Helaba

Im Fokus: SSA
29. August 2022

Deutsche Agencies: Bundes- und Ländergarantien bieten maximale Sicherheit



Christian Schmidt
Covered Bond & SSA
Analyst
T 069/91 32-23 88

Aktuell stellt sich das Kapitalmarktumfeld sehr herausfordernd dar: Massiv steigende Energiepreise erhöhen den Inflationsdruck, steigende Zinsen, ein unsicherer Wirtschaftsausblick, weiterhin unterbrochene Lieferketten sowie der andauernde Ukrainekonflikt sorgen insgesamt für eine zunehmende Risikoaversion. Entsprechend erfreuen sich Investments in Wertpapieren, welche als „sichere Häfen" gelten, wie Deutsche Förderbanken einer großen Beliebtheit. In den kommenden Jahren rechnen wir aufgrund wachsender Förderprogramme und hoher Fälligkeiten mit stetigen Neuemissionen. Allein in den Jahren bis 2025 werden EUR-Anleihen der von uns hier betrachteten Förderbanken in Höhe 199 Mrd. zurückgezahlt. Die von September bis Dezember diesen Jahres auslaufenden Bonds mit einem Volumen von rund 18 Mrd. EUR werden unseres Erachtens voraussichtlich vollumfänglich ersetzt.

Die Rolle der Förderbanken in Deutschland

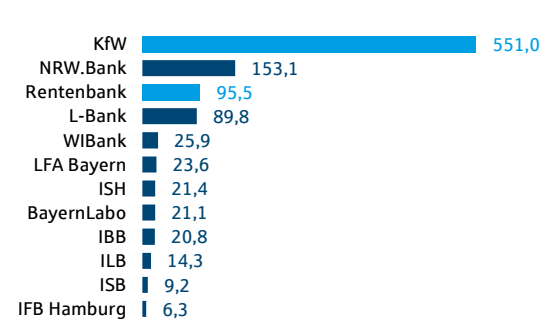
Das Segment der staatsnahen Emittenten bzw. SSAs, das neben Sub-Sovereigns vor allem Supranationals und Agencies umfasst, stellt einen der bedeutendsten Teile der europäischen Kapitalmärkte dar. Agencies erfüllen eine staatlich geförderte Aufgabe und erbringen nicht wettbewerbsorientierte Dienstleistungen, welche durch verschiedene Mechanismen unterstützt werden. So versorgen die Förderbanken die Wirtschaft vor allem mit Kreditfinanzierungsangeboten und ergänzen das Angebot insbesondere in Bezug auf die Unternehmensfinanzierung der Geschäftsbanken, Sparkassen und Volksbanken, jedoch treten sie **nicht** in Konkurrenz zu diesen.

In Deutschland verfügt **jedes Bundesland** über eine Förderbank bzw. ein Landesförderinstitut, deren zentrale Aufgabe die Förderung von Investitionen und Betriebsmitteln, meist mittels zinsgünstiger Darlehen, ist. Bei der **Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW)** und der **Landwirtschaftlichen Rentenbank** handelt es sich indes um nationale Förderbanken die auf Bundesebene agieren.

Die aktuell hohe Attraktivität und die damit verbundene Nachfrage nach SSA-Bonds ist auf die bevorzugte Anrechnung von SSAs im Rahmen der Liquidity Coverage Ratio (LCR) ebenso, wie auf die regulatorische Begünstigung in anderen Regelwerken (Solvency II, Basel III) zurückzuführen.

Förderbanken nach Bilanzsumme*

Mrd. EUR



Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory, * 2021

*Supranationals, Sub-Sovereigns, Agencies

Keine einheitliche Definition des Agency-Begriffs

Eine einheitliche Definition für den Agency-Begriff oder für einen Agency-Emittenten ist nicht existent. Wesentliche Eigenschaften von Agencies sind der öffentliche Auftrag, die starke Verbindung und sehr hohe Bedeutung für den öffentlichen Sektor. Grundsätzlich lassen sie sich gemäß ihrer Zweckmäßigkeit und den damit verbundenen Dienstleistungen in Financials und Non-Financials unterscheiden, was insbesondere deutliche Unterschiede bezüglich der Regulierung mit sich bringt.

