



## Neuere Rückzahlungsstrukturen: Warten auf Pfandbrief & Co.

**AUTOR**

Sabrina Miehs  
Senior Analyst  
Telefon: 0 69/91 32-48 90  
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

- Soft Bullets-Klauseln sind am Covered Bond-Markt mittlerweile immer häufiger anzutreffen. Eine vollständige Verdrängung der Papiere mit nicht verschiebbarem Fälligkeitstermin (Hard Bullet) hat jedoch bis dato noch nicht stattgefunden.
- Die schiere Größe des Marktes für klassische Papiere aus Deutschland, Spanien und Frankreich verhinderte bislang eine stärkere Ausweitung des Marktanteils der Covered Bonds dieses neueren Typs.
- Mit der Erste Group Bank schloss sich jedoch im ersten Halbjahr 2018 der zweite österreichische Emittent aus einem traditionellen Hard Bullet-Markt dem Lager der Soft Bullet-Emittenten an.
- Einen weiteren Aufschwung für Soft Bullet-Covered Bonds erwarten wir nach Umsetzung der geplanten EU-Covered Bond-Richtlinie. Einheitliche Mindeststandards und das Wissen um die Rolle von Aufsicht und Verwalter bei Fälligkeitsverschiebungen dürften die Akzeptanz von Soft Bullets bei den Anlegern weiter steigen lassen.
- Covered Bonds mit Conditional Pass-Through (CPT)-Strukturen stellen mit knapp 2 % dagegen weiterhin nur ein kleines Marktsegment dar.

### EUR-Covered Bond-Märkte: Fälligkeitsformen im Überblick

Darstellung der Fälligkeitsformen auf Basis ausstehender EUR-Benchmark Covered Bonds; Stand: 30.07.2018



\*Wenige ausstehende Hard Bullet Papiere (s. Tabelle S. 6) Schweiz: Berücksichtigung nur von UBS und Credit Suisse Covered Bonds); \*\*ohne Multi-Cédulas

Quellen: ECBC, Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

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.

## Soft Bullets – Gewohntes Bild am Covered Bond-Markt

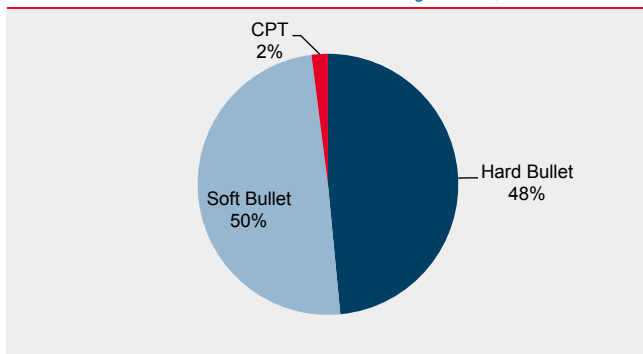
Obwohl sie erst vor wenigen Jahren eingeführt wurden<sup>1</sup>, gehören Covered Bonds mit der Möglichkeit zur Fälligkeitsverschiebung (Soft Bullets) mittlerweile zum gewohnten Bild am Covered Bond-Primärmarkt. Immerhin stellen sie zuletzt etwa 50 % der EUR-Benchmark Covered Bonds dar. Das Anleihermerkmal erlaubt die Verschiebung des Rückzahlungstermins i.d.R. um 12 Monate, um bei Zahlungsunfähigkeit der Bank den Verzugsfall und damit einhergehend die Fälligkeitstellung der Papiere zu vermeiden. Ursprünglich im angel-sächsischen Raum entwickelt, holten sich viele europäische Emittenten in den Jahren 2015 und 2016 die Einwilligung der Anleger und stellten ihre Covered Bond-Serien von der traditionellen Fälligkeitsform Hard Bullet (feste endfällige Rückzahlung) auf Soft Bullet-Strukturen um. In einigen Ländern dagegen bieten die nationalen Rechtsrahmen bereits von je her den Freiraum, Soft Bullet-Covered Bonds zu begeben.

