

## Deutschlands neue Insolvenzrangfolge bei Banken: Weitere Anpassungen absehbar

**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

Seit 1.1.2017 sind die ausstehenden nicht strukturierten erstrangig unbesicherten Anleihen deutscher Banken im Insolvenzrang gegenüber anderen Verbindlichkeiten wie strukturierten Schuldtiteln und Geldmarktinstrumenten schlechter gestellt. S&P hat die entsprechenden Ratings daher auf Beobachtung gesetzt und plant eine Gleichstellung mit Hybridanleihen. Bei Moody's ist das Rating der ausstehenden deutschen Bonds hingegen unverändert Basis für das Emittentenrating. Ähnlich wie Moody's hatten wir die Neuregelung bereits berücksichtigt, so dass sich keine unmittelbare Auswirkung auf unsere Bonitätseinschätzungen ergibt. Aufgrund von Harmonisierungsbestrebungen auf europäischer Ebene rechnen wir in Analogie zu Frankreich mit der Einführung einer zweiten Klasse von nicht strukturierten Senior-Anleihen auch in Deutschland.

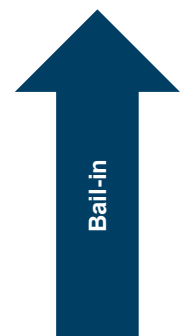
### Neue Insolvenzrangfolge in Deutschland seit 1.1.2017 in Kraft

Seit dem 1.1.2017 gilt in Deutschland eine neue gesetzliche Haftungsrangfolge von Verbindlichkeiten im Insolvenzfall von Banken<sup>1</sup>. Demnach haften erstrangig unbesicherte Anleihen, die nicht strukturiert sind, nun nicht mehr pari passu mit anderen beim Bail-in berücksichtigungsfähigen erstrangigen Verbindlichkeiten, sondern stehen diesen bei Sanierung oder Abwicklung des Emittenten im Rang nach. Strukturierte erstrangig unbesicherte Anleihen werden somit besser gestellt; sie haften unverändert pari passu mit Geldmarktinstrumenten, institutionellen Bankeinlagen und unbesicherten Derivaten. Das Abwicklungsmechanismusgesetz (AbwMechG), durch das die Neuregelung eingeführt wurde, war zwar bereits zum 1.1.2016 in Kraft getreten. Der entsprechende Artikel zur Neuregelung der Haftungskaskade gilt aber ausdrücklich erst seit 1.1.2017.

### Haftungsrangfolge bei Banken-Insolvenz in Deutschland

Seit 1.1.2017

	Insolv. rang*	
<b>Besicherte Verbindlichkeiten</b>		Pfandbriefe
	1	Gesetzlich gedeckte Einlagen <= 100 TEUR
	2	Einlagen > 100 TEUR (Private, KMU)
	3	Einlagen > 100 TEUR (Großunternehmen/Institutionelle)
<b>Unbesicherte Verbindlichkeiten</b>	3	Geldmarktinstrumente Restlaufzeit <= 12 M
	3	Strukturierte Schuldtitel/Derivate
	3	Weitere
	4	<b>Nicht strukturierte erstrangige Anleihen (neues Insolvenzrecht)</b>
<b>Eigenkapital und Nachrangkapital</b>		Ergänzungskapital (Tier2)
		Zusätzliches Kernkapital (AT1)
		Hartes Kernkapital (CET1)



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.

\* Insolvenzrang

Quellen: Linklaters, Helaba Volkswirtschaft/Research

<sup>1</sup> Siehe § 46f Abs. 5-7 KWG n.F.