Wir betrachten im folgenden **ausschließlich Financials** mit dem Tätigkeitsbereich einer klassischen Förderbank. Förderinstitute gehören zu den Spezialbanken mit einem satzungsmäßig verankerten gesetzlichen Auftrag. Selbständige Förderbanken weisen ausschließlich die Rechtsform der Anstalt des öffentlichen Rechts auf, die mit Anstaltslast und Gewährträgerhaftung ihres Trägers ausgestattet sind.

Garantie- und Haftungsformen deutscher Förderbanken

Explizite Garantie

Die explizite Garantie wird i.d.R. in entsprechenden Gesetzen formuliert (explizit) und ist damit üblicherweise nur über einen Gesetzgebungsprozess zu ändern (unwiderruflich). Sie bietet Investoren bei Zahlungsschwierigkeiten einer Agency einen direkten und unbedingten Anspruch gegenüber dem Garantiegeber und ist damit die stärkste Ausprägung staatlicher Unterstützung. Zudem stellt sie das ultimative Kriterium für eine Risikogewichtung von 0% nach Basel III/CRD IV dar.

Anstaltslast

Die Anstaltslast ist eine **Besonderheit des deutschen Agency-Marktes**. Sie umfasst die rechtliche Verpflichtung des Anstaltsträgers zur Aufrechterhaltung der Funktionsfähigkeit, wobei etwaige finanzielle Lücken durch Zuschüsse oder auf andere Weise auszugleichen sind. Konkret verpflichtet die Anstaltslast den Träger, die Anstalt mit den für ihre Funktionsfähigkeit notwendigen Mitteln auszustatten. De facto entspricht die Anstaltslast einer Liquiditätsgarantie, wofür die Anstalt jedoch keine Kosten zu tragen hat. Die Anstaltslast umschreibt die rechtliche Bindung zwischen Anstalt und Träger im Innenverhältnis. Bei Liquiditätslücken kann damit ausschließlich die Anstalt einen Anspruch gegenüber dem Anstaltsträger geltend machen, ein Anspruch von Investoren gegenüber dem Träger besteht nicht. Sie ist weder betragsmäßig noch zeitlich beschränkt und wird als allgemeiner Rechtsgrundsatz betrachtet. Für Investoren ist sie mittlerweile **nur bedingt relevant**: Sämtliche deutsche Agencies mit Anstaltslast weisen parallel dazu eine explizite Garantie auf.

Maintenance Obligation

Die Maintenance Obligation ist die generalisierte Form der Anstaltslast. Sie verpflichtet den Eigentümer bzw. die Mitglieder einer Institution, diese mit den für ihre Funktionsfähigkeit notwendigen Mitteln auszustatten und damit die Wahrung der Zahlungsfähigkeit sicherzustellen. De facto entspricht sie einer impliziten (Liquiditäts-)Garantie. Anders als bei der expliziten Garantie besteht hier jedoch nicht zwangsweise ein Anspruch eines Investors gegenüber dem aus der Maintenance Obligation Verpflichteten. Daneben unterscheidet sich der Konkretisierungs- und Formulierungsgrad von Maintenance Obligations. Dementsprechend unterschiedlich ist auch der Einfluss der Maintenance Obligation auf die Risikogewichtung nach Basel III/CRD IV.

