



## Retained Covered Bonds – Schweizer Taschenmesser oder Boomerang?



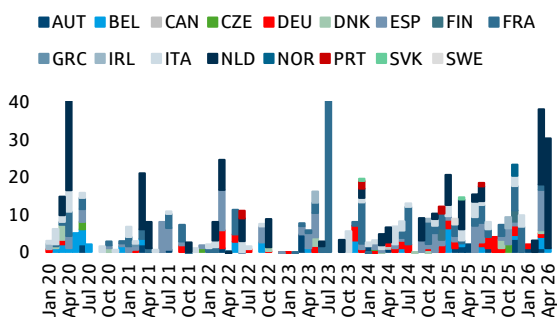
Florian Hillenbrand, CFA  
Senior Covered Bond  
Analyst  
T 069/91 32-40 79

Bereits im vergangenen Jahr entwickelten sich Retained Covered Bonds zu einem bedeutenden Segment des Covered-Bond-Marktes und etablierten sich zugleich als zentrales Instrument im Liquiditätsmanagement von Banken. Dabei handelt es sich um gedeckte Schuldverschreibungen, die von Banken strukturiert und emittiert, jedoch vollständig im Eigenbestand gehalten werden. Sie erfüllen bilanziell keine unmittelbare Refinanzierungsfunktion, zeichnen sich jedoch durch eine hohe Vielseitigkeit aus, die sich aus der Kombination bilanzieller Neutralität, regulatorischer Anerkennung und operativer Flexibilität ergibt.

In den folgenden Abschnitten analysieren wir die ökonomischen und regulatorischen Grundlagen von Retained Covered Bonds. Wir zeigen auf, dass dieses Instrument Emittenten ein breites Spektrum an Möglichkeiten im Liquiditätsmanagement eröffnet. Gleichzeitig identifizieren wir Risiken einer übermäßigen Nutzung und kommen zu dem Ergebnis, dass ein ausgewogenes Verhältnis zwischen retained und platzierten Emissionen die sinnvollste Strategie darstellt.

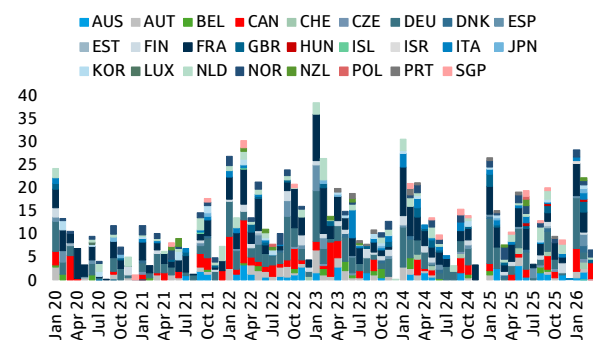
Vorab sei angemerkt, dass im Folgenden aus Gründen der Lesbarkeit von „emittierten“ Retained Covered Bonds gesprochen wird, auch wenn diese technisch nicht ausgegeben werden.

**Retained Covered Bonds: Monatliche Emissionsdaten**



Quellen: Bloomberg, Helaba Research

**Platzierte Covered Bonds: Monatliche Emissionsdaten**



Quellen: Bloomberg, Helaba Research

Wie aus der linken Grafik ersichtlich ist, ist die Marktbreite bei Retained Covered Bonds weiterhin deutlich geringer als bei klassisch platzierten Emissionen, wenngleich ein zunehmender Trend erkennbar ist. Demgegenüber zeigt sich bei regulär platzierten Covered Bonds eine eher stabile Emissionsentwicklung. Auffällig ist, dass im Zeitraum vom Jahresanfang bis zum Ausbruch des Irakkrieges (ca. acht Wochen) rund 14 Mrd. EUR an Retained Covered Bonds emittiert wurden, während das Volumen in den darauffolgenden Wochen auf etwa 71 Mrd. EUR anstieg.

