

## Marktfähige Finanzierungsinstrumente von Banken und ihre Bedeutung als Sicherheiten im Eurosystem

*Begünstigt durch Maßnahmen zur Finanzmarktförderung und den europäischen Integrationsprozess konnte die marktbasierende Finanzierung von Banken mit Beginn der Währungsunion zum traditionellen Einlagengeschäft aufschließen.*

*Das Eurosystem akzeptiert einen Großteil der marktfähigen Finanzierungsinstrumente von Banken als Sicherheit in seinen Refinanzierungsgeschäften. Dies ist Ausdruck eines geldpolitischen Handlungsrahmens, der durch ein breites Spektrum an Sicherheiten und einen breiten Zugang von Banken zu den Refinanzierungsgeschäften die Gleichbehandlung der Geschäftspartner im Euro-Raum fördern soll.*

*Die Refinanzierungsgeschäfte des Eurosystems sind dabei grundsätzlich umfangreiche kurzfristige Kreditgeschäfte, für die Banken entsprechend notenbankfähige Aktiva zur Besicherung vorhalten. Die Tatsache, dass ein breiter Kreis von Vermögenswerten notenbankfähig ist, unterscheidet das Eurosystem wesentlich von anderen Zentralbanken.*

*In der seit über sieben Jahren andauernden Finanz- und Staatsschuldenkrise unterstützte das Eurosystem vielfältig die Märkte für Finanzierungsinstrumente der Banken. Dabei versuchte es, gravierende Engpässe bei der Verfügbarkeit von Sicherheiten sowie ihre marktdestabilisierenden Folgen zu vermeiden und gleichzeitig die eigenen Risikokontrollmaßnahmen auf einem ausreichend hohen Niveau zu erhalten. Grundsätzlich darf dieser Einfluss auf die Ausgestaltung und Verwendung von marktfähigen Finanzierungsinstrumenten der Banken jedoch kein Ersatz für notwendige Anpassungen im Bankensektor sein.*

*Perspektivisch und zumindest vorübergehend könnte für Banken die Notwendigkeit sinken, für regelmäßige Refinanzierungsgeschäfte notenbankfähige Wertpapiere vorzuhalten, wenn das Eurosystem im Rahmen des erweiterten Ankaufprogramms größere und längerfristige Wertpapierbestände erworben und auf diesem Weg umfangreiche Liquidität bereitgestellt hat. Dagegen wird das sich im Zuge der Krise entwickelnde regulatorische Umfeld einen wachsenden Einfluss auf die marktfähigen Finanzierungsinstrumente der Banken nehmen.*

## Finanzierungsinstrumente und Sicherheiten

Die marktbasierende Fremdfinanzierung von Banken schloss in Deutschland bereits vor Beginn der Währungsunion begünstigt durch die in den neunziger Jahren eingeleitete Finanzmarktderegulierung zum traditionellen Einlagengeschäft auf.<sup>1)</sup> Andere Mitgliedstaaten des Euro-Raums folgten dieser Entwicklung im Zuge des Integrationsprozesses. Während der Krise geriet die marktbasierende Finanzierung von Banken im Euro-Raum jedoch großflächig unter starken Druck. Das Eurosystem reagierte auf diese Entwicklung, nicht zuletzt weil Finanzierungsinstrumente von Banken eine hohe Bedeutung als Sicherheiten in Refinanzierungsgeschäften besitzen.

*Fremdfinanzierungsquellen von Banken im Euro-Raum*

Die Fremdfinanzierung von Banken im Euro-Raum beruht im Wesentlichen auf Kundeneinlagen, kurzfristiger Mittelaufnahme bei Banken und anderen institutionellen Investoren sowie der Emission marktbasierter Finanzierungsinstrumente. Neben der Emission eigener Schuldverschreibungen wird dabei auch die Platzierung verbriefter Kreditforderungen (Asset-Backed Securities: ABS)<sup>2)</sup> von Banken als Finanzierungsinstrument genutzt.

