

Research Brief

6. Ausgabe – September 2016

Gedekte Schuldverschreibungen – sichere Anlagen mit Nebenwirkungen?

Von Kartik Anand

Gedekte Schuldverschreibungen (Covered Bonds) haben eine lange Tradition als sicheres Finanzinstrument und sind auch heute noch ein zentraler Bestandteil der Bankenrefinanzierung in Europa. Worin liegt ihr Erfolg begründet, und wie könnten sich die jüngsten regulatorischen Initiativen an den Märkten für gedekte Schuldverschreibungen auswirken? Eine neue Studie liefert ein theoretisches Modell gedekter Schuldverschreibungen und zeigt mögliche Nebeneffekte dieses Finanzinstruments auf.

Was sind gedekte Schuldverschreibungen?

Gedekte Schuldverschreibungen entstanden im 18. Jahrhundert in Preußen, als Friedrich der Große nach dem Siebenjährigen Krieg (1756–63) das Pfandbriefsystem einführte, um die preußischen Gutsbesitzer mit Krediten zu versorgen. In den letzten beiden Jahrhunderten gab es keine Ausfälle gedekter Schuldverschreibungen, und auch verspätete Auszahlungen an Anleger waren selten [siehe Mastroeni (2001) und Wand-schneider (2014)].

Gedekte Schuldverschreibungen sind besicherte vorrangige Schuldtitel, die von Banken ausgegeben werden. Gedeckt sind sie durch einen Sicherheitenpool, der in der Bilanz der Bank verbleibt. Die Deckungsmasse ist zweckgebunden und somit insolvenzfest. Bei einem Ausfall der Emittentenbank bleibt der Deckungspool im normalen Insolvenzverfahren unangetastet. Der Deckungspool wird dynamisch erneuert, das heißt, notleidende Aktiva werden durch werthaltige ersetzt, die den gleichen Gegenwert und die gleiche Qualität aufweisen, sodass die erforderliche Besicherung gewährleistet ist. Gedekte Schuldverschreibungen bieten den Anlegern zudem einen doppelten Ausfallschutz: Zum einen haftet das ausgebende Finanzinstitut, zum anderen schützt die Gläubiger der

Bestand an Sicherheiten, auf welchen sie bevorrechtigt zugreifen können. Daher sind gedekte Schuldverschreibungen für Investoren eine sichere Anlage und für Banken eine stabile und günstige Refinanzierungsquelle.

Die Zukunft gedekter Schuldverschreibungen ist ungewiss

Der europäische Markt für gedekte Schuldverschreibungen blieb sowohl während der globalen Finanzkrise als auch der europäischen Staatsschuldenkrise weitgehend intakt, was zum Teil auch auf Programme zum Aufkauf gedekter Schuldverschreibungen der Europäischen Zentralbank (CBPP1-CBPP3) zurückzuführen ist. Gleichwohl könnten neue Maßnahmen im Bereich der europäischen Bankenregulierung unbeabsichtigt dazu geführt haben, den Anreiz für Banken, gedekte Schuldverschreibungen aufzulegen und auszugeben, auf längere Sicht zu schmälern.

Die europäische Sanierungs- und Abwicklungsrichtlinie (Bank Recovery and Resolution Directive – BRRD) sieht beispielsweise vor, dass die Banken bail-in-fähige Schuldtitel begeben, die sich bei einem Ausfall der Bank in Eigenkapital umwandeln lassen. Die Erlöse aus der Emission dieser Schuldtitel dürfen Banken nicht als Sicherheiten nutzen. In dem Maße, wie Bail-

in-Instrumente den Preis unbesicherter Schuldtitel am Finanzmarkt beeinflussen, könnten sich diese demnach auch auf die Bereitschaft der Banken zur Emission gedeckter Schuldverschreibungen auswirken.

Gedekte Schuldverschreibungen könnten das Risiko von Bank Runs durch Großanleger erhöhen

Um solche Mechanismen zu untersuchen, entwickeln wir in Ahnert et al. ein theoretisches Bankenmodell, mit dem wir die Auswirkungen der Refinanzierung über gedeckte Schuldverschreibungen auf die Fragilität der Finanzmärkte untersuchen. Wir analysieren, wie die Belastung von Vermögenswerten die Wahrscheinlichkeit eines Bank Runs durch Großanleger in unbesicherte Schuldtitel beeinflusst. Unseren Überlegungen liegt folgende Logik zugrunde: Sollten die Anleger beobachten, dass eine Bank im Kreditgeschäft oder am Markt Verluste erleidet, könnten sie möglicherweise ihre Annahmen über die künftige Solvenz des Instituts anpassen und ihre Forderungen im großen Stil abziehen.