## Inhalt

|          |                                                                         |          |
|----------|-------------------------------------------------------------------------|----------|
| <b>1</b> | <b>Bilanzielle, ökonomische und regulatorische Einordnung .....</b>     | <b>2</b> |
| <b>2</b> | <b>Strukturelle Mechanik und Rechenbeispiel.....</b>                    | <b>3</b> |
| <b>3</b> | <b>Nutzung als Liquiditätsinstrument .....</b>                          | <b>3</b> |
| 3.1      | Ungenutzte Liquiditätsoption im Eigenbestand .....                      | 3        |
| 3.2      | Idealtypische Nutzung: Zentralbankrefinanzierung .....                  | 3        |
| 3.3      | Privatwirtschaftliche Nutzung: Interbanken-Repo .....                   | 4        |
| 3.4      | Kooperative Nutzung: Collateral-Transformation-Trade durch Tausch ..... | 4        |
| 3.5      | Profane Nutzung: Verkauf .....                                          | 5        |
| 3.6      | Rollierende Refinanzierung über Main Refinancing Operation .....        | 5        |
| <b>4</b> | <b>Essenz: Retained Covered Bonds als Schweizer Taschenmesser .....</b> | <b>5</b> |
| <b>5</b> | <b>Risiken einer intensiven Nutzung .....</b>                           | <b>5</b> |
| 5.1      | Asset Encumbrance.....                                                  | 5        |
| 5.2      | Hohe Abhängigkeit von der Zentralbank.....                              | 6        |
| 5.3      | Zinsänderungsrisiko .....                                               | 6        |
| 5.4      | Steigende Konnektivität.....                                            | 6        |
| <b>6</b> | <b>Fazit: Ausgewogene Nutzung entscheidend .....</b>                    | <b>7</b> |
| <b>7</b> | <b>Anhang .....</b>                                                     | <b>7</b> |

## 1 Bilanzielle, ökonomische und regulatorische Einordnung

Aus bilanzieller Sicht ist der Ausgangspunkt eindeutig: Da Retained Covered Bonds vollständig im Eigenbestand verbleiben, entstehen weder aktivierbare Forderungen noch passivierbare Verbindlichkeiten gegenüber Dritten. Forderungen gegen sich selbst sind nicht bilanzierungsfähig, ebenso wenig wie Verbindlichkeiten gegenüber sich selbst. Entsprechend kommt es unter IFRS 9 zu keiner Bilanzverlängerung.

Regulatorisch ergibt sich jedoch ein anderes Bild. Durch die Indekungnahme von qualifizierten Aktiva bei gleichzeitiger technischer Emission von Retained Covered Bonds kommt es in einem ersten Schritt zu einer Erhöhung der Asset Encumbrance: Die Deckungswerte sind nicht mehr Teil einer möglichen Insolvenzmasse, sondern sind – wie bei allen anderen Covered Bonds auch – insolvenzfest abgeschottet. In einem zweiten Schritt entsteht ein Covered Bond, der unmittelbar keine Finanzierungsfunktion besitzt, aber dennoch als flexibles Refinanzierungsmittel eingesetzt werden kann. Es entsteht eine jederzeit aktivierbare Liquiditätsoption. Die Bank transformiert durch dieses Verfahren illiquide Aktiva (z.B. Hypothekenkredite) in ein standardisiertes, hochqualitatives Wertpapier, ohne die Bilanzsumme zu verändern.

Retained Covered Bonds sind in mehrere regulatorische Rahmenwerke eingebettet. Von besonderer Relevanz sind Liquiditätsregulierung (LCR, NSFR), Kapitalanforderungen (RWA), Asset Encumbrance<sup>1</sup> sowie Offenlegungs- und Reportingpflichten. Entscheidend ist dabei die Unterscheidung zwischen der bloßen Existenz eines Retained Covered Bonds im Eigenbestand und seiner tatsächlichen Nutzung. Erst durch die Verwendung – insbesondere im Repo Geschäft mit der Europäische Zentralbank oder im Interbankenmarkt – entfaltet sich die volle regulatorische Wirkung.

In der Hauptsache lassen sich vier Zustandsformen identifizieren: (i) Retained Covered Bond im Eigenbestand ohne Nutzung, (ii) Einsatz bei der EZB, (iii) Interbanken-Repo gegen Cash und (iv) Interbanken-Tausch ohne unmittelbaren Liquiditätszufluss. Die Möglichkeit des (Teil-)Verkaufs eines Retained Covered Bonds sei der Vollständigkeit halber als weitere Möglichkeit erwähnt. Die Differenzierung nach Nutzungsform ist zentral, da dabei völlig unterschiedliche regulatorische Effekte erzeugt werden. Die jeweiligen Wirkweisen legen wir in den nachfolgenden Kapiteln genauer dar.

<sup>1</sup> „Asset Encumbrance“ bezeichnet im weitesten Sinne die Erfassung aller belasteten Vermögenswerte, die dem Institut etwa im Insolvenzfall nicht mehr uneingeschränkt zur Verfügung stehen, weil sie z. B. verpfändet sind oder andere Transaktionen besichern.