Verlustausgleichspflicht

Mit der Gründung der Abwicklungsanstalten in Deutschland ergänzte eine weitere Form der Haftung die bestehenden Garantieregelungen europäischer Agencies. Sie ist jeweils in §7 der Statuten der FMS-WM und EAA geregelt und beinhaltet die Verpflichtung der Haftungsbeteiligten zum Ausgleich sämtlicher Verluste. Zudem sind die Haftungsbeteiligten verpflichtet, der Anstalt jederzeit die Beträge zur Verfügung zu stellen, die zur Begleichung ihrer Verbindlichkeiten notwendig sind (Liquiditätsgarantie). Damit ähnelt die Verlustausgleichspflicht sehr einer impliziten

Garantie. Sie ist auch mit der Anstaltslast oder der Maintenance Obligation vergleichbar, jedoch stärker konkretisiert. Das Risiko, dass unter Basel III härtere Regelungen bezüglich des Risikogewichtes gelten könnten, veranlasste den Bund dazu, eine explizite Garantie des SoFFin für die FMS-WM gesetzlich zu verankern. Für die EAA, bei der dies aufgrund einer deutlich komplexeren Struktur nicht erfolgte, gilt der Artikel 116 (4) CRR, nachdem das Schuldnergewicht der relevanten regionalen Gebietskörperschaft (NRW) abgeleitet werden kann. Für beide Agencies ist somit auch im Rahmenwerk Basel III der Status 0%-Risikogewicht bestätigt.

Gewährträgerhaftung

Die Gewährträgerhaftung ist wie die Anstaltslast eine **Besonderheit des deutschen Agency Marktes**. Sie beinhaltet die Verpflichtung des Gewährträgers, bei Zahlungsunfähigkeit der Anstalt einzutreten. Sie umfasst damit eine uneingeschränkte Haftung des Gewährträgers für die Verbindlichkeiten der Anstalt im Falle von Zahlungsunfähigkeit oder Liquidation. Gläubiger einer Anstalt haben einen unmittelbaren Anspruch gegenüber dem Gewährträger, sofern das Vermögen der Anstalt nicht ausreicht, um die Forderungen der Gläubiger zu bedienen. Dies bedeutet auch, dass Liquidation und Haftungseintritt nicht zwangsläufig zeitlich eng miteinander verbunden sind. Die Gewährträgerhaftung ist weder betragsmäßig noch zeitlich beschränkt. Ähnlich wie die Anstaltslast ist sie nicht mit Kosten für die jeweilige Agency verbunden. **Anders als die Anstaltslast** wird sie jedoch nicht als allgemeiner Rechtsgrundsatz angesehen. Vielmehr bedarf sie einer rechtlichen Grundlage wie z.B. eines Gesetzes oder einer Verordnung. Für Investoren ist sie mittlerweile **nur bedingt relevant**: Sämtliche deutsche Agencies mit Gewährträgerhaftung weisen parallel dazu eine explizite Garantie auf.

Regulatorische Betrachtung, Spreads und Wachstum

Einstufung der Risikogewichtung

Die Risikogewichtung von EU-Staaten beträgt gemäß Standardansatz 0 %. Für die Einstufung von Risikopositionen ist der **Art. 114 CRR** (Verordnung (EU) Nr. 575/2013 CRR) maßgeblich.

Gemäß **Absatz 2** werden Risikopositionen gegenüber **Zentralstaaten** und **Zentralbanken**, für die eine Bonitätsbeurteilung einer benannten **ECAI** (externe Ratingagentur gem. Verordnung EG 1060/2009) vorliegt, ein Risikogewicht laut unten stehender Tabelle zugewiesen, das gemäß Artikel **136** der Bonitätsbeurteilung der ECAI entspricht.

Bonitätsstufe	1	2	3	4	5	6
Risikogewicht	0%	20%	50%	100%	100%	150%

In **Absatz 3** heißt es: Risikopositionen gegenüber der EZB wird ein Risikogewicht von 0 % zugewiesen und in **Absatz 4** ist zudem definiert, dass Risikopositionen gegenüber **Zentralstaaten** und **Zentralbanken** der Mitgliedstaaten, die auf Landeswährung dieses Zentralstaates lauten und in dieser Währung refinanziert werden, ein Risikogewicht von 0 % zugewiesen wird.

