Helaba

Im Fokus: Covered Bonds
19. Juni 2026

Bpifrance emittiert eine European Secured Note



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

Wenn von der Idee bis zur Durchführung gut zehn Jahre vergehen, darf man bei Abschluss gerne die Adjektive vom obersten Regal benutzen – was derzeit auch reichlich getan wird. Wir stehen dieser Entwicklung grundsätzlich auch positiv gegenüber: zum einen, weil wir Harry Markowitz (Diversifikation) nicht widersprechen wollen, und zum anderen, weil in der aktuellen geo- und fiskalpolitischen Großwetterlage insbesondere Finanzinstitutionen Mittel und Wege finden müssen, um ihr Funding zu stabilisieren.

Wir wollen aber bei aller Euphorie nicht versäumen, einen genaueren Blick auf die Struktur der Transaktion zu werfen und die Wirkweisen und Richtungen der Sicherungsmechanismen zu durchleuchten. Getreu der Mahnung alter Lehrmeister suchen und finden wir auch Haare in der Suppe.

Zum Grundverständnis: was ist die Rechtsnatur der Bpifrance?

Die Bpifrance ist ein Etablissement public à caractère industriel et commercial (EPIC). Eine EPIC wird im französischen Verwaltungsrecht über das sogenannte Principe de spécialité (Spezialitätsprinzip) definiert. Das bedeutet, sie darf ausschließlich Aufgaben erfüllen, die ihrem gemeinwohlorientierten, hoheitlichen Sonderzweck (mission d'intérêt général) dienen. Im Fall der Bpifrance sind das Innovationsförderung, Mittelstandsförderung und Exportgarantien.

Nach französischem Verwaltungsrecht können EPICs nicht insolvent gehen oder liquidiert werden. Sollte das Kapital nicht ausreichen, treffen den französischen Staat als letzthaftendem die finanziellen Verpflichtungen. Als operative Einheit zur Erfüllung des hoheitlichen Sonderzwecks (in der Grafik als „Borrower“) tritt die Bpifrance S.A. auf. Sie besitzt eine offizielle Zulassung als Kreditinstitut und wird von der EZB beaufsichtigt. Die EPIC Bpifrance fungiert als der offizielle finanzielle Schutzschirm für die operative Bank. Für die großen Anleiheprogramme der BPIfrance S.A. stellt die EPIC eine autonome, bedingungslose und unwiderrufliche Garantie auf erstes Anfordern (Guarantee on first demand) bereit.

Die Grundstruktur der European Secured Note oder die Frage: „Wer besichert eigentlich wen?“

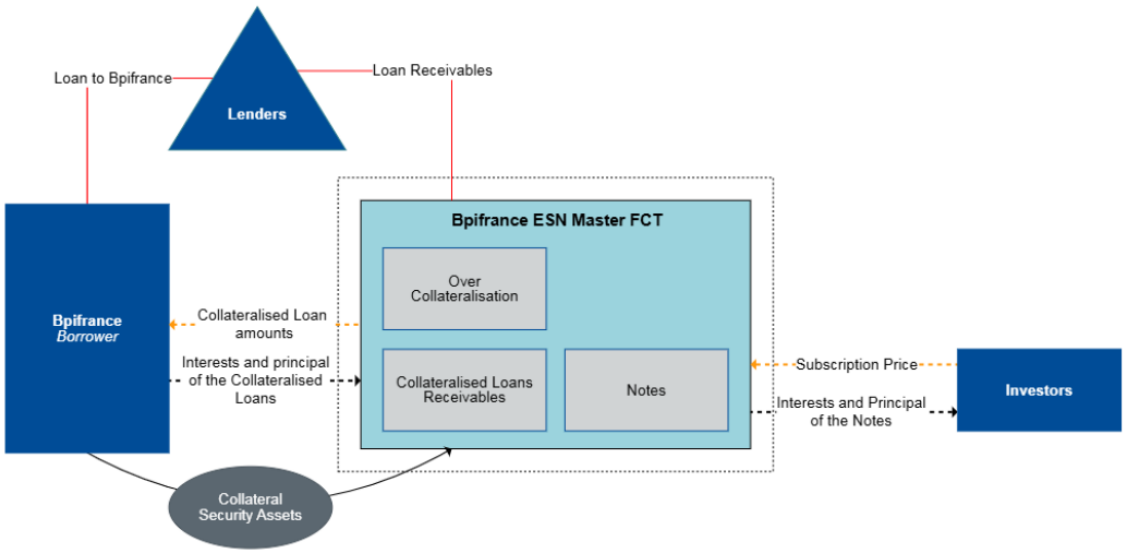
Als Emittent des Papiers tritt die Bpifrance ESN Master FCT auf. Der Rechtsform nach eine Zweckgesellschaft (Organsime de Financement) in der Form eines Verbriefungsvehikels.

