



## Neue BaFin-Sicht zur Covered Bond-Anlage für Bausparkassen: Jubel mit Einschränkung

### AUTOR

Sabrina Miehs  
Senior Analyst  
Telefon: 0 69/91 32-48 90  
research@helaba.de

### REDAKTION

Thomas Hövelmann  
Senior Credit Analyst

### 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

- **Anlage in Soft Bullet-Covered Bonds für Bausparkassen nun erlaubt:** Der Jubel dürfte auf den ersten Blick groß gewesen sein: Mit der jüngsten Erweiterung des Anlagespektrums für Bausparkassen um Soft Bullet-Covered Bonds trägt die BaFin nun der zunehmenden Verbreitung dieser Anlageform Rechnung. Soft Bullet-Covered Bonds dürften mittlerweile mehr als 50 % des ausstehenden EUR-Benchmark Covered Bonds-Volumens ausmachen<sup>1</sup> und in den nächsten Jahren weiter an Marktanteil zulegen.
- **Starke Einschränkungen:** Allerdings schränkt der Bausparkassenhüter zwecks besserer Kalkulierbarkeit und Planbarkeit der Liquiditätssituation der Bausparkassen die Zulässigkeitskriterien für diese Anlageform stark ein. So erlauben die Kriterien **nur solche Soft Bullet-Covered Bonds**, bei denen eine Fälligkeitsverschiebung durch Insolvenzeröffnungsgründe im Sinne der Insolvenzordnung (InsO)<sup>2</sup> ausgelöst werden. Gleichzeitig darf die Laufzeitverlängerung maximal 12 Monate betragen und nur einmal erfolgen.
- **Positivliste schwer identifizierbar und vermutlich klein:** Den Bausparkassen dürfte die Umsetzung dieser neue Anlagemöglichkeit jedoch schwer fallen. Unseres Wissens nach ist in den geläufigen Finanzdatenanbietersystemen, wie etwa Bloomberg, bislang weder eine elektronische Abfrage des Merkmals Soft Bullet, geschweige denn eine Abfrage nach Auslöser oder Länge der Laufzeitenverlängerung möglich. Grund dafür dürfte auch die bislang vorherrschende Vielfältigkeit der verschiedenen Auslöser sowie die mangelnde rechtliche Klarheit um deren Einordnung oder Ausschluss als Insolvenzgrund gemäß InsO sein.
- **Verbesserungspotenzial durch EU-Gesetzgebung:** Wir gehen davon aus, dass die in den nächsten Wochen erwartete EU-Gesetzgebung mit ihren Vorgaben für Soft Bullet-Covered Bonds einen Prozess der Vereinheitlichung und Transparenz von Soft Bullet-Klauseln im Sinne der BaFin-Kriterien anstoßen wird. Auch wenn die BaFin die Zulässigkeitskriterien für die Bausparkassen-Anlage nicht vollständig an die vermutlich weniger strikten EU-Standards anpassen wird, dürfte die Positivliste der zulässigen Covered Bonds für die Bausparkassen mit Umsetzung der EU-Gesetzgebung deutlich wachsen.

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.

<sup>1</sup> Siehe Covered Bond Special: [„Neuere Rückzahlungsstrukturen: Warten auf Pfandbrief & Co.“](#) vom 03.08.2018

<sup>2</sup> Zahlungsunfähigkeit, Drohende Zahlungsunfähigkeit oder Überschuldung

## BaFin erlaubt Bausparkassen Anlage in Soft Bullet-Covered Bonds

Nach dem 2017 ausgesprochenen Soft Bullet-Anlageverbot für Bausparkassen änderte die BaFin vor vier Wochen ihre Sichtweise und zählt nun – unter bestimmten Bedingungen – gedeckte Schuldverschreibungen mit der Möglichkeit der Fälligkeitsverschiebung zum erlaubten Anlagespektrum von Bausparkassen. Mit diesem Schritt trägt die Aufsichtsbehörde der zunehmenden Verbreitung dieser Anlageform Rechnung: Soft Bullet-Covered Bonds dürften mittlerweile mehr als 50 % des ausstehenden EUR-Benchmark Covered Bonds-Volumens ausmachen und in den nächsten Jahren weiter an Marktanteil zulegen.

### Starke Einschränkungen

Zwar sind Soft Bullet-Covered Bonds aufgrund ihrer bonitätsverbessernden Eigenschaften bei vielen Marktteilnehmern durchweg anerkannt. Gleichwohl stehen für die Bausparkassenhüter vielmehr die Kalkulierbarkeit und Planbarkeit der Fälligkeitsverschiebung der Papiere im Vordergrund. Die Festsetzung von stark einschränkenden Zulässigkeitskriterien für diese Anlageform überrascht uns daher nicht (allerdings ist die Anwendung im derzeitigen Umfeld schwierig – s.unten). Denn für Bausparkassen gilt es aufgrund der spezifischen Eigenschaften von Bausparverträgen und daraus entstehenden Verpflichtungen gegenüber der Bauspargemeinschaft für nachhaltig gesicherte Liquidität zu sorgen und zwar möglichst ohne Zuführung von Eigen- oder Fremdmitteln. So erlauben die Kriterien **nur solche Soft Bullet-Covered Bonds**, bei denen eine Fälligkeitsverschiebung nur dann erlaubt ist, wenn Insolvenzeröffnungsgründe entsprechend der Insolvenzordnung (InsO) vorliegen. Gleichzeitig darf die Laufzeitverlängerung maximal 12 Monate betragen und nur einmal erfolgen.