## 2 Strukturelle Mechanik und Rechenbeispiel

Die strukturelle Logik eines Retained Covered Bonds ist eng mit regulatorischen Anforderungen verknüpft. Zur praktischen Verdeutlichung der ökonomischen Wirkweise von Retained Covered Bonds starten wir in diesem Absatz eine Berechnungskaskade, die wir in den einzelnen Absätzen weiterführen. Wir betrachten dabei den modellhaften Fall einer fixen Deckungsmasse und eines dazugehörigen Retained Covered Bonds:

Ausgehend von einer Deckungsmasse von 1 Mrd. EUR und einer Übersicherung von 10% ergibt sich ein maximal emittierbares Bond-Nominalvolumen von rund 909 Mio. EUR.

In unserem Beispiel besteht die Übersicherungsannahme aus einer Kombination aus gesetzlicher, vertraglicher und „zufälliger“ Übersicherung.

## 3 Nutzung als Liquiditätsinstrument

### 3.1 Ungenutzte Liquiditätsoption im Eigenbestand

Ein Retained Covered Bond liegt üblicherweise als rechtlich bestehendes Wertpapier im Anlagebestand des Emittenten. Wie eingangs erwähnt, hat diese Tatsache an sich weder einen bilanziellen noch einen regulatorischen Effekt: Eigene Emissionen sind grundsätzlich nicht HQLA-fähig und werden daher nicht im Liquiditätspuffer berücksichtigt. Weder steigt also der HQLA-Bestand, noch werden kurzfristige Abflüsse reduziert. Die zugrunde liegenden Aktiva (Hypothekenkredite, Kommunaldarlehen) sind häufig ohnehin nicht HQLA-fähig, sodass auch indirekt keine Verschlechterung oder Verbesserung eintritt.

Aus Net Stable Funding Ratio-Betrachtungen ist die bloße Existenz eines Retained Covered Bonds im Anlagebestand neutral. Es entsteht kein „Available Stable Funding (ASF)“, da keine externe Finanzierung vorliegt, sondern lediglich eine interne Strukturierung. Die zugrunde liegenden Aktiva behalten ihre bisherigen Required Stable Funding (RSF) Anforderungen. In diesem Zustand ist der Retained Covered Bond regulatorisch wirkungslos.

### 3.2 Idealtypische Nutzung: Zentralbankrefinanzierung

Die erste Assoziation im Zusammenhang mit Retained Covered Bonds ist vermutlich die Nutzung als Sicherheiteninstrument für Offenmarktgeschäfte mit der Zentralbank. Grundlage für die Zentralbankfähigkeit selbstemittierter Covered Bonds ist eine Ausnahmeregelung in Artikel 138 der [Leitlinie](#) zur Umsetzung des geldpolitischen Handlungsrahmens des Eurosystems. Zwar ist in Artikel 138 grundsätzlich festgelegt, dass auch dann, wenn ein Vermögenswert notenbankfähig ist, ein Geschäftspartner ihn nicht als Sicherheit einreichen oder verwenden darf, wenn er von ihm selbst oder irgendeiner anderen Stelle, zu der er **enge Verbindungen** unterhält, begeben, geschuldet oder garantiert wurde. Jedoch sind Covered Bonds in diesem Artikel explizit von der Regelung ausgenommen.

Durch Einlieferung des Covered Bonds erhält die Geschäftsbank Zentralbankliquidität, wobei ein risikoadjustierter Haircut angewendet wird. Der Haircut – geregelt in der [Leitlinie](#) über die bei der Umsetzung des geldpolitischen Handlungsrahmens des Eurosystems – ist primär abhängig vom Rating (Credit Quality Step 1&2 vs. Credit Quality Step 3) des Papiers. Des Weiteren ist die Restlaufzeit des im Offenmarktgeschäft angedienten Covered Bonds von Belang, bevor letztlich – im Fall eines selbst emittierten Covered Bonds – ein zusätzlicher Haircut-Aufschlages zur Anwendung kommt. In diesem Fall liegt der Bewertungsabschlag bei 8 % des Marktwertes der Schuldtitel für Bonitätsstufen 1 und 2 und 12 % des Marktwertes der Schuldtitel für die Bonitätsstufe 3.

Für einen Covered Bond mit hoher Bonität (CQS 1), fixer Verzinsung und mittlerer Laufzeit (3-5 Jahre) ergibt sich ein Basis-Haircut von 2,5 %. Wird der Bond von der emittierenden Bank selbst verwendet, kommt ein zusätzlicher Own-Use-Haircut von 8 % hinzu. In unserem Beispiel mit 909 Mio. EUR nominal – wir nehmen an, dass der Bond so strukturiert ist, dass er nahe bei par notiert – reduziert sich die mobilisierbare Liquidität dadurch auf rund 813,5 Mio. EUR.

