



## Bankanleihen in Deutschland: Neue Preferred Senior Anleihen vor dem Start

### AUTOR

Dr. Susanne E. Knips  
Senior Credit Analyst  
Telefon: 0 69/91 32-32 11  
research@helaba.de

### REDAKTION

Stefan Rausch  
Leiter Credit Research

### HERAUSGEBER

Dr. Gertrud R. Traud  
Chefvolkswirt/  
Leitung Research

### Helaba

Landesbank  
Hessen-Thüringen  
MAIN TOWER  
Neue Mainzer Str. 52-58  
60311 Frankfurt am Main  
Telefon: 0 69/91 32-20 24  
Telefax: 0 69/91 32-22 44

Ab 21. Juli 2018 wird es auch Banken mit Sitz in Deutschland möglich sein, Preferred Senior Anleihen zu begeben. Aufgrund des umfangreichen Risikopuffers, den die ausstehenden Non-preferred Anleihen bieten, dürfte der Zinsaufschlag gegenüber gedeckten Papieren bei den Preferred Anleihen in Deutschland geringer ausfallen als im europäischen Ausland. Die Refinanzierung von Non-preferred Fälligkeiten durch Anleihen der neuen Gattung könnte allerdings die Bonität beider Bondkategorien belasten und tendenziell zu einer Spread-Ausweitung führen. Das Ausmaß dieser Entwicklung hängt jedoch von der Funding-Strategie der jeweiligen Bank ab.

### Ab 21. Juli können deutsche Banken Preferred Senior Bankanleihen emittieren

Nach aktueller Planung tritt am 21. Juli 2018 eine erneute Änderung der Insolvenzrangfolge von Bankverbindlichkeiten in Kraft.<sup>1</sup> Banken mit Sitz in Deutschland wird es dann nach dem angepassten § 46f KWG möglich sein, Preferred Senior (PS) Anleihen zu begeben. Diese werden gemäß den gültigen Leitlinien der EZB notenbankfähig sein.<sup>2</sup> Das Gesetzgebungsverfahren zur Änderung des § 46f KWG endet – nach zweiter und dritter Lesung im Bundestag am 28. Juni 2018 – mit der Beratung im Bundesrat am 6. Juli 2018.

Bis zum 21. Juli 2018 begebene Anleihen bleiben auf dem Non-preferred Rang nach alter Fassung des § 46f KWG.<sup>3</sup> Sie verlieren aufgrund des nachgelagerten Haftungsrangs ihre EZB-Fähigkeit, allerdings erst Ende 2018. Seit dem 16. April 2018 begebene Anleihen wären auf Basis der EZB-Leitlinien sowieso nicht notenbankfähig gewesen.

Ab 21. Juli 2018 gilt für erstrangig unbesicherte Anleihen deutscher Banken gemäß § 46f KWG neuer Fassung:

- (1) Der gesetzlich vorgesehene Haftungsrang entspricht dem 'besseren' Preferred Rang. Er greift, falls die Anleihebedingungen nichts anderes vorsehen. Preferred Senior Bankanleihen (PS-Anleihen) befinden sich dann auf einem Rang mit strukturierten Senior-Anleihen und Einlagen Institutioneller.
- (2) Es ist in den Anleihebedingungen festzulegen, falls der niedrigere Non-preferred Haftungsrang Anwendung findet (NPS-Anleihen).