Die Neuregelung war nötig geworden, weil die Haftungsrangfolge innerhalb der Kategorie der beim Bail-in berücksichtigungsfähigen erstrangig unbesicherten Verbindlichkeiten zuvor weder auf europäischer noch auf nationaler Ebene klargestellt war. Als Konsequenz aus Finanzmarkt- und Staatsfinanzierungskrise sieht europäisches Recht seit 2016 die Gläubigerbeteiligung (Bail-in) sowohl bei Insolvenz und Abwicklung als auch bei der Sanierung einer Bank als wesentliches Element vor, um zukünftig Steuerzahler zu schonen.<sup>2</sup> Ohne klare gesetzliche Regelung wäre die Haftungsrangfolge im Ernstfall somit der Abwicklungsbehörde überlassen worden. Überdies ist eine eindeutige Haftungsrangfolge Voraussetzung für die Anrechenbarkeit auf das zukünftig von Banken vorzuhaltende Mindest-Haftkapital bestehend aus Eigenkapital und Verbindlichkeiten.<sup>3</sup>

### Erstrangig unbesicherte Anleihen nunmehr im Rang nach strukturierten Anleihen

Ziel des Gesetzgebers bei der Festlegung der neuen Haftungsrangfolge war es, ein schnelles und geordnetes Vorgehen im Krisenfall – quasi übers Wochenende – zu ermöglichen, um Finanzmarkt-turbulenzen zu begegnen. Voraussetzung hierfür ist eine einfache und rechtssichere Anwendung des Instruments der Gläubigerbeteiligung. Während Plain Vanilla erstrangig unbesicherte Schuldtitel die Voraussetzungen für ein schnelles Heranziehen zur Verlustabsorption erfüllen, ist dies bei strukturierten Verbindlichkeiten nach Meinung des Gesetzgebers nicht gegeben. Vielmehr wären laut BaFin „durch die Komplexität praktische Schwierigkeiten bei der Anwendung des Instruments der Gläubigerbeteiligung“ zu erwarten.

### BaFin-Auslegungshilfe mit Definition zu strukturierten Anleihen

Bereits im Oktober hatte die BaFin<sup>4</sup> eine Auslegungshilfe zur Einordnung von Verbindlichkeiten innerhalb der neuen Haftungsrangfolge veröffentlicht. Der Gesetzestext führt zu den im Rang *besser* gestellten strukturierten Anleihen nämlich lediglich aus, dass bei ihnen Rück- oder Zinszahlung unsicher sein müssen. Mit der Auslegungshilfe konkretisierte die Aufsichtsbehörde die Rang-Einordnung verschiedener Schuldtitel. Sie stellte klar, dass zu den im Rang *schlechter* gestellten erstrangig unbesicherten Anleihen neben festverzinslichen auch variabel verzinsliche Schuldtitel gehören, die an EURIBOR, EONIA oder LIBOR als Referenzzins gebunden sind. Zu den strukturierten – und somit *besser* gestellten – Verbindlichkeiten gehören beispielsweise Anleihen, bei denen Rück- oder Zinszahlung an die Entwicklung eines Index gekoppelt sind, und Schuldtitel, bei denen die Referenzgröße für die Zinszahlung Derivate enthält.

### Neuregelung seit 1.1.2017 ohne Auswirkung auf unsere Bonitätseinschätzung

An unserer Bonitätseinschätzung ändert sich durch die neue Haftungskaskade in Deutschland unmittelbar nichts; wir waren schon zuvor davon ausgegangen, dass die Abwicklungsbehörde aus Praktikabilitätsgründen im Krisenfall die nun geltende Rangfolge anwenden würde. Entscheidend hierfür war aus unserer Sicht die Notwendigkeit, kurzfristig auf eine Krise reagieren zu können und Marktturbulenzen abzuwenden.

Unsere aktuellen Bonitätsmeinungen stützen sich überdies auf unsere Einschätzung, dass sich der Sektor seit der Finanzmarktkrise weit solider aufgestellt hat. Nicht zuletzt getrieben durch strengere regulatorische Anforderungen sind die Eigenkapitalquoten von Banken gestiegen und ihre Bilanzrisiken gesunken. Mit CRD IV/ CRR und Bankenunion wurden europaweit Institutionen und Instrumente zum wirksamen Gegensteuern im Krisenfall geschaffen. Der aktuelle Kapitalplanungsprozess SREP<sup>5</sup> macht deutlich, wie eng die Aufsichtsbehörden die Aktivitäten von Banken inzwischen begleiten. Einhergehend mit den gestiegenen Eigenkapitalanforderungen und belastet durch weitere Faktoren wie Niedrigzinsen und IT-Investitionen ist allerdings die Profitabilität und