## Traditioneller Hard Bullet-Markt Österreich mit ersten Soft Bullets

Auch die Erste Group Bank machte im ersten Halbjahr 2018 von liberalen Liquiditätsmanagement-Vorschriften des Landes Gebrauch und emittierte als zweite österreichische Bank gleich zwei Soft Bullet-Papiere. Bereits 2017 hatte die Hypo Noe ein erstes Papier mit Soft Bullet-Struktur im Rahmen des österreichischen Pfandbriefgesetzes emittiert. Damals hatten laut Unternehmensangaben die steigende Investorenakzeptanz, die konstruktive Diskussion in Deutschland über Einführung einer Fälligkeitsverschiebung und die Aussicht auf eine niedrigere Überdeckungsanforderung der Ratingagentur Moody's zu der Entscheidung geführt.

### Soft Bullet-Bestand bereits mit 50 % Marktanteil

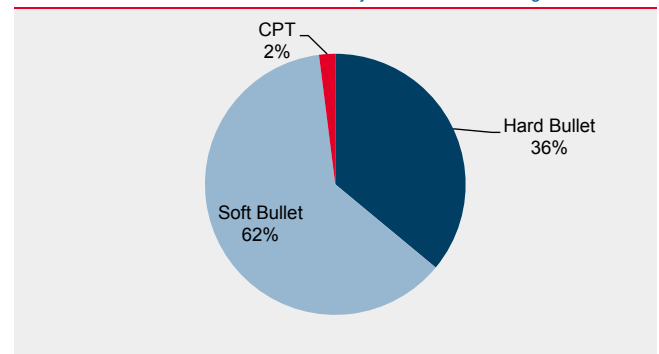
EUR-Benchmark Covered Bonds-Volumen nach Fälligkeitsform; Stand: 30.07.2018



Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

### Soft Bullets dominieren Primärmarkt

EUR-Benchmark Neuemissionen des 1. Halbjahres 2018 nach Fälligkeitsform



Quellen: Bloomberg, ECBC, Helaba Volkswirtschaft/Research

## CPT-Covered Bonds mit geringem Wachstum

Einen noch größeren Effekt auf die von den Ratingagenturen geforderten Überdeckungsquoten haben Covered Bonds mit Conditional Pass-Through-Strukturen (bedingte Durchleitung von Zahlungsströmen, kurz „CPT“). Diese eliminieren das Refinanzierungsrisiko bei Ausfall des Emittenten und ermöglichen aufgrund der erhöhten Rückzahlungswahrscheinlichkeit bei vergleichsweise niedriger Überdeckungsanforderung Höchstratings. Mit einem Marktanteil von zuletzt knapp 2 % haben sie seit ihrer Entstehung (Erster Emittent: NIBC Bank, NL) im Jahr 2013 jedoch noch nicht annähernd so viel Fahrt aufgenommen wie Soft Bullet-Covered Bonds. Viele Investoren dürfte die theoretisch recht lange Laufzeit der Fälligkeitsverschiebung abschrecken. Die seit April gültigen erhöhten Abschläge der EZB für notenbankfähige CPT-Covered Bonds verschlechtern die Attraktivität dieser Papiere zusätzlich und dürften maßgeblich dafür verantwortlich sein, dass seit Ende letzten Jahres kein entsprechend ausgestaltetes Programm mehr auf den Markt kam.