Dieses Vehikel kauft – finanziert durch die Ausgabe von Schuldtiteln – von der Bpifrance S.A. Deckungswerte an. Die Deckungswerte sind entweder (i) mittel- bis langfristige Kredite (Prêts Moyen et Long Terme), die hypothekarisch oder durch eine andere Art von Sicherheit besichert sind, oder (ii) Kredite an kleine und mittlere Unternehmen (KMU), die über keinerlei Form von Sicherheit an den Vermögenswerten des Kreditnehmers verfügen, jedoch mit einer durch die französische Regierung bereitgestellten Garantie von Bpifrance ausgestatten sind. Letztere Art von Krediten müssen mindestes 75 % der Deckungsmasse ausmachen.

Der Investor besitzt zunächst einen Anspruch gegen das Vehikel, dessen Zahlungsfähigkeit sich aus dem Cashflow des angekauften Kreditportfolios definiert. Die Kreditqualität des Portfolios wiederum leitet sich zum einen von der idiosynkratischen Qualität der Kreditnehmer ab, entscheidend verbessert durch die Garantieleistung des Staates oder der anderen Sicherungsmittel. **Aus Sicht der Bpifrance** wird eine Fundingquelle geschaffen, deren

Besicherung sich aus Aktiva rekrutiert, die in Gänze die Kreditqualität der Bpifrance selbst definiert. Wer hier an specific Wrong-Way-Risk nach CRR Art. 291 denkt, liegt somit nicht ganz falsch.

Struktur der European Secured Note der Bpifrance



Quellen: Bpifrance, Helaba Research

Management des specific Wrong-Way-Risk oder die Frage: „Wie bekommt man die Kuh vom Eis?“

Das specific Wrong-Way-Risk lässt sich nicht eliminieren, jedoch kann es strukturell abgefedert werden:

Erstes Element hierfür ist die insolvenzfeste Abschottung der Deckungswerte über die Zweckgesellschaft. Sollte der französische Staat oder Bpifrance in eine finanzielle Schieflage geraten und ein Zahlungsmoratorium für staatliche Schulden ausrufen, sind die Zahlungsströme innerhalb des FCT (die Tilgungen der KMU-Endkreditnehmer) rechtlich geschützt. Der Cashflow fließt direkt von den KMUs über die Depotbank an die FCT-Investoren, ohne die Bilanz der Bpifrance zu berühren.

Als zweites Element zur Abfederung des Wrong-Way-Risks fungiert die Übersicherung der ESNs. Die Anleihedokumentation legt hierfür eine Mindestübersicherung von 20 % fest – oder den jeweils erforderlichen Wert, um ein Aaa-Rating von Moody’s zu halten. Dazu wurde ein Sperrklinkeneffekt eingezogen, der die Mindestübersicherung auf dem historisch höchsten zur Erlangung des Aaa-Status notwendigen Niveau festschreibt. Übersicherungsanforderungen von etwa 20 % finden sich im Übrigen bei spanischen und portugiesischen public sector Covered Bond Emittenten. Der größte Emittent französischer public sector Covered Bonds, die Caffil, hat zum Vergleich eine Mindestanforderung von 12 %. Sollte es also beispielsweise zu einem Zahlungsmoratorium kommen, ist das FCT nicht nur nicht davon betroffen, es profitiert auch noch von einem Puffer von mindestens 20 %.

Sollte es trotz des Puffers nicht möglich sein, den Zahlungsverpflichtungen nachzukommen, besteht die Möglichkeit, die anstehenden Tilgungszahlungen auf Anleihen um **maximal ein Jahr zu verschieben (Soft Bullet).**

Ein weiteres entscheidendes Element zur Abfederung des Wrong-Way-Risk ist das Vorhandensein und die insolvenzfeste Abschottung eines Cash Collaterals. Die Bpifrance erhebt von jedem Kreditnehmer **5 % der Kreditsumme als Cash Deposit** – generell und unabhängig von der ESN-Transaktion. Die Höhe des Cash Deposits bleibt von der Amortisation des dazugehörigen Kredites unberührt. Der credit support jedes einzelnen Kredites steigt also über die Zeit noch an. Sobald ein vordefiniertes Kreditereignis oder eine massive Herabstufung von Bpifrance eintritt, wird das Cash Collateral sofort isoliert. Bpifrance ist nicht in der Lage, diese liquiden Mittel für das eigene operative Geschäft zu verwenden. Die Tatsache, dass das Cash Collateral Teil der Mindestüber-

sicherung von 20 % ist, halten wir dabei nicht für eine Schmälerung. Vielmehr ist es für den Deckungsstock das wertvollste Asset, weil es im Gegensatz zu den normalen Deckungswerten sofort liquide ist.