*Finanzierungskosten maßgeblich durch Haftungskaskade bestimmt*

Die Wahl marktbasierter Finanzierungsinstrumente wird maßgeblich durch die relativen Kosten bestimmt. Sie steigen mit dem Verlustbeteiligungsrisiko des Investors, das bei Eigenmitteln grundsätzlich am höchsten ist. Bei Fremdmitteln werden bei Verlusten zunächst Gläubiger ungedeckter nachrangiger Schuldverschreibungen beteiligt, gefolgt von vorrangigen Papieren. Ungedekte Papiere gewähren den Gläubigern kein Befriedigungsvorrecht und sind für Banken die teuerste marktbasierende Finanzierungsquelle für Fremdmittel. Neben diesen am Kapitalmarkt begebenen Schuldverschreibungen emittieren Banken auch kurzfristige ungedeckte Papiere, sogenannte Commercial Papers (CP) und Certificates of Deposits (CD).<sup>3)</sup>

Ein geringeres Verlustbeteiligungsrisiko und einen größeren Sicherheitspuffer haben die

Gläubiger gedeckter Bankschuldverschreibungen, zu denen auch Pfandbriefe gehören. Die Deckungsmasse dieser Papiere setzt sich aus einem rechtlich abgrenzbaren Bestand von Vermögenswerten zusammen, der als zusätzliche Sicherheit im Insolvenzfall dient. Damit haben Inhaber dieser Papiere einen doppelten Ausfallschutz, da sie Ansprüche gegenüber dem Emittenten und an die Deckungsmasse geltend machen können. Der Wert der Deckungsmasse bestimmt sich über die Güte seiner Vermögenswerte, beispielsweise Hypothekensforderungen oder Forderungen gegen die öffentliche Hand, und seiner rechtlichen Absicherung gegenüber der Insolvenzmasse.

Durch Verbriefungen können Banken ihre Kreditportfolios (und damit verknüpfte Risiken) ausplazieren, dadurch ihr Eigenkapital entlasten und Finanzierungskosten senken. Im Rahmen einer traditionellen Kreditverbriefung werden Kredite einer Bank an eine dafür gegründete Zweckgesellschaft verkauft. Zeitgleich gibt die Zweckgesellschaft am Kapitalmarkt Wertpapiere, die mit den Zahlungsansprüchen aus den Krediten besichert sind und entsprechend aus deren Zins- und Tilgungsleistungen bedient werden.<sup>4)</sup> Hierdurch werden diese Vermögenswerte handelbar gemacht. Im Ge-

*Verbriefungen senken Finanzierungskosten der Banken durch Ausplazierung von Risiken*

<sup>1</sup> Vgl.: Deutsche Bundesbank, Strukturelle Entwicklungen im deutschen Bankensektor, Monatsbericht, April 2015, S. 33 ff.

<sup>2</sup> Zur Darstellung der Verbriefungsaktivitäten im Euro-Raum vgl.: Deutsche Bundesbank, Das Schattenbankensystem im Euro-Raum: Darstellung und geldpolitische Implikationen, Monatsbericht, März 2014, S. 15 ff.

<sup>3</sup> CD sind verbrieftete Termineinlagen von Banken. CP können außerdem auch von Industrie- und Handelsunternehmen oder von öffentlichen Schuldnehmern begeben werden. Beide kurzfristigen Refinanzierungsformen waren früher vorwiegend im angelsächsischen Raum verbreitet, bevor sie in anderen europäischen Ländern eingeführt wurden. Sie sind üblicherweise ungedeckt, da die Kosten, die mit einer technischen und rechtlichen Umsetzung einer Deckung verbunden sind, bei kurzfristigen Papieren vergleichsweise hoch sind. Gleichwohl emittieren Banken, aber insbesondere Zweckgesellschaften auch forderungsbesicherte Geldmarktpapiere (Asset-Backed Commercial Papers: ABCP).

