SBBS an. Ein Pooling von Staatsanleihen des Euro-Raums bildet die konjunkturelle Lage des gesamten Währungsgebiets ab, generiert Diversifikationseffekte und soll durch die Strukturierung (Unterteilung in Senior- und Junior-Tranche) relativ stabile Risiko-Rendite-Profile erzeugen. Der SBBS-Pool besteht allerdings nur aus 19 einzelnen Staatsanleihen. Das konzipierte Anleiheportfolio ist damit nicht so umfassend diversifiziert wie bei einer CDO, sondern allenfalls „gemischt“ zu bezeichnen. Etwa 80 Prozent des SBBS-Portfolios verteilen sich auf die vier größten Euroländer Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien.

Positive Korrelationen zwischen Ausfallrisiken und Renditen

2. Verringerung des Staaten-Banken-Nexus: Banken erwerben bevorzugt Staatsanleihen des eigenen Landes. Droht den Banken eine Schieflage und greift der Staat rettend ein, kann dies dazu führen, dass der Staat selbst in Not gerät und der Wert der Staatsanleihen sinkt. Dies hat wiederum Auswirkungen auf die Banken, die diese Anleihen gekauft haben.

Diese gegenseitige Abhängigkeit könnte zumindest teilweise gelöst werden, indem die Banken für ihre Staatsanleihen Eigenkapital vorhalten müssen. Ein im Mai dieses Jahres vom ESRB vorgelegtes Arbeitspapier zeigt aber auf, dass es bislang keiner Reform aufsichtlicher Regelungen gelungen ist, sowohl eine Reduzierung des Kreditrisikos in Bezug auf Staaten als auch des Konzentrationsrisikos auf den Weg zu bringen.³⁾ Nur Vermögensanlagen, die länderübergreifend ein niedriges Risiko ausweisen, können diesen Konflikt durch eine Ausweitung der Investitionsmöglichkeiten auflösen.

Nun kann es aber passieren, dass in turbulenten Marktphasen die Nachfrage für die stärker risikobehafteten Junior-Tranchen einbrechen und auch die Senior-Tranchen an Wert verlieren könnten. Das liegt vor allem daran, dass der Puffer der Junior-Tranchen nicht groß genug und auf nur wenige Staaten der Eurozone

konzentriert ist. Die angenommenen Korrelationen könnten sich als zu niedrig erweisen. In der Eurokrise hat sich gezeigt, dass es eine deutlich positive Korrelation zwischen europäischen Staatsanleihen gibt. Die Renditen hochriskanter Vermögenswerte waren stark positiv korreliert, was die Ansteckungsdynamik widerspiegelt. Die Krise hat mehrere EU-Länder gleichzeitig betroffen, was für alle Emittenten hohe positive Korrelationen zwischen Ausfallrisiken und den Renditen von Staatsanleihen zur Folge hatte. Es ging nicht um Risiken einzelner Staaten, vielmehr war die Eurozone insgesamt mit einer systemischen Krise konfrontiert.

3. Erleichterung des Ausstiegs aus dem Quantitative Easing: Mit dem Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP) hat die EZB in den letzten drei Jahren Staatsanleihen in Höhe von zwei Billionen Euro erworben. Mittlerweile ist klar, dass die EZB das Ankaufprogramm beenden wird. Doch gelingt dies ohne negative Auswirkungen am Kapitalmarkt? SBBS können hier zumindest teilweise eine Lösung bieten. Der entscheidende Punkt dabei ist, dass die SBBS-Tranchen eigenständige Wertpapiere sind, deren Kurse beziehungsweise Renditen nicht direkt auf die Refinanzierungsbedingungen einzelner Staaten wirken.

Verlagerung von Risiken auf Investoren

Das bedeutet, dass die Nachfrage nach einzelnen Staatsanleihen über die Strukturbedingungen des EZB-Schlüssels relativ unabhängig von der konjunkturellen Lage und der Bonität der Länder ist. Somit könnten SBBS-Emittenten die Nachfrage der EZB schließen. Daneben bietet die SBBS-Konstruktion der EZB eine Möglichkeit, ihre hohen Bestände an Staatsanleihen wieder an den Kapitalmarkt auszuplatzen, ohne die Renditen der Staatsanleihen ansteigen zu lassen. Die EZB könnte die von ihr gehaltenen Staatsanleihen in SBBS umwandeln und an Investoren verkaufen und damit den Anleihebestand sinken lassen.

4. Keine gemeinschaftliche Haftung: SBBS-Tranchen bieten im Grundsatz die Möglichkeit, eine „Euroland-Anleihe“ technisch zu simulieren, ohne eine gemeinschaftliche Haftung auszulösen. SBBS können einen Beitrag leisten, die (Moral-Hazard-) Risiken statt auf die Länder auf Investoren zu verlagern. Und hier liegt wahrscheinlich auch das größte Problem der SBBS-Konzeption. Politische Risiken sind mit Kapitalmarktmodellen nur schwer zu erfassen. Hohe Unsicherheit führt jedoch zu höheren Risikoprämien, was vor allem die Junior-Tranchen teuer werden lassen würde.

Es ist nicht ausgeschlossen, dass in Krisensituationen die Junior-Tranche politisch gestützt werden muss, um einen Ausfall zu verhindern. Vermutlich würden aufgrund des politischen Drucks dann auf europäischer Ebene umfangreiche Garantien zugesagt werden, um die SBBS zu stützen. Damit besteht die latente Gefahr, dass die Gemeinschaft für Staatsschulden gesamtheitlich haften müsste. Dies müsste durch institutionelle Vorkehrungen in jedem Fall verhindert werden.

Solide Haushaltspolitik als Schlüssel

Nicht zuletzt die Turbulenzen im Rahmen der Regierungsbildung Ende Mai in Italien haben die engen Rückkopplungen zwischen den Staatsfinanzen und den Bankbilanzen erneut deutlich gemacht. Auch wenn die Vorteile einer solchen SBBS-Konzeption zumindest in der Theorie auf der Hand liegen, ist sie insgesamt doch kritisch zu bewerten. Es ist nur schwer abzuschätzen, ob SBBS nur ein Schönwetterinstrument ist oder auch in Krisenzeiten seine Widerstandsfähigkeit beweist. Der Schlüssel für sichere Vermögenswerte ist eine solide Haushalts- und Strukturpolitik und nicht das Financial Engineering via SBBS.

Fußnoten

- 1) EU-Kommission (2018): Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on sovereign bond-backed securities, Mai 2018.
- 2) ESRB (2018): Sovereign Bond-backed Securities: A Feasibility Study, Volume I, Januar 2018.
- 3) Alogoskoufis, S./Langfield, S. (2018): Regulating the Doom Loop, ESRB Working Paper No. 74, Mai 2018.