<sup>1</sup> Siehe Covered Bonds Special: „[Keine Angst vor Soft Bullets](#)“ vom 2. März 2015 und Covered Bonds Special: „[Die neue Norm](#)“ vom 6. Oktober 2015

## Warten auf die „Großen“

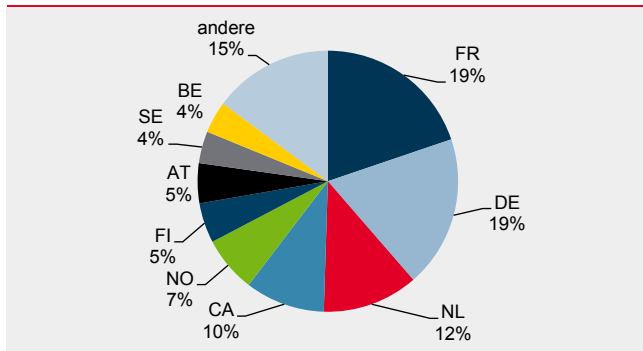
Zwar waren 62 % der EUR-Benchmark-Emissionen des ersten Halbjahrs 2018 Soft Bullets. Gleichwohl hat eine völlige Verdrängung der Hard Bullet-Struktur bis dato noch nicht stattgefunden<sup>2</sup>. Grund dafür ist vor allem das starke Gewicht der Länder, in denen noch ausschließlich oder zu einem sehr großen Anteil Hard Bullet-Covered Bonds verwendet werden. Dazu gehören Spanien<sup>3</sup>, Deutschland und die Französischen Obligations Foncières. Während Banken aus den Niederlanden, Schweden oder der Schweiz in den letzten Jahren erst dazu übergegangen sind, Soft Bullet-Covered Bonds zu emittieren, begeben Kreditinstitute aus Kanada und Portugal bereits seit Jahren nur Covered Bonds des neueren Typs.

## Transparenz noch verbesserungsfähig

Während CPT-Covered Bonds bei etablierten Finanzdatenanbietern, wie etwa Bloomberg, durch eine eigene Kennzeichnung erkennbar sind, haben Soft Bullets trotz der anhaltenden Ausbreitung noch immer kein eigenes Stammdatenmerkmal.

### Hard Bullet-Lieferant Spanien wenig aktiv

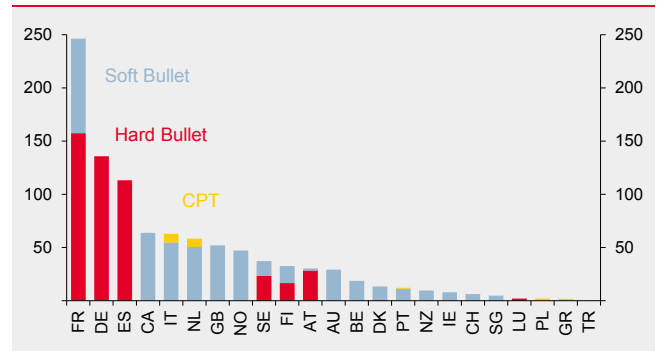
EUR-Benchmark Emissionsvolumen 1. Halbjahr 2018 nach Ländern



Quellen: ECBC, Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

### Kernländer mit hohem Hard Bullet-Bestand

Geografische Verteilung nach EUR-Benchmark Volumen, Stand 30.07.2018



Quellen: ECBC, Helaba Volkswirtschaft/Research

## Weitere Marktausbreitung durch EU Richtlinie erwartet

Einen weiteren Aufschwung für den Marktanteil von Soft Bullet Covered Bonds erwarten wir durch die geplante EU-Covered Bond-Richtlinie. Sie verfolgt auch im Hinblick auf die Fälligkeitsverschiebung die Absicht, einen auf (Prinzipien basierten) einheitlichen Marktstandard zu schaffen, um den Anlegerschutz zu gewährleisten, ohne die Flexibilität der Märkte zu sehr einzuschränken.

So haben sich in den letzten Jahren verschiedene vertragliche Ausgestaltungen rund um die Fälligkeitsverschiebung etabliert. Gesetzliche Regelungen auf nationaler Ebene sind dagegen rar. Die Anleihebedingungen regeln Eigenschaften, wie die Voraussetzungen für eine Fälligkeitsverschiebung, die maximale Länge der Fälligkeitsverschiebung, Verpflichtungen zur Benachrichtigung über die Verschiebung oder die Rückzahlung und die Zahlungstermine während der Verschiebungsperiode.<sup>4</sup>

Aus Investorensicht ist es u. E. zu begrüßen, dass die im Entwurf **vorgesehenen Mindeststandards vor allem darauf abzielen**, die Auslösung der Fälligkeitsverschiebung nicht in das Ermessen des Emittenten (vor Insolvenz) zu legen und die Anleger mit ausreichend Informationen über den Fälligkeitstermin und die Folgen der Laufzeitverlängerung zu versorgen. Einheitliche Mindest-

<sup>2</sup> Berücksichtigt man noch dazu das Sub-Benchmark-Segment, fällt der Anteil der Hard Bullet-Papiere größer aus.