<sup>4</sup> Dies entspricht einer sog. True-Sale-Verbriefung. Bei einer synthetischen Transaktion verbleiben die verbrieften Kredite im Eigentum der Bank und es wird lediglich das Risiko an den Finanzmarkt transferiert. Vgl.: Deutsche Bundesbank, Neue rechtliche und regulatorische Rahmenbedingungen für den deutschen Verbriefungs- und Pfandbriefmarkt, Monatsbericht, März 2006, S. 37 ff.

gensatz zu gedeckten Schuldverschreibungen besitzen Gläubiger keinen doppelten Ausfallschutz, da die Zahlungsansprüche nur durch die zugrunde liegenden Kreditforderungen gedeckt sind, die rechtlich und wirtschaftlich auf eine Zweckgesellschaft übertragen wurden.

In der Krise zeigte sich allerdings, dass Banken doch Verlustbeteiligungsrisiken an dieser Finanzierungsform besaßen, da sie den emittierenden Zweckgesellschaften Liquiditätsfazilitäten oder auch Garantien bereitstellten.

*Hohe Bedeutung marktbasierter Finanzierungsinstrumente von Banken im Sicherheitenrahmen des Eurosystems, ...*

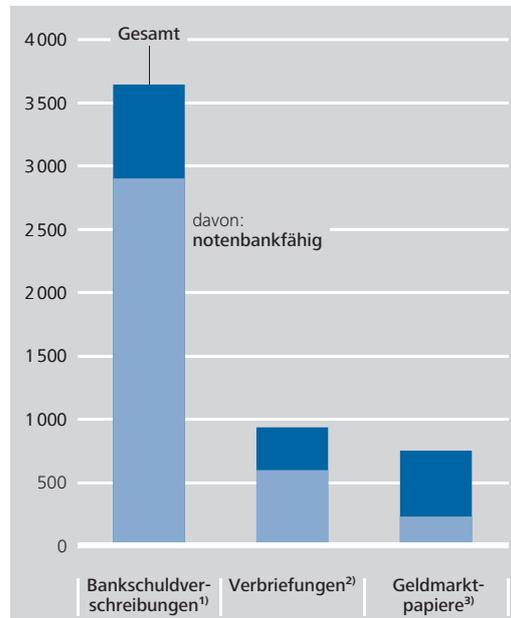
Banken nutzen marktfähige Finanzierungsinstrumente anderer Banken und unter bestimmten Bedingungen auch eigene Instrumente als Sicherheit für Refinanzierungsgeschäfte mit dem Eurosystem. Von den im Euro-Raum emittierten Bankschuldverschreibungen und Verbriefungen von zugrunde liegenden Krediten, die von Banken im Euro-Raum vergeben wurden, ist der überwiegende Anteil notenbankfähig. Sie sind also in Kreditgeschäften mit dem Eurosystem als Sicherheit zugelassen (siehe nebenstehendes Schaubild). Hybridinstrumente, nachrangige Bankschuldverschreibungen und Eigenkapitalinstrumente sind grundsätzlich von der Notenbankfähigkeit ausgeschlossen.

Das Halten notenbankfähiger Vermögenswerte ermöglicht Banken prinzipiell den Zugang zu Zentralbankgeld, dem liquidesten Aktivum. Finanzierungsinstrumente von Banken stellten Ende März 2015 etwa ein Drittel der notenbankfähigen marktfähigen Aktiva. In ihrer Bedeutung folgen sie den Staatsanleihen, die rund die Hälfte umfassen. Bei der tatsächlichen Nutzung als Sicherheit für Kreditgeschäfte mit dem Eurosystem sind Finanzierungsinstrumente von Banken sogar bedeutender als Staatsanleihen, nicht zuletzt weil die Nutzung notenbankfähiger Aktiva von den Geschäftsmodellen der Banken abhängt und damit nicht notwendigerweise die Struktur der insgesamt verfügbaren notenbankfähigen Vermögenswerte spiegelt.

Im geldpolitischen Rahmen des Eurosystems soll durch das breite Spektrum an notenbank-

### Marktfähige Finanzierungsinstrumente von Banken im Euro-Raum und ihre Notenbankfähigkeit

Mrd €, Stand: 1. Vj. 2015



Quelle: EZB. **1** Schuldverschreibungen mit Laufzeiten ab 2 Jahren. **2** Verbriefungen von Krediten, die von Banken im Euro-Raum vergeben wurden. **3** Schuldverschreibungen mit Laufzeiten unter 2 Jahren.