Risikogewichtung von regionalen und lokalen Gebietskörperschaften

Laut **Art. 115 Abs. 2 CRR** erfolgt die Risikogewichtung von regionalen und lokalen Gebietskörperschaften durch eine Gleichsetzung des Risikogewichtes des jeweiligen Staats, sofern kein Unterschied zwischen den Risiken solcher Positionen aufgrund der speziellen Steuererhebungsbefugnisse dieser Gebietskörperschaften und aufgrund der besonderen institutionellen Vorkehrungen besteht, die zur Verringerung ihres Ausfallrisikos getroffen wurden.

Zusätzliche Informationen bieten das **EBA**-Rulebook und die von der EBA aktualisierten **Listen** zu den Regionalregierungen, lokalen Gebietskörperschaften (RGLAs) und öffentlichen Stellen (PSEs) für die Berechnung der Eigenkapitalanforderungen zu finden.

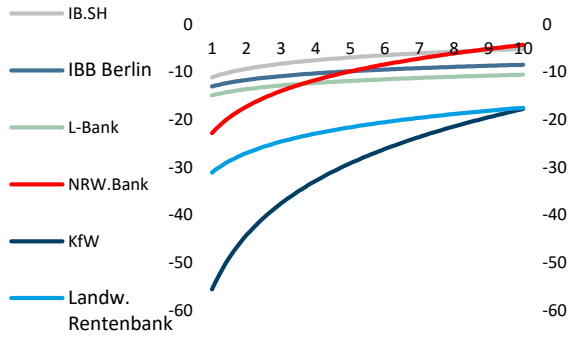
Liquidity Coverage Ratio (LCR)

Die Basis für die LCR-Einordnung stellt der Artikel 10 und die Absätze b und c der LCR-Verordnung (EU 2015/61) dar. Im Ergebnis werden Förderbanken werden der LCR Stufe 1 zugeordnet.

Haftungsform bedeutender Einflussfaktor für Spreads

KfW und Rentenbank mit Spread-Vorteil

ASW in Basispunkte, Stand 30.05.2022



Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Die Garantie- oder Haftungsform gehört bei den Agencies zu den bedeutendsten Einflussfaktoren für die Einordnung der Spreads. So kann das Risiko einer Agency bedingt mit ihrem Garantiegeber bzw. der haftenden Institution gleichgesetzt werden. Für Ratingagenturen stellt dies einen wichtigen Faktor für die Gleichsetzung des Agency-Ratings mit der Bonität des Garantiegebers bzw. der haftenden Institution dar. Auch die Risikogewichtung nach Basel III bzw. CRD IV werden durch die zum Teil gravierenden Unterschiede bei Garantie- bzw. Haftungsformen (vor allem im Vergleich zu Non-Financials und Agencies außerhalb Deutschlands) bedingt. Je höher die Bonität bzw. diejenige der Garantiegeber ist, umso geringer fallen die Spreads aus.

Wachstumstrend intakt

Die Assetklasse deutsche Agencies wächst seit Jahren kontinuierlich. Dazu trägt einerseits das steigende Fördervolumen und auf der anderen Seite die umfangreichen Garantien sowie die privilegierte regulatorische Behandlung bei. Allein in den letzten 10 Jahren wuchs das Emissionsvolumen von 1,8 Mrd. auf 57,6 Mrd. im Coronajahr 2021. In den ersten neun Monaten des Jahres 2022 platzierten die dt. Förderbanken bereits 53 Mrd. EUR (92 % des Vorjahreswertes) und dürften das Vorjahresvolumen übertreffen.

Neues von Research & Advisory

Links zu kürzlich erschienen Analysen

- → SSA & Financials: Weekly Market Update
- → Wochenausblick (erscheint am Freitag zwischen 12 - 14 Uhr)
- → Märkte und Trends August 2022 (Video)
- → Märkte und Trends August 2022 (Publikation)

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

Herausgeber und Redaktion

Helaba Research & Advisory

Redaktion:
Sabrina Miehs

Verantwortlich:
Dr. Gertrud R. Traud
Chefvolkswirtin/
Head of Research & Advisory

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

Internet: 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.