<sup>3</sup> Ausgenommen: Multi-Cédulas

<sup>4</sup> Siehe Covered Bond Special: „Die neue Norm“ vom 6. Oktober 2015

standards und das Wissen um die Rolle von Aufsicht und Verwalter bei Fälligkeitsverschiebung dürften die Akzeptanz von Soft Bullets bei den Anlegern weiter steigen lassen.

Nach unserem Verständnis ist mit der Verabschiedung der EU-Covered Bond-Richtlinie (zusammen mit der Eigenkapitalverordnung, CRR) zur Harmonisierung von Covered Bonds im ersten Quartal 2019 zu rechnen. Die Umsetzung in nationale Gesetze ist bis spätestens Anfang 2020 zu erwarten.

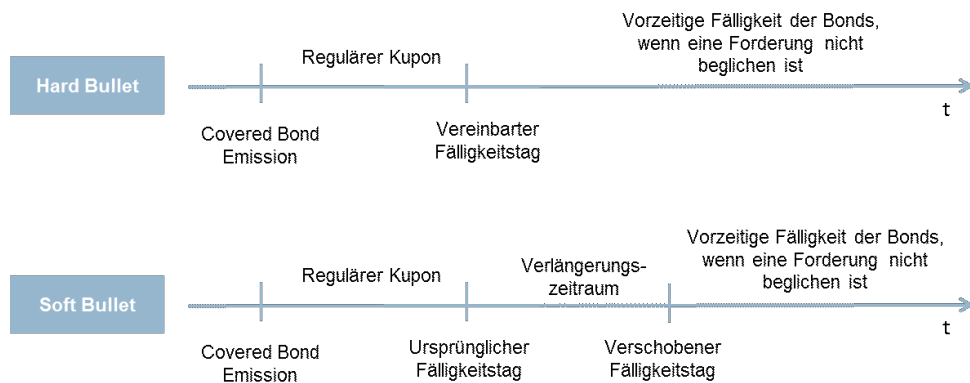
Sollte das neue Qualitätsmerkmal „Fälligkeitsverschiebung im Extremszenario“ 2019 Eingang in bedeutende Regelwerke, wie etwa das Pfandbriefgesetz, finden, wäre das wohl der Ritterschlag der neuen Fälligkeitsform, die das Ende der Hard Bullet-Ära einläuten könnte. Wäre dies nicht ein schönes Geschenk zum 250. Geburtstag des Pfandbriefs?

## Die Fälligkeitsformen: Unterschiede im Überblick

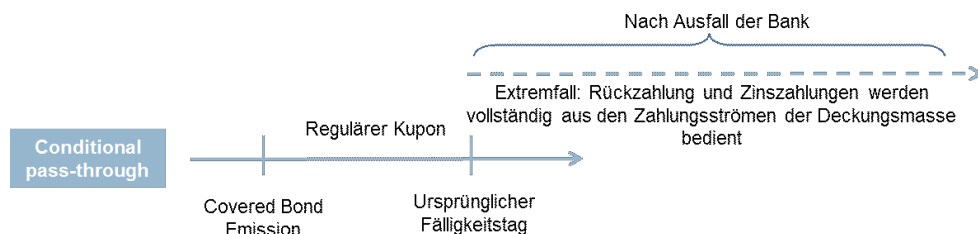
**Hard Bullet- und Soft Bullet-Covered Bonds** sind ohne jeden Unterschied, solange die emittierende Bank zahlungsfähig ist. So ist die Bank zum vereinbarten Fälligkeitstermin grundsätzlich verpflichtet, den Covered Bond zurückzuzahlen. Bei Hard Bullets gilt dies auch für den Insolvenzfall.