Deutsche Bundesbank

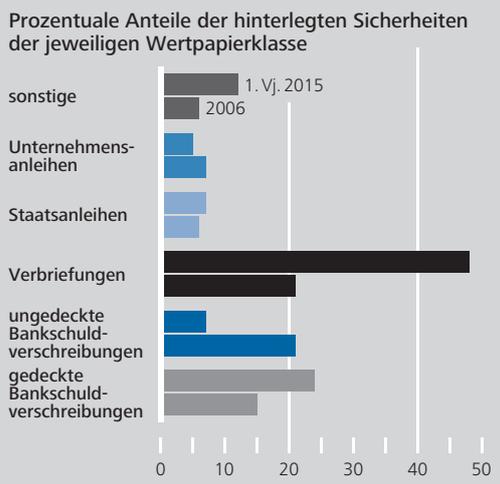
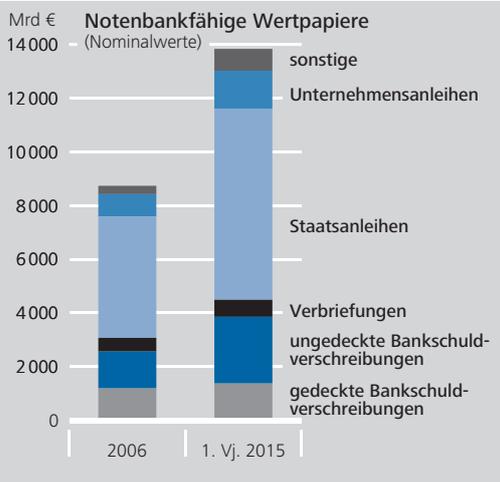
fähigen Aktiva und den breiten Zugang zu den Refinanzierungsgeschäften die Gleichbehandlung der Geschäftspartner im gemeinsamen Währungsraum gefördert werden.<sup>5)</sup> Das Eurosystem ist damit grundsätzlich neutral hinsichtlich der Art der akzeptierten Sicherheiten und ermöglicht so Banken mit verschiedenen Geschäftsmodellen an den geldpolitischen Operationen teilzunehmen.

Im Vorkrisenzeitraum nahmen deutsche Banken im Mittel etwa die Hälfte des geldpolitischen Refinanzierungsvolumens im Euro-Raum in Anspruch. Erst dann folgten Geschäftspartner aus Spanien, Frankreich und Italien, auf die zusammen etwa ein Fünftel des Refinanzierungsvolumens entfiel. Deutsche Banken besicherten die Geschäfte überwiegend mit gedeckten und ungedeckten Bankschuldverschreibungen, da

*... dabei strukturelle Verschiebungen im zeitlichen Verlauf*

<sup>5</sup> Generell sind für alle Kreditgeschäfte des Eurosystems ausreichende Sicherheiten zu stellen. Für einen Überblick vgl.: Deutsche Bundesbank, Der Sicherheitenrahmen des Eurosystems, Monatsbericht, Januar 2015, S. 37–39.

### Notenbankfähige Wertpapiere und ihre Nutzung als Sicherheiten im Eurosystem\*)



Quelle: EZB. \* Für Kreditgeschäfte der Banken im Euro-Raum mit dem Eurosystem hinterlegte Sicherheiten zu Beleihungswerten.  
 Deutsche Bundesbank

ihre marktbasiertere Finanzierung bereits hoch war und sie wiederum diese Finanzierungsinstrumente auch als Anlageinstrument verwendeten. Zudem waren deutsche Banken bei der Liquiditätsbereitstellung für andere Banken im Euro-Raum sehr aktiv.