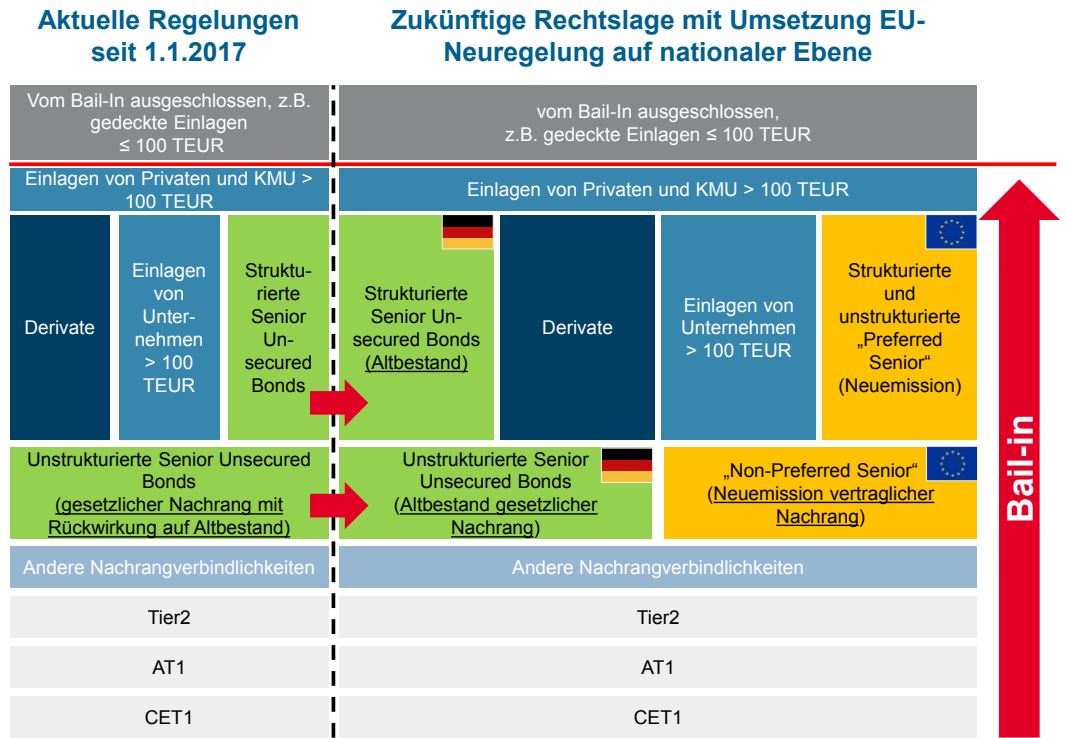
Die bis zum Inkrafttreten der Gesetzesänderung emittierten Senior Unsecured Bankanleihen deutscher Banken behalten ihren Non-preferred Rang, auch wenn dies nicht explizit in den Anleihebedingungen geregelt ist. Sie befinden sich somit bis zu ihrer Endfälligkeit auf einer Stufe mit den nach § 46f KWG neuer Fassung zu emittierenden Non-preferred Senior Anleihen mit vertraglich geregeltem nachgelagertem Haftungsrang.

<sup>1</sup> Siehe Credit Special: [„Ungedeckte Bankanleihen in Deutschland: BMF-Referentenentwurf zur Insolvenzrangfolge“](#) vom 14.2.2018

<sup>2</sup> Siehe Credit Special: [„Europäische Bankanleihen: EZB regelt Notenbankfähigkeit neu“](#) vom 21.12.2017

<sup>3</sup> Der gesetzliche Haftungsrang war in Deutschland zum 1.1.2017 auf Non-preferred Status geändert worden, s. Außer der Reihe-Publikation: [„Deutschlands neue Insolvenzrangfolge bei Banken: Weitere Anpassungen absehbar“](#) vom 3.1.2017

Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in dieser Publikation getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden. Die Informationen dieser Publikation stellen keine Anlageberatung dar. Anlageentscheidungen können nur auf Grundlage des Verkaufsprospektes und nach einer eingehenden Beratung durch Ihre Hausbank oder Ihren örtlichen Finanzberater getroffen werden.



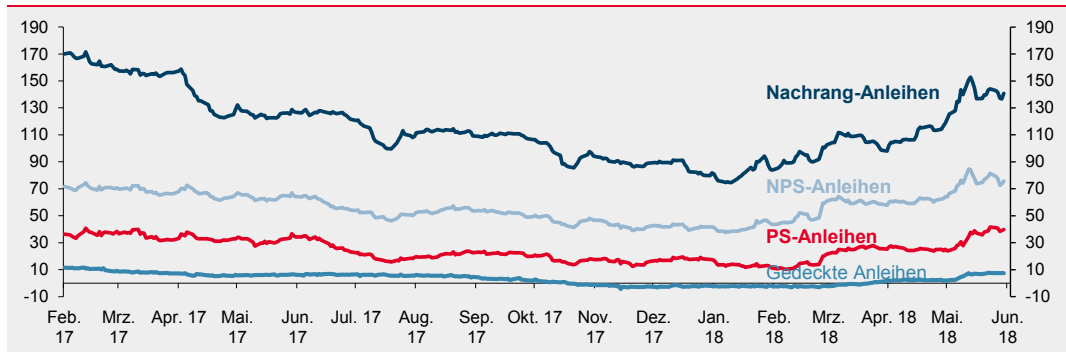
Quellen: VÖB, Helaba Volkswirtschaft/Research