Dennoch könnte es im Extremszenario, d.h. bei Zahlungsunfähigkeit der Bank, gerade bei anstehenden großvolumigen Fälligkeiten zu Liquiditätsengpässen kommen<sup>5</sup>. Um in diesem Fall einen Zeitgewinn zur Liquiditätsbeschaffung zu erreichen und einen Ausfall der Covered Bonds zu vermeiden, verschiebt sich bei Soft Bullets die Rückzahlung i.d.R. um 12 Monate.

Covered Bonds mit Fälligkeitsverschiebung verschaffen dem Verwalter Zeit, weitere Zahlungseingänge aus den Deckungswerten zur Bedienung anstehender Fälligkeiten zu erhalten und für eine zusätzliche geordnete, wertschonende Liquiditätsbeschaffung zu sorgen. Dabei sinkt das Risiko wegen Liquidierung der Deckungswerte unter Zeitdruck, Ausverkaufspreisen ausgeliefert zu sein. Die festverzinsliche Verzinsung ändert sich i.d.R. ab Verlängerung der Laufzeit in eine variable Verzinsung. Mehrheitlich wird diese auf Basis des 1-Monats-Euribors plus Aufschlag vereinbart.



Zwar profitieren sowohl Soft Bullet-Covered Bonds als auch Conditional Pass-Through-Covered Bonds von diesem zeitlichen Puffer. Der bedeutendste Unterschied liegt im Ausmaß dieses Zeitgewinns. Soft Bullet-Covered Bonds erlauben i.d.R. eine Verschiebung um bis zu zwölf Monate, die in den meisten Fällen zur Liquiditätsbeschaffung ausreichen dürfte. **Bei CPT-Covered Bonds** verschieben sich die Rückzahlungen unter bestimmten Bedingungen, i.d.R. bei Ausfall des Emittenten und bei nicht ausreichender Liquidität, entsprechend des Zahlungsprofils der Deckungswerte. Die Zahlungen werden sozusagen durchgeleitet, das Refinanzierungsrisiko eliminiert. Im Extremfall (keine frühere vollständige Rückzahlung möglich) kann sich die letzte Kapitalrückzahlung damit bis nach der letzten Darlehenstilgung aus der Deckungsmasse hinziehen.



<sup>5</sup> Zur Vorsorge führten in den letzten Jahren viele Covered Bond-Programme in ihren Vertragsdokumentationen, aber auch viele Covered Bond-Gesetze Liquiditätsreserven oder -tests (z.B. Pre-Maturity Test) ein, die Liquidität für anstehende Zinszahlungen und fällige Covered Bonds der nächsten sechs bzw. je nach Programm zwölf oder gar 18 Monate absichern sollten. In Deutschland sorgt seit 2009 der sogenannte 180-Tage-Liquiditätspuffer (§4 (1a) Pfandbriefgesetz) für eine Abdeckung der Liquiditätslücken der nächsten 180 Tage durch liquide Mittel.