Durch eine Neubewertung von Risiken in der Krise sank der grenzüberschreitende Liquiditätsausgleich zwischen den Banken, sodass Geschäftspartner in den Krisenländern ihren Liquiditätsbedarf zunehmend über das Eurosystem deckten. Geldpolitische Refinanzierungsgeschäfte sanken bei deutschen Geschäftspartnern deutlich, nicht zuletzt weil sie ihre im Vor-

krisenzeitraum stark ausgeweiteten Forderungen gegenüber Krisenländern im Euro-Raum verringerten und so Liquiditätsabflüsse reduzierten. Dies veränderte auch die Struktur der im Eurosystem hinterlegten Sicherheiten, die sich stärker an der Verfügbarkeit von notesbankfähigen Vermögenswerten bei Banken in Krisenländern ausrichtete (siehe nebenstehendes Schaubild). Der Anteil der als Sicherheiten genutzten Verbriefungen stieg gegenüber ungedeckten Bankschuldverschreibungen, auch wenn insgesamt marktfähige Finanzierungsinstrumente von Banken weiterhin in ihrer Bedeutung als Sicherheit für Refinanzierungsgeschäfte mit dem Eurosystem dominierten.

Grundsätzlich muss das Eurosystem Engpässe bei der Verfügbarkeit von Sicherheiten und deren marktdestabilisierende Folgen vermeiden, gleichzeitig aber seine Risikokontrollmaßnahmen auf einem angemessenen Niveau halten, um eigene Verluste und Reputationsschäden zu verhindern. Dieses Spannungsfeld erhöhte sich krisenbedingt, da einzelne Märkte für Finanzierungsinstrumente der Banken zusammenzubrechen drohten.

Die Qualität eines Schuldpapiers, das als Sicherheit dient, bestimmt sich maßgeblich durch die Bonität des Emittenten und die Verwertungsmöglichkeiten der Schuldforderung. Dabei ergänzen bei Wertpapieren externe, standardisierte Einschätzungen, beispielsweise Ratings, häufig die eigene Kreditwürdigkeitsprüfung des Gläubigers. Sie erhöhen den Grad der Homogenisierung und fördern dadurch die Marktliquidität. Diese wiederum erleichtert die Verwertung, da Wertpapiere, die an liquiden Märkten gehandelt werden, üblicherweise geringeren Preisschwankungen unterliegen und entsprechend leichter zu veräußern sind.

Die Aussagekraft von Marktpreisen über die Solvenz des Schuldners hängt allerdings von der Fähigkeit des Marktes ab, diese Informationen in den Preisen abzubilden. Zudem kann sich Marktliquidität rasch ändern, und damit die Verwertungsmöglichkeiten der Sicherheiten senken.

*Sicherheiten-  
 rahmen des  
 Eurosystems im  
 Spannungsfeld  
 zwischen Markt-  
 stabilisierung  
 und Risiko-  
 kontrolle*

*Marktfähigkeit  
 vereinfacht zwar  
 Qualitätsprüfung  
 von Sicher-  
 heiten, ...*

*... birgt aber  
 auch Risiken*

*Risikoanpassung über die Höhe der Bewertungsabschläge*

Bewertungsabschläge sind Bestandteil der Risikokontrollmaßnahmen im Sicherheitenrahmen des Eurosystems. Ihre Höhe bestimmt sich über Ausfall-, Liquiditäts- und Marktrisiken und durch sie berechnet sich der Beleihungswert der Sicherheiten. So kann zwar einerseits das finanzielle Risiko rein rechnerisch über die unterschiedlichen Finanzprodukte hinweg egalisiert werden. Andererseits gibt es Gründe, einen engeren Kreis an Sicherheiten mit geringeren Bewertungsabschlägen einem weiteren Kreis mit entsprechend größeren Abschlägen vorzuziehen. Papiere mit niedrigem finanziellem Risiko sind tendenziell leichter zu verwerten und bergen geringere Reputationsrisiken für die Zentralbank.

Andere Zentralbanken bevorzugen daher traditionell einen engeren Kreis von Sicherheiten mit geringeren Bewertungsabschlägen.<sup>6)</sup> Da staatliche Schuldverschreibungen bei ausreichend hohem Umlaufvolumen ein geringes Liquiditätsrisiko besitzen, führt dies in der Regel zur Bevorzugung dieser Wertpapierklasse, zumal das Kreditrisiko eines Emittenten mit Steuerhoheit im Heimatland typischerweise als niedrig eingeschätzt oder sogar gänzlich vernachlässigt wird.