Die Einlieferung des Retained Covered Bonds bei der EZB verändert die regulatorische Situation grundlegend: Nicht nur die Deckungswerte, sondern auch der Retained Covered Bond selbst gilt als encumbered und kann nicht

mehr als frei verfügbarer Vermögenswert gelten. Dafür erhält die Bank aber Zentralbankliquidität, die typischerweise als Cash oder Zentralbankguthaben in den HQLA-Bestand als Level 1-Asset eingeht.

Der regulatorische Effekt besteht somit in einer Transformation:

Nicht HQLA-fähiges Asset → nicht HQLA-fähiger Retained Covered Bond → HQLA Level 1 (Cash)

Allerdings ist zu beachten, dass kurzfristige besicherte Geschäfte im LCR-Regime teilweise durch sogenannte Unwind-Mechanismen neutralisiert werden. Dadurch wird verhindert, dass Institute ihre LCR durch kurzfristige Transaktionen künstlich erhöhen. Dennoch bleibt die EZB-Nutzung der effizienteste Weg, aus Retained Covered Bonds regulatorisch anrechenbare Liquidität zu generieren.

Aus NSFR-Sicht passiert folgendes: Wird der Bond bei der EZB eingesetzt, entsteht eine kurzfristige Refinanzierung. Diese trägt jedoch nur begrenzt zum ASF bei, da kurzfristige Mittel im NSFR-Regime niedrig gewichtet werden. Gleichzeitig kann die Encumbrance der zugrunde liegenden Aktiva zu einem höheren RSF führen, insbesondere wenn die Bindung längerfristig ist. Das Ergebnis ist häufig eine geringe oder sogar negative Wirkung auf die NSFR.

### 3.3 Privatwirtschaftliche Nutzung: Interbanken-Repo

Alternativ zur Zentralbank können Retained Covered Bonds auch im Interbankenmarkt eingesetzt werden. Grundlage dafür ist ebenfalls eine Sonderregel für Covered Bonds in der CRR: Geschäftsbanken können vom Kontrahenten selbst emittierte Covered Bonds im Rahmen von (Reverse) Repo Transaktionen grundsätzlich kreditrisikominierend ansetzen ([EU-Verordnung 575/2013 – CRR Artikel 207 \(2\) 2. Absatz](#)). Eine weitere Voraussetzung hierfür ist in der Regel die Anwendung einer – ebenfalls der EZB ähnlichen – Haircut-Logik, die aber den internen Risikomodelle des Liquiditätsgebers erwächst.

Ein Interbanken-Repo führt ebenfalls zu einem Zufluss von Cash, das grundsätzlich als HQLA angerechnet werden kann. Im Unterschied zur EZB besteht jedoch das Risiko, dass der Kontrahent das ökonomische Interesse an der Fortführung des Geschäftes verliert und die Transaktion beendet. Als Konsequenz unterliegt diese Art von Transaktionen auch den LCR-spezifischen Unwind-Regeln.

Die Wirkung auf die LCR ist daher weniger eindeutig. Zwar entsteht Liquidität, gleichzeitig können jedoch regulatorische Anpassungen im Zähler oder Nenner die Verbesserung abschwächen. In der Praxis hängt der Effekt stark von der konkreten Struktur und Laufzeit des Geschäfts ab.

Aus NSFR-Sicht zeigt sich im Interbanken-Repo eine ähnliche Struktur wie bei Nutzung über die EZB, jedoch mit zusätzlicher Marktabhängigkeit, da Kontrahenten im Interbankenmarkt weniger verlässlich sind als die Zentralbank.

### 3.4 Kooperative Nutzung: Collateral-Transformation-Trade durch Tausch

Das obige Repo- oder Leihe-Modell funktioniert selbstverständlich nicht nur im Handel von Bond gegen Cash, sondern auch Bond gegen Bond. Es entsteht der Tausch eines Retained Covered Bond der Bank A in einen Retained Covered Bond der Bank B. Halten Banken nach einem solchen Tausch fremde Covered Bonds, entfällt der zusätzliche Own-Use-Haircut für den Fall einer Zweitverwendung bei der Zentralbank.