## Übersicht über Fälligkeitsformen nach Ländern/EUR-Benchmark-Emittenten

Land	Übliche Fälligkeitsform	Ausnahmen/Spezifizierung
Australien	Soft Bullet/CPT	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Hard Bullets: ANZ 07/22 3,625%; NAB 01/23 1,875%</li> <li>• CPT: Bank of Queensland</li> </ul>
Belgien	Soft Bullet	
Dänemark	Soft Bullet	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Hard Bullet: NYKRE 01/19 1,75%</li> <li>• Nicht Benchmark-Segment: Beides</li> </ul>
Deutschland	<b>Hard Bullet</b>	
Finnland	Soft Bullet/ <b>Hard Bullet</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Hard Bullets: Nordea Bank Finland</li> </ul>
Frankreich	Soft Bullet/ <b>Hard Bullet</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Hard Bullets: Alle SCFs (CAFFIL; CFF; BNPSCF; SOCSCF) bis auf Axa Bank Europe SCF (Soft Bullets) und bis auf Credit Agricole PS SCF (beides); CRH; CIFEUR</li> <li>• Soft Bullets: Credit Agricole HL SFH</li> <li>• Beides: Alle SFHs (BNP Paribas HL SFH, BPCE SFH, CM Arkea HL SFH, CMCIC HL SFH, HSBC France SFH, La Banque Postale HL SFH, SocGen SFH)</li> </ul>
Griechenland	Soft Bullet/CPT	<ul style="list-style-type: none"> <li>• CPT: National Bank of Greece, Eurobank Ergasias</li> </ul>
Großbritannien	Soft Bullet	
Irland	Soft Bullet	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Hard Bullet: DEPFA 05/19 4,875%</li> </ul>
Italien	Soft Bullet/Conditional Pass-Through	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Conditional Pass-Through: Banca Monte die Paschi, Banca Carige (OBG2), UGIM (OBG 2)</li> </ul>
Kanada	Soft Bullet	
Luxemburg	<b>Hard Bullet</b>	
Neuseeland	Soft Bullet	
Niederlande	Soft Bullet/Conditional Pass-Through	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Conditional Pass-Through: Achmea, Aegon Bank, F.van Lanschot Bankiers, NIBC Bank, NN Bank</li> </ul>
Norwegen	Soft Bullet	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Nicht Benchmark-Segment: Hard-Bullet (DNB Boligkreditt)</li> </ul>
Österreich	<b>Hard Bullet</b> /Soft Bullet	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Soft Bullets: HYNÖE 04/23 0,375%; ERSTBK 04/26 0,625%; ERSTBK 06/24 0,25%</li> </ul>
Portugal	Soft Bullet	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Conditional Pass-Through: Caixa Economica Montepio Geral</li> </ul>
Schweden	<b>Hard Bullet</b> /Soft Bullet	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Soft Bullets: SCBC</li> <li>• Beides: Stadshyptek</li> </ul>
Schweiz	Soft Bullet	
Singapur	Soft Bullet	
Spanien	<b>Hard Bullet</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• nicht eingeschlossen: Multi-Cedulas (Soft Bullets)</li> </ul>

## Weitere Helaba-Publikationen:

**Credit Special: Helaba-Rechtsrahmen-Monitor: Modell auf Singapur ausgeweitet**

Juli 2018

**Credit Special: Bankanleihen in Deutschland: Neue Preferred Senior Anleihen vor dem Start**

Juni 2018

**Credit Special: Notleidende Kredite in Europa: Neue Vorschriften kein großer Wurf**

März 2018

**Covered Bonds Special: Harmonisierung der Covered Bond-Märkte: Qualitätssicherung und neue Märkte im Fokus**

September 2017

**Credit Special: NSFR: Banken auf Kurs, Malus für Covered Bonds**

August 2017

**Credit Special: Europäische Banken: IFRS 9 erhöht Gewinnvolatilität**

Juli 2017

**Credit Special: Italienische Banken: Erneut Staatsgelder für Banken in Europa**

Juni 2017

**Covered Bonds Special: Skandinavische Covered Bonds: Beliebte Papiere, begrenztes Angebot**

Februar 2017

**Außer der Reihe: Deutschlands neue Insolvenzrangfolge bei Banken**

Januar 2017

**Covered Bond Special: Schwedische Covered Bonds: Eich-Test bestanden**

März 2016

**Covered Bond Special: Soft Bullets: Die neue Norm**

Oktober 2015

**Covered Bond Special: Keine Angst vor Soft Bullets**

März 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.

Wenn Sie Publikationen zum Thema Covered Bond Focus per E-Mail zugesendet haben möchten, schreiben Sie uns eine kurze Mail an [research@helaba.de](mailto:research@helaba.de). ■