### Preferred Senior Spreads zwischen Nachrang- und gedeckten Anleihen

Der iBoxx EUR Banks Senior Preferred Index, der die PS-Anleihen europäische Wettbewerber abbildet, handelt entsprechend der Haftungsrangfolge zwischen den Indizes für gedeckte und für NPS-Anleihen. In Ländern wie Frankreich, Spanien und Italien haben die Gesetzgeber nichts am gesetzlichen Preferred-Haftungsrang geändert; stattdessen wurden in diesen Staaten NPS-Anleihen als neue Kategorie geschaffen. Deren nachgelagerter Haftungsrang war von vorneherein in den Anleihebedingungen festzulegen. Insbesondere der Markt für NPS-Bonds französischer Banken ist bereits relativ liquide: Die global systemrelevanten Banken aus Frankreich mit hoher Kapitalmarktfinanzierung waren gezwungen, frühzeitig mit der Emission zu beginnen, um die ab 2019 geltenden Mindestanforderungen an das gesamte Haftkapital zu erfüllen.<sup>4</sup> Die laufenden Emissionen senken die möglichen Ausfallquoten und stützen damit die Bonität der ausstehenden Bonds der Banken in diesen Ländern.<sup>5</sup>

### Spreads spiegeln Haftungsrangfolge wider

iBoxx EUR Banks Anleihen, ASW in Bp.



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

<sup>4</sup> Siehe Außer der Reihe: „TLAC für global systemrelevante Banken“ vom 25.11.2015

<sup>5</sup> Siehe ausführlich u.a. Credit Focus (1) „Société Générale: Geglückte Premiere mit NPS-Anleihe à la Française“ vom 12.1.2017, (2) „BNP Paribas: Emissionsplan gestützt auf NPS-Anleihen“ vom 9.2.2017, (3) „BBVA: Bonitätstrend stützt anstehende NPS-Emissionen“ vom 28.7.2017

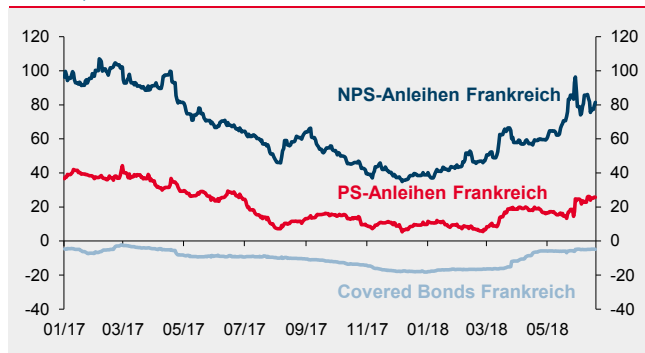
## Spreads deutscher Preferred Senior Anleihen vergleichsweise niedrig zu erwarten

Wir erwarten für die Spreads der neuen PS-Anleihen deutscher Banken ein Niveau, das entsprechend der Haftungsrangfolge ebenfalls zwischen den Aufschlägen von gedeckten Anleihen und NPS-Anleihen liegt. Gleichwohl dürfte die Differenz zu den gedeckten Anleihen geringer ausfallen als bei den europäischen Wettbewerbern: während letztere erst Non-preferred Puffer als gleich nach dem Nachrangkapital zu Verlusten heranzuziehendes Bail-in-Kapital aufbauen, verfügen die deutschen Banken mit den ausstehenden Anleihen bereits über eine umfangreiche Non-preferred Haftungsmasse.<sup>6</sup> Diese NPS-Bonds deutscher Banken sind auf das gesamte Haftkapital MREL anrechenbar. Damit existiert für die neuen Preferred Anleihen bereits ein umfangreicher Puffer gegen Verlustrisiken.

Ferner dürfte die Tatsache, dass die neue Anleihekategorie auch über Dezember 2018 hinaus EZB-fähig sein wird, für zusätzliche Nachfrage nach den Preferred-Papieren sorgen.