Wir zeigen, dass die Belastung von Vermögenswerten und die Emission gedeckter Schuldverschreibungen zwei gegenläufige Effekte auf das Vorkommen von Bank Runs haben. Zum einen ermöglichen die Erlöse aus einer verstärkten Emission gedeckter Schuldverschreibungen der Bank zusätzliche profitable Anlagen, was den erwarteten Wert ihrer Eigenmittel erhöht und dadurch die Wahrscheinlichkeit eines Bank Run verringert. Zum anderen kommt ein Risikokonzentrationskanal zum Tragen: Aufgrund der dynamischen Erneuerung des Deckungspools konzentrieren sich die Verluste aus dem Kredit- und dem Marktrisiko asymmetrisch auf die Gläubiger ungedeckter Verbindlichkeiten, wodurch sich das Anschlussfinanzierungsrisiko verschärft und die Wahrscheinlichkeit von Bank Runs erhöht. Das Risiko ungedeckter Schuldverschreibungen nimmt also zu, je mehr gedeckte Schuldtitel begeben werden.

In unserem Modell wird ein Teil der Verbindlichkeiten vollständig von einem finanzstarken Garantiegeber abgesichert. Bei Banken mit Privatkundeneinlagen stellt der Einlagen-sicherungsfonds solch eine Garantie dar. Eine vermutete, implizite Staatsgarantie bei Banken, die systemisch sein könnten, hat einen ähnlichen Effekt. Durch die Belastung von Vermögenswerten und die Emission gedeckter Schuldverschreibungen verlagert die Bank Risiken auf den Garanten. Da die Bank dies jedoch nicht internalisiert, werden unverhältnismäßig viele Vermögenswerte belastet, und die Bank ist dadurch fragil. Wir legen dar, dass eine aufsichtsrechtliche Regulierung zur Begrenzung der Belastung von Vermögenswerten angebracht wäre, um diese Externalität zu korrigieren. Dies könnte in Form expliziter Obergrenzen für die Belastung von Vermögenswerten oder durch stringente Eigenkapitalregeln erfolgen. Durch Zuschläge auf belastete Vermögenswerte ließe sich zwar das Ausmaß der Belastung verringern, allerdings stiege zugleich tendenziell die Fragilität der Banken. In mehreren Ländern stehen die Vor- und Nachteile einer solchen Regulierung derzeit in einer regen politischen Diskussion.

Unser Modell legt weiterhin nahe, dass die Bereitschaft der Banken zur Ausgabe gedeckter Schuldverschreibungen eng mit den Bedingungen am Refinanzierungsmarkt zusammenhängt. Wenn sich unbesicherte Schuldtitel verteuern oder ungesicherte Gläubiger zunehmend nervös werden, müssen die Banken mehr unbelastete Vermögenswerte vorhalten, um einen Rückzug solcher Investoren auffangen zu können. In der Folge nehmen die Belastung von Vermögenswerten und die vorsichtsmotivierte Emission gedeckter Schuldverschreibungen ab. Dieses Ergebnis lässt darauf schließen, dass sich Maßnahmen, die die Anreize und das Verhalten am Refinanzierungsmarkt beeinflussen, auch an den Märkten für gedeckte Schuldverschreibungen niederschlagen.

Fazit:

Unsere theoretische Analyse zeigt, dass gedeckte Schuldverschreibungen zwar eine kostengünstige Refinanzierungsquelle für Banken und eine sichere Anlage für Investoren darstellen, zugleich aber das Risiko eines Bank Runs durch Großgläubiger an den ungesicherten Geldmärkten erhöhen. Eine verstärkte Emission gedeckter Schuldverschreibungen kann also mit unbeabsichtigten Nebenwirkungen einhergehen, die regulatorisch eingedämmt werden sollten. Zugleich deutet unsere Analyse jedoch darauf hin, dass Maßnahmen, die auf eine Regulierung der Refinanzierungsmärkte abzielen, auch ungewollt die Märkte für besicherte Finanzierung beeinträchtigen können.

Haftungsausschluss:

Die hier geäußerten Ansichten spiegeln nicht zwangsläufig die Meinung der Deutschen Bundesbank oder des Eurosystems wider.

Literatur

Ahnert, T., K. Anand, P. Gai, und J. Chapman (2016), Asset encumbrance, bank funding, and financial fragility, Diskussionspapier der Deutschen Bundesbank, Nr. 17/2016.

Mastroeni, O., (2001), Pfandbrief-style products in Europe, in: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, BIS Papers No. 5: The changing shape of fixed income markets: a collection of studies by central bank economists, S. 44–66.

Wandschneider, K. (2014). Lending to lemons: landscape credit in eighteenth-century Prussia. In E. N. White, K. Snowden, and P. Fishback (Eds.), *Housing and Mortgage Markets in Historical Perspective*, Chapter 10, pp. 305–325. University of Chicago Press.



Kartik Anand

Forschungsökonom im Forschungszentrum der Deutschen Bundesbank

Neuigkeiten aus dem Forschungszentrum

Publikationen

„On the low-frequency relationship between public deficits and inflation“ von Martin Kliem (Bundesbank), Alexander Kriwoluzky (Halle) und Samad Sarferaz (ETH) wird im *Journal of Applied Econometrics* 31 (3) erscheinen.

„Pitfalls in the use of systemic risk measures“ von Gunter Löffler (Ulm) und Peter Raupach (Bundesbank) wird im *Journal of Financial and Quantitative Analysis* erscheinen.

Veranstaltungen:

27.–28. Oktober 2016

„Annual Global Conference of the European Banking Institute“

9.–10. November 2016

„Economics of Payments VIII“