<sup>2</sup> Zu Bail-in siehe ausführlich unsere Außer der Reihe-Publikation: [„Bankanleihen und Bail-in-Regeln“](#) vom 1.10.2015, Bank Recovery and Resolution Directive (BRRD) in Deutschland bereits zum 1.1.2015 umgesetzt

<sup>3</sup> Insbesondere für die Anrechnung auf das von global systemrelevanten Banken (G-SIBs) vorzuhaltenden Haftkapital (TLAC) ist die de facto Nachrangigkeit Voraussetzung. Siehe hierzu auch ausführlich Außer der Reihe-Publikation: [„TLAC für global systemrelevante Banken“](#) vom 25.11.2015

<sup>4</sup> Gemeinsam mit Bundesbank und FMSA

<sup>5</sup> Supervisory Review and Evaluation Process

damit das Potenzial zum weiteren Kapitalaufbau gesunken.<sup>6</sup> Aktuell droht aber aus unserer Sicht bei keiner der Banken aus unserer Beobachtungsliste die Gefahr eines Bail-in von Schuldtiteln. In dieser Sichtweise sehen wir uns auch durch die Ergebnisse des letzten EZB-Stresstest bestätigt.<sup>7</sup>

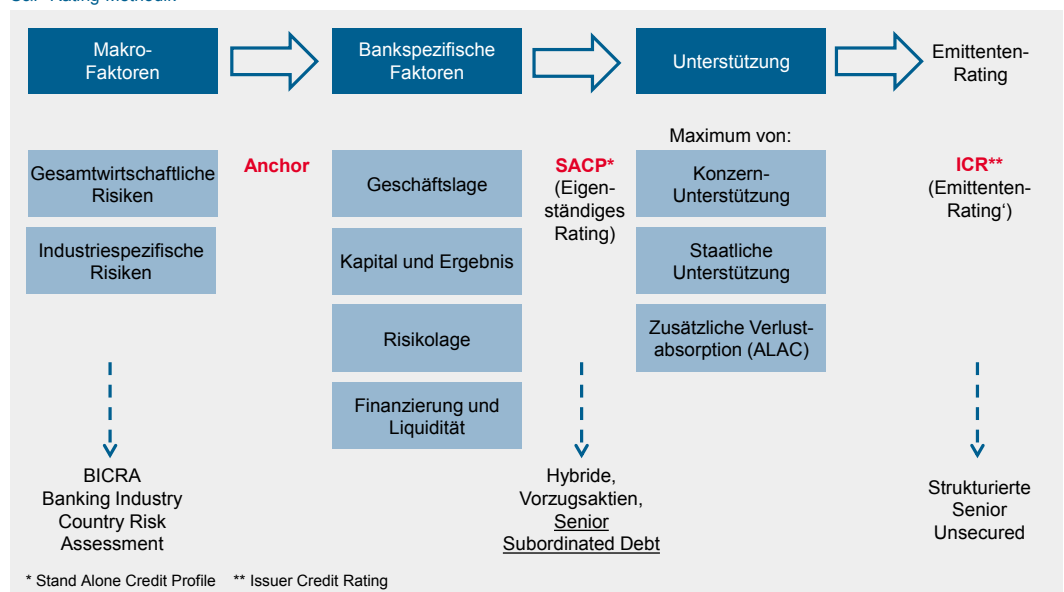
### S&P vergibt Bonitätsmalus für 'Senior Subordinated'-Bonds

S&P hatte bereits 2015 die abnehmende staatliche Unterstützungsbereitschaft in ihren Ratings implementiert. Die Auswirkungen der geänderten Haftungskaskade auf ihre Ratings für Schuldtitel deutscher Banken veröffentlichte sie am 15.12.2016. Demnach will sie die Ratings für erstrangig unbesicherte Anleihen deutscher Banken zukünftig in zwei Kategorien aufteilen: Eine für die im Rang schlechter gestellten nicht strukturierten Anleihen und eine für strukturierte Papiere mit pari passu-Haftung zu anderen bail-in fähigen Schuldtiteln wie institutionellen Einlagen, Geldmarktinstrumenten und unbesicherten Derivaten.