### Frankreich mit vergleichsweise vielen NPS-Bonds

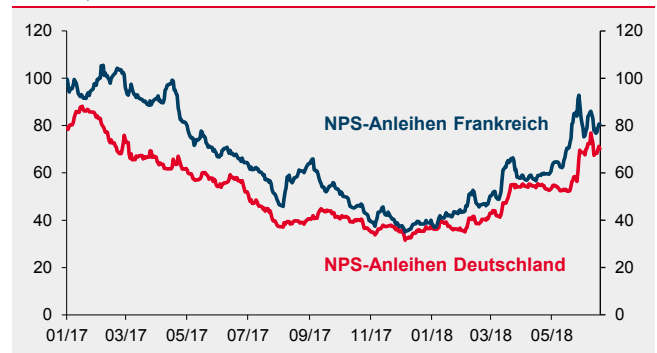
ASW in Bp.



Quellen: Bloomberg, markt, Helaba Volkswirtschaft/Research

### Spreads in Deutschland mit niedrigerem Startniveau

ASW in Bp.



Quellen: Bloomberg, markt, Helaba Volkswirtschaft/Research

## Bonitätstrend von Entwicklung des Non-preferred Senior-Volumens abhängig

Gleichwohl erfüllen die deutschen Emittenten mit den ausstehenden Non-preferred Bonds ihre Kapitalanforderungen bereits voll und sind somit nicht gezwungen, weitere Non-preferred Anleihen mit vergleichsweise hohen Spreads zu emittieren. Der Ersatz von NPS-Fälligkeiten durch Preferred Emissionen zur Deckung eines Finanzierungsbedarfs scheint uns daher lukrativ. Der NPS-Puffer könnte somit tendenziell kleiner werden.

Für den sich im internationalen Vergleich auf relativ niedrigem Spread-Niveau befindlichen NPS-Bestand ist der Bonitätsausblick aus unserer Sicht daher eher negativ. Wir fühlen uns in dieser Sichtweise durch Moody's bestätigt. Die Agentur hatte bereits im November 2017 klargestellt, dass sich die Emission von Preferred Senior Bonds negativ auf die Bonität der ausstehenden Non-preferred Bonds in Deutschland auswirken würde: Der Ersatz durch Preferred Bonds bei Fälligkeit würde ihre Haftungsmasse reduzieren, so dass die Ausfallquoten bei Verlustbeteiligung stiegen.<sup>7</sup>

Insgesamt gehen wir davon aus, dass Investoren und Emittenten die Ausweitung der Anleihepalette wie in anderen Ländern auch rege nutzen werden. Der Emissionsplan und somit auch der Bonitätsausblick hängen letztlich insbesondere von der Funding-Strategie der einzelnen Banken ab. Wünschenswert ist aus unserer Sicht, dass die Emittenten hierzu hohe Transparenz schaffen.

<sup>6</sup> Denn wie oben beschrieben haben diese ja Bestandsschutz, d.h. sie erhalten bis zur Fälligkeit ihren nachgeordneten Haftungsrang.

<sup>7</sup> Siehe Credit Special: „[Europäische Banken: Bewegung bei Harmonisierung von NPS-Anleihen](#)“ vom 28.11.17

## Rating am Beispiel Commerzbank

Die Agenturen haben bereits Ratings für Preferred-Emissionen vergeben. Diese liegen beispielsweise bei der Commerzbank ein bis zwei Rating-Stufen über der Bonitätsnote für Non-preferred-Anleihen.<sup>8</sup>

### Commerzbank: Preferred Senior bereits mit Rating

Emissions-Ratings

	Moody's	S&P	Fitch
Kontrahentenrisiko	A2 (cr)	A- negativ**	A- (dcr)
Ungedekte Bankeinlagen	A2 positiv	A- negativ**	A-
Preferred Senior Debt (u.a. <b>strukturierte erstrangig unbesicherte Anleihen</b> )	A2 positiv	<b>A- negativ*</b>	A-
Non-preferred Senior Debt ( <b>Nicht strukturierte erstrangig unbesicherte Anleihen</b> )	<b>Baa1/stabil*</b>	BBB	<b>BBB+/stabil*</b>
Stand-alone (Finanzkraft)	baa3	bbb+	bbb+
Nachrangige Verbindlichkeiten (Tier 2)	Ba1	BBB-	BBB
Kurzfristige Verbindlichkeiten	P-1	A-2	F2