Im dargestellten Beispiel steigt die mobilisierbare Liquidität dadurch von rund 813,5 Mio. EUR auf etwa 886,3 Mio. EUR. Der Liquiditätsgewinn beträgt somit über 72 Mio. EUR. Dieser Effekt führt zu dem Zusatzrisiko, dass der regulatorische Nutzen vom Fortbestand des Grundgeschäftes (back-to-back Repo) abhängt – verliert eine der Parteien das ökonomische Interesse, verliert die andere Partei einen Teil des regulatorischen Vorteils.

Beim reinen Tausch von Retained Covered Bonds entsteht zunächst kein Liquiditätszufluss. Jedoch verbessert sich die LCR-Quote der beteiligten Parteien durch Tausch des eigenen nicht HQLA fähigen Covered Bonds in den fremden Covered Bond, der HQLA Anrechenbarkeit besitzt. Durch Einlieferung des fremden Papiers bei der Zentralbank erhöht sich der HQLA-Effekt nochmals.

Im Sinne der NSFR erzeugt ein reiner Collateral Swap weder Liquidität noch Funding. Entsprechend entsteht kein ASF, während potenziell Encumbrance-Effekte auftreten können. NSFR-regulatorisch ist der Effekt daher meist

neutral bis leicht negativ. Der Tausch verbessert die Nutzbarkeit von Sicherheiten, nicht jedoch die Stabilität der Refinanzierungsstruktur.

### 3.5 Profane Nutzung: Verkauf

Zum einen der Vollständigkeit halber und zum anderen, um die Flexibilität von Retained Covered Bonds umfassend darzustellen, wollen wir den einfachen Verkauf eines Retained Covered Bonds in die Betrachtung miteinbeziehen. Emittenten haben selbstredend zu jeder Zeit die Möglichkeit, Retained Covered Bonds nicht nur zu halten oder zu verleihen, er kann den Covered Bond – ganz oder in Teilen – auch direkt an Investoren verkaufen. Im anderen Extrem kann er sie auch wieder komplett aus dem Bestand nehmen, sodass der Bond aufhört zu existieren.

### 3.6 Rollierende Refinanzierung über Main Refinancing Operation

Die Main Refinancing Operations (MRO) der Europäischen Zentralbank stellen eine zentrale Nutzungsmöglichkeit dar. Diese Geschäfte haben eine Laufzeit von einer Woche, können jedoch unter dem aktuellen Fixed-Rate-Full-Allotment-Regime unbegrenzt oft rolliert werden.

Theoretisch ergibt sich daraus eine unbegrenzte Refinanzierungsdauer, solange ausreichend Sicherheiten vorhanden sind. Retained Covered Bonds ermöglichen es somit, quasi eine permanente Liquiditätslinie aufzubauen, die unabhängig von Marktbedingungen aktiviert werden kann.

Die Kosten der über die Zentralbank generierten Liquidität entsprechen dem geldpolitischen Zinssatz, aktuell etwa 2,15 %. Für die im Beispiel mobilisierte Liquidität von 813,5 Mio. EUR für Retained Covered Bonds ergeben sich jährliche Finanzierungskosten von rund 17,5 Mio. EUR. Im Fall einer Collateral Transformation – also unter Vermeidung des Own-Use Aufschlags – generieren die 886,3 Mio. EUR Finanzierungskosten von EUR 19 Mio. EUR.

Der Tauschmechanismus erhöht die absolute Liquiditätsmenge und damit auch die absoluten Zinskosten. Die zusätzlichen rund 72 Mio. EUR Liquidität verursachen jedoch lediglich moderate Mehrkosten. Entscheidend ist daher nicht die Zinshöhe, sondern die Fähigkeit, Liquidität überhaupt verfügbar zu machen.

## 4 Essenz: Retained Covered Bonds als Schweizer Taschenmesser

Zusammenfassend lässt sich konstatieren: Die besondere Stärke von Retained Covered Bonds liegt in ihrer Vielseitigkeit. Sie erfüllen gleichzeitig mehrere Funktionen im Banksteuerungsprozess.

- Als Liquiditätsreserve, da sie jederzeit in Zentralbankgeld transformiert werden können.
- Sie ermöglichen Collateral-Transformation, indem illiquide Kredite in standardisierte Sicherheiten überführt werden.
- Darüber hinaus eröffnen sie einen stabilen Zugang zur Zentralbankrefinanzierung und bieten hohe Flexibilität in der Steuerung kurzfristiger Liquiditätsbedarfe.

Diese Kombination von Eigenschaften rechtfertigt die Charakterisierung als „Schweizer Taschenmesser“: Ein Instrument, das in unterschiedlichsten Situationen einsetzbar ist und mehrere Funktionen gleichzeitig erfüllt.