S&P bezeichnet die nunmehr im Insolvenzrang schlechter gestellten erstrangig unbesicherten Anleihen als 'Senior Subordinated' Anleihen. Deren Rating will sie zukünftig mit dem von Hybridanleihen gleichstellen; Basis soll also wie bei Hybridanleihen das eigenständige Rating ohne Unterstützung sein, und nicht mehr das Emittentenrating. Die Agentur zieht bisher bei Investment-Grade-Anleihen i.d.R. nochmals 1 Notch für die Nachrangigkeit ab. Die Gleichsetzung mit Hybridanleihen spiegelt u.E. die Einschätzung der Agentur wider, dass für die Anleihen keine staatliche Unterstützungsbereitschaft bestehe. Die Rating-Herabstufung der Senior Subordinated Papiere gegenüber dem aktuellen Rating könnte laut S&P bis zu 2 Notch betragen.

### S&P: Deutsche 'Senior Subordinated' Bonds auf gleicher Stufe mit Hybridanleihen

S&P Rating-Methodik



Quellen: S&P, Helaba Volkswirtschaft/Research

Vorerst hat die Agentur die betreffenden Ratings deutscher Banken allerdings lediglich auf Beobachtung gesetzt. Vor einer endgültigen Ratingaktion will sie nochmals alle einzelnen Anleihen prüfen. Gleichzeitig hat sie die Emittenten-Ratings einiger Banken<sup>8</sup> mit einem positiven Ausblick versehen, weil diese vom zusätzlichen Risikopuffer durch die nunmehr im Rang schlechter gestellten Senior Subordinated Anleihen profitieren. Die daraus resultierende Unterstützung<sup>9</sup> könnte sich laut S&P in einer Verbesserung der Bonitätsnote um bis zu 2 Ratingstufen niederschlagen. Die Agentur will die Ratingaktion innerhalb des 1. Quartals 2017 abschließen.

<sup>6</sup> Siehe hierzu auch unsere Außer der Reihe-Publikation: [„Negativzinsen – neue Welt für Banken“](#) vom 26.9.2016

<sup>7</sup> Siehe hierzu auch unsere Außer der Reihe-Publikation: [„Banken-Stresstest bestätigt Bonitätseinstufungen“](#) vom 2.8.2016

<sup>8</sup> Aus unserer Beobachtungsliste die Commerzbank

<sup>9</sup> Sogenannte Additional Loss Absorbing Capacity (ALAC)

## Moody's belässt Emittentenrating auf Niveau von Senior Unsecured-Anleihen

Moody's geht für Deutschland schon seit Anfang 2016 davon aus, dass die neue erst 1.1.2017 rechtlich in Kraft getretene Haftungsrangfolge greift. Hieraus resultierten einige Rating-Herabstufungen für erstrangig unbesicherte Anleihen. Die Agentur hatte bereits 2015 eine neue Rating-Methodik eingeführt, die die abnehmende staatliche Unterstützungsbereitschaft berücksichtigt. In diesem Rahmen hatte sie für operative Kontrahentenrisiken, bspw. für das Settlement-Risiko von Repos, Derivaten und SWAPs, eine weitere Ratingkategorie eingeführt: das 'Counterparty Risk Assessment'. Für diese Risikoart geht Moody's davon aus, dass die Abwicklungsbehörde sie im Krisenfall im Rang besserstellen würde, um die Fortführung des operativen Geschäfts zu gewährleisten und Marktturbulenzen zu minimieren. Zudem führte die Agentur das 'Deposit Rating' ein, das das Risiko für Bankeinlagen von institutionellen Investoren und Großunternehmen abbildet.