\* Entspricht aktuell dem Emittenten-Rating

Quellen: Commerzbank, Helaba Volkswirtschaft/Research

## Vorgeschichte – Nachbesserung bei der EU-Abwicklungsrichtlinie

Die die Mindestanforderungen an das gesamte Haftkapital regelnde europäische Bankenabwicklungs-Richtlinie BRRD von 2014 enthielt in ihrer ursprünglichen Fassung keine klare Haftungsrangfolge für Bankverbindlichkeiten im Krisenfall. Dies führte zu Unklarheiten für Gläubiger über ihre Verlustbeteiligung im Krisenfall und für die emittierenden Banken über die Anrechenbarkeit von Emissionen auf das gesamte Haftkapital. Die nationalen Gesetzgeber in Europa schufen daher in den jeweiligen Ländern teils heterogene Regelungen zur Klarstellung der Haftungskaskaden bei Banken. Investoren, Emittenten und EZB forderten daraufhin europaweit einheitliche Rahmensetzungen. Im Dezember 2017 einigten sich die EU-Institutionen auf die länderübergreifend einheitliche Regelung der Insolvenzrangfolge und besserten bei der BRRD entsprechend nach. Demnach entspricht zukünftig der Preferred Rang dem gesetzlichen Haftungsrang, während ein Non-preferred Rang in den Anleihebedingungen festzulegen ist. Die EU-Länder müssen dies nun bis spätestens 28.12.2018 auf nationaler Ebene umsetzen. Während einige Länder, bspw. Frankreich, Italien und Spanien, bereits 2017 entsprechende Gesetzesänderungen umgesetzt haben, musste Deutschland noch nachziehen.<sup>9</sup>

<sup>8</sup> Zur Einordnung von Preferred und Non-preferred innerhalb der Rating-Methodologien der Agenturen siehe ausführlich Außer der Reihe: [„Deutschlands neue Insolvenzrangfolge bei Banken: Weitere Anpassungen absehbar“](#) vom 3.1.2017

<sup>9</sup> Siehe Credit Special: (1) [„Europäische Banken: Bewegung bei Harmonisierung von NPS-Anleihen“](#) vom 28.11.2017 sowie (2) [„Ungedekte Bankanleihen in Deutschland: BMF-Referentenentwurf zur Insolvenzrangfolge“](#) vom 14.2.2018

## Weitere Credit Specials:

**Notleidende Kredite in Europa: Neue Vorschriften in Europa kein großer Wurf (20.03.2018)**

**Ungedeckte Bankanleihen in Deutschland: BMF-Referentenentwurf zur Insolvenzrangfolge (14.02.2018)**

**Erfolgsstory Corporate Schuldscheindarlehen – Solide Adressen bleiben die Regel (22.01.2018)**

**Europäische Bankanleihen: EZB regelt Notenbankfähigkeit neu (21.12.2017)**

**Europäische Banken: Bewegung bei Harmonisierung von NPS-Anleihen (28.11.2017)**

**Private Banken in Deutschland: Reform der freiwilligen Einlagensicherung (26.09.2017)**

**NSFR: Banken auf Kurs, Malus für Covered Bonds? (02.08.2017)**

**Europäische Banken: IFRS 9 erhöht Gewinnvolatilität (18.07.2017)**

**Italienische Banken: Erneut Staatsgelder für Banken in Europa (27.06.2017)**

**Corporate Schuldscheindarlehen – Wachstumsmarkt mit solider Kreditqualität (22.05.2017)**

**Deutschlands neue Insolvenzrangfolge bei Banken: Weitere Anpassungen absehbar (03.01.2017)**

**Europäische Banken: Negativzinsen – neue Welt für Banken (26.09.2016)**

**Lösung des italienischen Bankenproblems: Die Quadratur des Kreises (13.07.2016)**

**Helaba Credit Research: Banken-Stresstest bestätigt Bonitätseinstufungen (02.08.2016)**

**EZB schafft unnötige Verzerrung bei Corporate Bonds (03.06.2016)**

**Europäische Banken: Beherrschbare Risiken in Öl- und Gasindustrie (13.04.2016)**

**TLAC für global systemrelevante Banken: Kapitallücken bei europäischen Banken begrenzt (25.11.2015)**

**Bankanleihen und Bail-in-Regeln: Deutschland schafft Klarheit bei Haftungskaskade (01.10.2015)**

Alle Publikationen sind auf unserer Homepage [hier](#) verfügbar. Informationen zum gesamten frei verfügbaren Research der Helaba finden Sie auf <http://volkswirtschaft.helaba.de>. Newsletter können Sie unter <https://news.helaba.de/research> abonnieren. ■