Abschließend sei erwähnt, dass, falls bei einem Ausfall der Bpifrance die übertragenen Deckungswerte inklusive der Cash Deposits nicht ausreichen, um die ESNs vollständig zu bedienen, die Emittentin weiterhin eine Forderung gegen Bpifrance in Bezug auf die verbleibenden unbezahlten Beträge hat. Diese Forderung muss die FCT dann außerhalb eines Insolvenzverfahrens beitreiben.

Insgesamt wurde aus unserer Sicht auf diese Weise eine Struktur geschaffen, die das Wrong-Way-Risk spürbar abschwächt und somit die Bonitätseinschätzung konsequenterweise deutlich über der einer unbesicherten Schuldverschreibung der Bpifrance liegt.

Ökonomische, Strukturelle und historische Einordnung: „Ist die Struktur neu oder nur der Name?“

Es ist bezeichnend, dass gerade ein französischer staatsnaher Emittent den ESN-Stein ins Rollen bringt. Die aktuelle fiskalische Lage des französischen Zentralstaates und die einhergehenden Ratingverschlechterungen setzen insbesondere staatsnahe Einheiten unter Druck. Während Banken mit Obligations foncières, Obligations à l’habitat und klassischen Verbriefungen bereits über Möglichkeiten verfügen, sich ratingstabil zu refinanzieren, fehlt dies den staatsnahen Einheiten. Wir begrüßen ausdrücklich die Entwicklung dieses Fundingformats, das letztlich eine Grundlage bietet, um dem hoheitlichen Sonderzweck nachhaltig zu erfüllen. Die fehlende explizite regulatorische Unterstützung ist dabei zunächst sekundär.

Wir wären allerdings nicht überrascht, wenn sich die künftige Emittentenschaft die beste aller Welten schafft: Vermarktung als Covered-Bond-ähnliches Produkt und regulatorische Einordnung als Verbriefung inklusive der kürzlich in Aussicht gestellten regulatorischen Verbesserungen. Wir sehen es deshalb auch mit einigem Argwohn, dass Moody‘s titelt: „Bpifrance ESN Master FCT – Covered Bonds; Pre-Sale – French covered bonds“. Auch sehen wir kritisch, dass in der Debt Investor Präsentation der Bpifrance die European Secured Note als „covered-bond-like instrument“ dargestellt wird, bei dem lediglich andere Deckungswerte zur Anwendung kommen. Die Anforderungslitanei für Covered Bonds wird dabei kurzerhand außen vorgelassen und die Covered Bond Direktive von den 34 Artikeln auf einen reduziert.

In der Vergangenheit gab es bereits sehr ähnliche Produkte – ähnlich dahingehend, dass dual-recourse Instrumente entwickelt wurden, die unorthodoxe Deckungswerte zur Besicherung nutzten. Mit dem Begriff „Covered Bonds“ wurde jedoch meist etwas pietätvoller umgegangen. So emittierte die Commerzbank 2013 einen „SME Structured Covered Bonds“, 2016 wurden in Italien OBC (Obbligazioni Bancarie Collateralizzate) legal definiert und seit 2021 gibt es in der Schweiz structured-Covered-Bonds, bei denen Auto Leasing Forderungen als Deckungsmasse fungieren. Dadurch, dass in allen Fällen Banken als Anleiheemittenten fungierten, waren diese Ideen allerdings einen Schritt näher am Covered Bonds als die ESN der Bpifrance.

Der begrüßenswerten Fortentwicklung von European Secured Notes ist es unserer Meinung nach wenig zuträglich, ständig den Vergleich zu Covered Bonds zu suchen. Vielmehr sollte ein eigenes Profil geschärft, eine „Markenbezeichnung“ gepflegt und ein gemeinsames Produktverständnis etabliert werden. Anderweitig läuft man ständig Gefahr, strukturelle und/oder aufsichtsrechtliche Unterschiede von European Secured Notes kleinreden zu müssen und andererseits das über Jahrzehnte gepflegte Produktimage von Covered Bonds zu verwässern.

Die geo- und fiskalpolitische Großwetterlage sorgt für die Notwendigkeit ratingstabiler Finanzierung, und investorenseitig ist sowohl der Anlagedruck als auch die Erfahrung mit dual-recourse Produkten ausgeprägt. Insofern sind wir überzeugt, dass die ESN der Bpifrance nur ein weiterer Schritt in einer längeren Entwicklung darstellt und die Idee besicherter Finanzierungen an einem entscheidenden Punkt angelangt ist. Denn
„Nichts auf der Welt ist so mächtig wie eine Idee, deren Zeit gekommen ist.“ (Victor Hugo)



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

Herausgeber und Redaktion

Helaba Research

Redaktion:
Dr. Stefan Mitropoulos

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**

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.