Am 21.11.2016 hat Moody's zur Berücksichtigung der neuen Haftungsrangfolge für deutsche Anleihen innerhalb der Rating-Methodik Stellung genommen. Die Agentur hält an der Logik fest, dass das Emittentenrating dem Rating für erstrangig unbesicherte Anleihen entspricht. Sie bezeichnet die nach dem neuen Gesetz besser gestellten pari passu haftenden Schuldtitel wie z.B. strukturierte Zertifikate nunmehr als 'Senior Senior'-Anleihen und stuft sie gleich ein wie institutionelle Bankeinlagen, also bis zu 2 Notches über dem Emittentenrating und somit über dem Rating von erstrangig unbesicherten Anleihen.

## Moody's: 'Senior Senior'-Anleihen auf gleicher Stufe mit institutionellen Einlagen

Ratings am Beispiel Commerzbank

	S&P	Moody's	Fitch
<b>Bank Ratings</b>			
Kontrahentenrisiken	–*	A2	A-
Bankeinlagen	–*	A2 stabil (auch 'Senior Senior')	A- (auch 'Preferred Senior')
Emittentenrating	BBB+/watch positiv**	Baa1/stabil	BBB+/stabil
Stand-alone (Finanzkraft)	bbb+	baa3	bbb+
Nachrangige Verbindlichkeiten (Tier 2)	BBB-/watch developing	Ba1	BBB
Kurzfristige Verbindlichkeiten	A-2/watch positiv	P-1	F2
<b>Covered Bond Ratings</b>			
Hypothekendarlehen	-	Aaa	-
Öffentliche Pfandbriefe	-	Aaa	-

\* Entspricht dem Emittenten-Rating \*\* Für Senior Unsecured wegen anstehender Umstufung 'BBB+ watch developing'  
Quellen: Commerzbank, Helaba Volkswirtschaft/Research

## Ausfallquoten bei Bondbewertungen zu berücksichtigen

Zum Verständnis sei nochmals daran erinnert, dass Moody's in seinen Ratings Ausfall- bzw. Rückgewinnungsquoten berücksichtigt<sup>10</sup>. S&P stellt dagegen rein auf die Ausfall*wahrscheinlichkeit* ab, differenziert dann aber nicht weiter bezüglich der Höhe von Verlusten. Mögliche Teilrückzahlungen von Schuldtiteln sind dort somit nicht berücksichtigt. Letzteres führt dazu, dass das Volumen deutscher Senior Subordinated Anleihen keine Berücksichtigung beim S&P-Rating findet. Je größer der Umfang der von Verlusten betroffenen Schuldtitel ist, desto geringer ist jedoch die resultierende Ausfallquote. In der Logik von S&P spiegelt sich dieser Risikopuffer in der Kapazität zur zusätzlichen Verlustabsorption (ALAC) wider, stützt also erst das Rating der besser gestellten pari passu haftenden Verbindlichkeiten.

Für den Wert von Anleihen sind aus unserer Sicht jedoch Ausfallquoten bei Zahlungsausfall zu berücksichtigen. Wir berücksichtigen daher ebenso wie Moody's bei unserer Bonitätsanalyse Ausfallquoten, und nicht nur Ausfallwahrscheinlichkeiten.