## 5 Risiken einer intensiven Nutzung

### 5.1 Asset Encumbrance

Ein wesentliches Risiko besteht in der zunehmenden Bindung von Aktiva (Asset Encumbrance). Die in den Deckungsstock eingebrachten Vermögenswerte stehen, sobald Retained Covered Bonds genutzt werden (also nicht für den Fall des ungenutzten Verbleibs im Anlagebuch) anderen Gläubigern grundsätzlich nicht mehr zur Verfügung. Zwar erhöhen Retained Covered Bond wie dargelegt die finanzielle Flexibilität und stabilisieren die jeweilige Emittentin (regulatorisch ausgedrückt sinkt die Ausfallwahrscheinlichkeit), jedoch steigt im Fall einer tatsächlichen Insolvenz die Ausfallquote. Zudem muss man bedenken, dass durch die Übersicherungsanforderung für jede „Einheit Stabilisierung“ mehr als eine „Einheit Recovery Rate“ verloren geht. Wir sind auch grundsätzlich der

Meinung, dass die Stabilisierung der Institution eine höhere Wichtigkeit besitzt als diese Einschätzung müssen jedoch Gesetzgeber, Aufsichtsorgane oder Ratingagenturen nicht teilen. Derzeit gibt es lediglich Offenlegungspflichten der Encumbrance Rate und darüber hinaus keine harten Grenzwerte, die einzuhalten sind; auch Ratingagenturen haben eine massive Nutzung von Retained Covered Bond Programmen bis dato nicht negativ konnotiert. Substanzielle und einseitige Nutzung von eben diesen Programmen mag jedoch die Aufmerksamkeit der Aufsichtsorgane wecken – wie so oft mit ungewissem Ausgang.

### 5.2 Hohe Abhängigkeit von der Zentralbank

Die rollierende Nutzung von MRO-Geschäften kann zu einer strukturellen Abhängigkeit von der Zentralbank führen. Änderungen im geldpolitischen Regime, insbesondere eine Abkehr vom Full-Allotment-Verfahren, könnten die Refinanzierungsfähigkeit erheblich einschränken. Angesichts der aktuellen geo- und wirtschaftspolitischen Lage ist zwar eine Abkehr von dieser Politik kaum vorstellbar. Selbst wenn eine grundsätzliche Entscheidung in diese Richtung getroffen worden wäre, würde sie vermutlich mit langer Vorlaufzeit und sehr viel Bedacht ausgeschlossen werden. Selbst Emittenten, die sich mit ihrem Retained Covered Bond Emissionsverhalten in starke Abhängigkeit von Zentralbank begeben haben, hätten so vermutlich genügend Zeit, ihre Investoren entsprechend ausreichend vorzubereiten.

Letzteres sollte jedoch im Covered-Bond-Markt keinesfalls unterschätzt werden: viele Investoren in Covered Bonds investieren und entscheiden mit langfristiger Perspektive. Die Auswahl, in welche Länder und in welche Namen investiert werden soll, wird insbesondere von kleinen und mittelgroßen Kapitalsammelstellen sehr bewusst und in Abhängigkeit von Aufwand und Ertrag getroffen. Aufwand heißt in dem Fall, Verständnis für Name und Produkt aufzubauen und ggf. Kreditlinien bereitzuhalten; Ertrag bedeutet die Möglichkeit, dieses Verständnis und die Linien dann auch zu nutzen. Emittenten, die in der Lage sind, ihrer Investorenschaft regelmäßig investierbares Material zur Verfügung zu stellen, werden oftmals gegenüber eher opportunistischeren Emittenten bevorzugt. Die notwendige Investorenarbeit, um nach Jahren der ausschließlichen Verwendung von Covered Bonds in Retained Form wieder am Markt Papiere zu platzieren, könnte sich als durchaus langwierig und somit kostenintensiver herausstellen als gedacht.

### 5.3 Zinsänderungsrisiko

Eine realistischere Gefahr bei ausschließlicher Nutzung von Covered Bonds als Retained Instrumente liegt vermutlich weniger in der Änderung der Full-Allotment-Politik der EZB als vielmehr im Zinsänderungsrisiko. Bei der Emission von investorenplatzierten Covered Bonds wählen Emittenten die Dauer der Emission in Abhängigkeit von gewünschtem Fälligkeitsprofil und der aktuellen Marktlage. Ergebnis sind langfristig fixierte Fundingkosten. Im Fall von Retained Covered Bonds und klassischer Nutzung am Geldmarkt (via Zentralbank oder Drittbanken) hängen die Refinanzierungskosten direkt am Leitzins. Zinserhöhungen wirken sich somit unmittelbar auf die Kostenstruktur aus. Dies kann insbesondere bei dauerhaft hoher Inanspruchnahme zu erheblichen Belastungen führen.