### Positivliste schwer identifizierbar und vermutlich klein

Den Bausparkassen dürfte die Umsetzung dieser neue Anlagemöglichkeit jedoch schwer fallen. In der Praxis zeigt sich keine leichte Identifizierung der Papiere auf Basis der genannten Zulässigkeitskriterien. Unseres Wissens nach ist in den geläufigen Finanzdatenanbietersystemen, wie etwa Bloomberg, bislang weder eine elektronische Abfrage des Merkmals Soft Bullet, geschweige denn eine Abfrage nach Auslöser oder Länge der Laufzeitenverlängerung möglich. Grund dafür dürfte auch die bislang vorherrschende Vielfältigkeit der verschiedenen Auslöser sowie die mangelnde rechtliche Klarheit um deren Einordnung oder Ausschluss als Insolvenzgrund gemäß InsO sein. Nach Durchsicht einiger Emissionsprospekte dominieren "Nicht-Zahlung" des Emittenten (wird häufig als diskretionärer Auslöser interpretiert) und bei SPV-Modellen die Zahlungsbenachrichtigung (Notice to pay) durch den Treuhänder an das SPV als Auslöser für eine Fälligkeitsverschiebung. Inwiefern diese Fälle einem Insolvenzeröffnungsgrund entsprechen, ist wahrscheinlich nur juristische zu beantworten. In wenigen Fällen, wie bei den niederländischen Covered Bonds, ist der Auslöser klar an Zahlungsausfall oder Konkurs des Emittenten geknüpft und dürfte daher den Kriterien der BaFin entsprechen.

### Verbesserungspotenzial durch EU-Gesetzgebung

Wir gehen davon aus, dass die in den nächsten Wochen erwartete EU-Gesetzgebung mit ihren Vorgaben für Soft Bullet Covered Bonds einen Prozess der Vereinheitlichung und Transparenz von Soft Bullet-Klauseln im Sinne der Bausparkassen anstoßen wird. Immerhin zielt das Ansinnen der EU-Gesetzgeber auf das Vermeiden von Fälligkeitsverschiebungen im Ermessen der Emittenten ab und dürfte damit dem Bestreben nach Kalkulierbarkeit der BaFin entgegen kommen. Gleichwohl lassen die Regeln im Gesetzesentwurf auch objektive finanzielle Auslöser zu, die in den nationalen Rechtsvorschriften festgelegt sind. Auch wenn die BaFin die Zulässigkeitskriterien für die Bausparkassen-Anlage nicht vollständig an die vermutlich weniger strikten EU-Standards anpassen wird, dürfte die Positivliste der zulässigen Covered Bonds für die Bausparkassen mit Umsetzung der EU-Gesetzgebung deutlich wachsen.

## Weitere relevante Publikationen:

### **Covered Bond Special: 3(+1) Gründe für ein gutes Covered Bond Jahr**

Januar 2019

### **Credit Special: Europäische Bankanleihen 2019: Banken vor schwierigem Balance-Akt**

Januar 2019

### **Covered Bond Special: NPLs in Deckungsmassen**

November 2018

### **Märkte und Trends 2019**

November 2018

### **Covered Bond Special: Neuere Rückzahlungsstrukturen: Warten auf Pfandbrief & Co.**

August 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

### **Credit Special: Ungedeckte Bankanleihen in Deutschland: BMF-Referentenentwurf zur Insolvenzzrangfolge**

Februar 2018

### **Credit Special: Erfolgsstory Corporate Schuldscheindarlehen – Solide Adressen bleiben die Regel**

Januar 2018

### **Credit Special: Europäische Bankanleihen: EZB regelt Notenbankfähigkeit neu**

Dezember 2017

### **Credit Special: Europäische Banken: Bewegung bei Harmonisierung von NPS-Anleihen**

November 2017

### **Credit Special: Private Banken in Deutschland – Reform der freiwilligen Einlagensicherung**

September 2017

### **Covered Bond Special: Harmonisierung der Covered Bond-Märkte: Qualitätssicherung und Neue Märkte im Fokus**

September 2017

Alle Publikationen sind auf unserer Homepage [hier](#) verfügbar. Informationen zum gesamten frei verfügbaren Research der Helaba finden Sie auf [www.helaba.com/de/research](http://www.helaba.com/de/research)

Newsletter können Sie unter <https://news.helaba.de/research> abonnieren. ■