<sup>10</sup> Sogenannte Loss Given Failure Analyse

## Auch Fitch mit erweiterter Rating-Palette

Auch Fitch hat auf die unterschiedliche Behandlung verschiedener Gläubigerklassen aufgrund der geänderten europäischen Rahmensetzung zur Bankensanierung und -abwicklung reagiert. Die Agentur hatte ebenfalls bereits 2015 die abnehmende staatliche Unterstützungsbereitschaft in ihren Ratings implementiert. Im Juli 2016 hat sie ähnlich wie schon zuvor Moody's ihre Rating-Palette um die beiden Rating-Kategorien 'Derivative Counterparty Rating' (DCR) und 'Deposit Rating' ergänzt. Am 12. Dezember hat sie mit der Einführung für deutsche Banken erstmals entsprechende Ratings vergeben. Die Ratings spiegeln die niedrigere Ausfallwahrscheinlichkeit von Derivaten, Geldmarktinstrumenten, Bankeinlagen und Privateinlagen über 100.000 EUR wider. In diesem Rahmen hat Fitch auch das Rating für einige strukturierte Anleihen gegenüber dem Emittentenrating hochgestuft (sogenanntes 'Embedded Market Risk'). Nach unserem Verständnis hält demnach auch Fitch an der Logik fest, dass das Emittentenrating dem Rating für erstrangig unbesicherte Anleihen entspricht, während strukturierte nunmehr im Insolvenzrang besser gestellte Anleihen einen Rating-Uplift erhalten.

## Handlungsbedarf in Deutschland wegen europäischer Harmonisierung

Bei der Ausgestaltung der Haftungskaskade bestehen europaweit unverändert große Unterschiede. Während sich Deutschland für eine einheitliche gesetzliche 'Nachrangigkeit' nicht strukturierter Senior Unsecured Anleihen entschieden hat, wird der Haftungsrang in Frankreich individuell über die Anleihebedingungen festgelegt. Frankreich hatte die gesetzliche Grundlage für dieses Vorgehen mit dem am 11.12.2016 in Kraft getretenen Loi Sapin II geschaffen. Crédit Agricole und Société Générale haben bereits solche im Rang schlechter gestellte Bonds emittiert. Im Gegensatz zu Deutschland gibt es in Frankreich also beide Kategorien nicht strukturierter erstrangig unbesicherter Anleihen: Zum einen die ausstehenden erstrangig unbesicherten Anleihen, für die sich nichts geändert hat, und zum anderen die über die Anleihebedingungen schlechter gestellten erstrangig unbesicherten Anleihen, die nunmehr neu emittiert werden.

Von Marktteilnehmern vielfach wird eine Harmonisierung der Regelwerke in Europa gefordert.<sup>11</sup> Auch die EZB mahnte bereits eine weitere Harmonisierung an und macht die Notenbankfähigkeit deutscher Papiere von weiteren Harmonisierungsfortschritten abhängig.<sup>12</sup> Hinzu kam die EU Kommission: Im Rahmen der von ihr am 23.11.2016 veröffentlichten Vorschläge zur Änderung europäischer Regelwerke zur Bankenregulierung<sup>13</sup> forderte auch sie eine weitere Harmonisierung und konkretisierte, dass sie den französischen Weg bevorzugt. Die neue Klasse der sogenannten 'Non-preferred Senior Debt Category' solle bis Juli 2017 in den Ländern eingeführt werden.<sup>14</sup>

Aus unserer Sicht wäre es zu begrüßen, wenn auch der deutsche Gesetzgeber nachziehen und künftig zwei Kategorien von nicht strukturierten erstrangig unbesicherten Anleihen ermöglichen würde. Ein gangbarer Weg dorthin wäre, dass die neue Gattung über die Anleihebedingungen im Rang vor die ausstehenden, gesetzlich schlechter gestellten Anleihen gestellt wird. Diese Papiere könnte man somit in Analogie zu den französischen 'non-preferred' Anleihen als 'preferred' Anleihen bezeichnen. ■

<sup>11</sup> Siehe unsere Außer der Reihe-Publikation: [„Bankanleihen und Bail-in-Regeln“](#) vom 1.10.2015

<sup>12</sup> Siehe Wochenausblick vom 7.10.2016/ Kapitel 2.3: [„EZB-Fähigkeit deutscher Senior-Bankanleihen vorerst bestätigt“](#)

<sup>13</sup> Die geplanten Änderungen betreffen CRD IV/ CRR, BRRD und SRMR. Sie müssen nun EU Rat und EU Parlament durchlaufen.

<sup>14</sup> Überraschenderweise hat die EU keine Nachrangigkeit als Voraussetzung für die MREL-Fähigkeit gefordert. Die EBA hingegen empfiehlt die Nachrangigkeit für MREL-Papiere.