### 5.4 Steigende Konnektivität

Nur weil etwas regulatorisch erlaubt ist, ist es noch lange nicht risikolos. So führt die Nutzung von Retained Covered Bonds als Collateral im Interbanken-Repo respektive der Tausch von Retained Covered Bonds mit Drittbanken zu einer stärkeren Vernetzung zwischen den beteiligten Instituten. Trotz regulatorisch definierter Unabhängigkeit entstehen zusätzliche Gegenparteirisiken, die das Finanzsystem komplexer und potenziell anfälliger machen – insbesondere im Fall idiosynkratischer Risiken. Nur ein Beispiel: Im Fall systemischer Risiken wären im Fall einer Tauschtransaktion beide beteiligten Papiere gleichermaßen durch Kursabschläge betroffen. Beide beteiligten Institute würden in der Folge ihre Marginforderungen gegeneinander aufrechnen mit wenig Effekt auf die Gesamttransaktion. Sollte jedoch nur eines der beteiligten Institute in Schwierigkeiten geraten, könnte die Transaktion an sich kippen. Die Schwierigkeiten bei der betroffenen Bank würden sich damit noch verschärfen.

## 6 Fazit: Ausgewogene Nutzung entscheidend

Marktbasierte Covered Bonds stellen eine echte Refinanzierungsquelle dar, da sie Kapital von externen Investoren einwerben. Sie tragen zur Diversifikation der Finanzierungsstruktur bei und reduzieren die Abhängigkeit von geldpolitischen Rahmenbedingungen. Retained Covered Bonds hingegen bieten maximale Flexibilität und sofortige Verfügbarkeit, erzeugen jedoch keine echte externe Finanzierung. Ihre Nutzung ist stärker von regulatorischen und geldpolitischen Bedingungen und Regularien abhängig.

Unbestritten sind Retained Covered Bonds ein hoch effizientes und vielseitiges Instrument im modernen Bankliquiditätsmanagement. Sie ermöglichen es, aus bestehenden Aktiva kurzfristig und flexibel Liquidität zu generieren und bieten insbesondere in Stressphasen eine wichtige Stabilitätsfunktion. Ihre Charakteristik als „Schweizer Taschenmesser“ ergibt sich aus der Kombination von Liquiditätsreserve, Collateral-Transformation und Zugang zur Zentralbankrefinanzierung. Gerade in den momentan unsicheren Zeiten sind Banken gut beraten sich durch Bereitstellung von Retained Covered Bonds diese Flexibilität zunutze zu machen. Insofern ist der sprunghafte Anstieg einbehaltener Transaktionen im letzten Jahr und vor allem seit Ausbruch des Irankriegs folgerichtig.

Gleichzeitig dürfen die damit verbundenen Risiken nicht unterschätzt werden. Eine übermäßige Nutzung kann zu erhöhter Asset Encumbrance, Zentralbankabhängigkeit und systemischer Vernetzung führen. Ein „Bumerang“ kann durch Änderung regulatorischer Rahmenbedingungen und plötzlich eintretenden idiosynkratischer Risiken entstehen.

Retained Covered Bonds sind ein mächtiges Instrument – ihr nachhaltiger Nutzen entfaltet sich jedoch nur im Zusammenspiel mit einer diversifizierten Refinanzierungsstrategie. Langfristig ist jedoch eine ausgewogene Nutzung entscheidend.

## 7 Anhang

Das Thema Refinanzierung bestehender Aktivpositionen über Offenmarktgeschäfte von Zentralbanken nahm in dieser Publikation viel Raum ein. Wir gingen dabei überwiegend auf die Politik der EZB ein, die – wie dargelegt Covered Bonds im Allgemeinen und Retained Covered Bonds im Besonderen sehr zugetan ist. Zentralbanken in anderen Wirtschaftsräumen nutzen dagegen eigene und in Bezug auf Covered Bonds teils restriktivere Regelwerke. Im jährlich erscheinenden „ECBC: European Covered Bond Factbook“ findet sich zu diesem Thema ausführlicher Artikel. Zudem sei hier eine aktualisierte Tabelle angeführt, die die momentan gültigen Politiken ausgewählter Zentralbanken standardisiert zusammenfasst:

| Zentralbank                 | Operation                                           | CB qualifiziert | Arten von qualifizierten CB                                                        | Währungen                                             | Ratinganforderungen                                                             | Behandlung von Ratings              | Minimalgröße           | Retained |
|-----------------------------|-----------------------------------------------------|-----------------|------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------|------------------------|----------|
| EZB                         | Haupt- und langfristige Refinanzierungsaktivitäten) | Ja              | EWR- und Nicht-EWR-G10-Länder                                                      | EUR, USD, GBP, JPY                                    | BBB-                                                                            | Best                                | n/a                    | Ja       |
| Bank of England             | Level B Collateral (ILTR, DWF, CTRF and FLS)        | Ja              | Regulierte gedeckte Anleihen im Vereinigten Königreich, Frankreich und Deutschland |                                                       | Equivalent zu AAA                                                               | Bewertungsreferenzen sind indikativ | GBP 500mn equiv.       | Nein     |
|                             | Level C Collateral (ILTR, DWF, CTRF and FLS)        | Ja              | UK, US & EEA                                                                       |                                                       | Equivalent zu A-/A3                                                             |                                     | n/a                    | Ja       |
| SNB                         | Repo operations, Standing Facilities                | Ja              | Technisch gesehen jeder gesetzliche CB                                             | CHF                                                   | Rating der Papiers und des Emittentenlandes: AA-/A                              | Second-best                         | CHF 100mn              | Nein     |
|                             |                                                     |                 | Technisch gesehen jeder gesetzliche CB                                             | EUR, USD, GBP, DKK, SEK, NOK                          | Security: AA-/Aa3 with various exceptions Issuer's country: AA-/Aa3             |                                     | EUR 1 bn USD 1 bn u.a. |          |
| Norges Bank                 | Repo Operations                                     | Ja              | Technisch gesehen jeder gesetzlich CB                                              | NOK, SEK, DKK, EUR, USD, GBP, JPY, AUD, NZD, CHF, CAD | Domestic currency: None but BBB- for favourable liquidity category (II not III) | Second best                         | NOK 300 m              | Ja       |
|                             |                                                     |                 |                                                                                    |                                                       | Foreign Bonds: A/A2                                                             |                                     | EUR 100mn oder equiv.  |          |
| Reserve Bank of Australia   | Repo Operations                                     | Ja              | Technisch gesehen jeder gesetzliche CB                                             | AUD                                                   | AAA or BBBfor domestic covered bonds >1Y                                        | Lowest rating (von mindestens zwei) | None                   | Nein     |
| Reserve Bank of New Zealand | Overnight Repo Operations, Bond Lending Facilities  | Ja              | Technisch gesehen jeder gesetzliche CB                                             | NZD                                                   | AAA from at least two rating agencies and no rating is below AA+                |                                     | None                   | Nein     |
| Bank of Canada              | Standing Liquidity Facility                         | Ja              | Canadian Covered Bonds                                                             | CAD und USD                                           | AAA (sufficiently high quality)                                                 |                                     | None                   | Nein     |
| Danmark Nationalbank        | Credit facilities                                   | Ja              | Danish Covered Bonds                                                               | DKK, EUR                                              | n/a                                                                             |                                     | EUR 1bn equiv          | Ja (DKK) |
| Riksbank                    | Repo operations, Standing Facilities                | Ja              | EWR (basierend auf dem Standort der zugrunde liegenden Vermögenswerte)             | SEK USD, GBP, DKK, EUR, JPY, NOK                      | AA-                                                                             | Lowest rating                       | SEK 100 mn equiv       | Nein     |
| Singapore                   | MAS SGD Term Facility                               | Ja              | Singapore Covered Bonds                                                            | SGD, G10 Länder Währungen                             | BBB-                                                                            | Lowest rating                       | SGD 50mn equiv.        | Nein     |

Quellen: Helaba Research, ECBC Covered Bond Factbook, Zentralbanken



Hier können Sie sich für unsere Newsletter anmelden:  
<https://news.helaba.de/research/>

## Herausgeber und Redaktion

Helaba Research

Redaktion:

Dr. Susanne Knips  
Senior Credit Analyst

Verantwortlich:

Dr. Gertrud Rosa Traud  
Chefvolkswirtin/  
Head of Research

Neue Mainzer Str. 52-58  
60311 Frankfurt am Main  
T +49 69 / 91 32 – 20 24

Internet: [www.helaba.com](http://www.helaba.com)

## Disclaimer

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.