*Internationale Unterschiede bei der Bedeutung von Sicherheiten für die Refinanzierung durch die Notenbank*

Im internationalen Vergleich unterscheiden sich dabei Zentralbanken deutlich in Bezug auf die Notwendigkeit, eine ausreichende Verfügbarkeit von Sicherheiten für Refinanzierungsgeschäfte sicherzustellen. Der geldpolitische Handlungsrahmen des Eurosystems sieht grundsätzlich einen vergleichsweise hohen Umfang an befristeten Kreditgeschäften mit Laufzeiten von einer Woche bis drei Monaten vor, für die Banken entsprechend notenbankfähige Aktiva zur Besicherung vorhalten. Das Eurosystem wählt diese Art der Geschäfte zur Refinanzierung des sogenannten strukturellen Liquiditätsdefizits, – also eines regelmäßigen Bedarfs an Liquidität – das im Bankensystem des Euro-Raums grundsätzlich primär wegen des hohen Banknotenumlaufs besteht (siehe Erläuterungen auf S. 36 f.). Zentralbanken haben die Wahl, wie sie die Refinanzierung dieser Liquiditätslücke im

Bankensektor ausgestalten. Alternativ zu den befristeten, geldpolitischen Kreditgeschäften kann eine Zentralbank durch endgültige Ankäufe von längerfristigen Wertpapieren das strukturelle Liquiditätsdefizit schließen, wie dies beispielsweise im Federal Reserve System durch Ankäufe von Anleihen des Zentralstaates üblich ist. Dadurch müssen Banken weniger notenbankfähige Aktiva für besicherte Kreditgeschäfte vorhalten. Mit der Wahl der notenbankfähigen Vermögenswerte, durch deren Ankauf oder Akzeptanz als Sicherheit in Refinanzierungsgeschäften Zentralbanken die Liquiditätslücke decken, verfolgen sie unterschiedliche Zielsetzungen. So hat beispielsweise die Bundesbank in der Vergangenheit den Aufbau eines größeren Bestandes von langfristigen Staatsanleihen weitgehend vermieden, um nicht den Verdacht der Finanzierung öffentlicher Haushaltsdefizite zu erwecken. Sie kaufte zur Refinanzierung des Liquiditätsdefizits vielmehr kurzfristige Vermögenswerte mit realwirtschaftlicher Verankerung an (siehe Erläuterungen auf S. 38).

Im Euro-Währungsgebiet war vor der Krise der hohe und steigende Banknotenumlauf als Hauptfaktor des strukturellen Liquiditätsdefizits für die Höhe und das Wachstum der Refinanzierungsgeschäfte entscheidend. In der Krise entkoppelte sich dieser Zusammenhang. Seitdem hat der Umfang der Refinanzierungsgeschäfte durch Sondermaßnahmen des Eurosystems deutlich zugenommen und veränderte die Struktur und das Wachstum der Zentralbankbilanz. Die geldpolitischen Geschäfte wurden zunehmend längerfristig, wuchsen deutlich stärker als der Banknotenumlauf und trugen im Wesentlichen zur Bilanzausweitung des Eurosystems bei. Auch im Federal Reserve System entkoppelte sich dieser Zusammenhang, doch wurde die Bilanzausweitung im Wesentlichen durch endgültige Ankäufe von längerfristigen Wertpapieren getragen und nicht durch be-

*Strukturelle Liquiditätsposition des Bankensektors auch entscheidend für die Bedeutung von geldpolitischen Sicherheiten*

<sup>6</sup> Vgl.: S. Cheun et al. (2009), The collateral framework of the Eurosystem, the Federal Reserve System and the Bank of England and the financial market turmoil, ECB Occasional paper No 107.

## Strukturelle Liquiditätspositionen des Bankensystems

Zentralbankgeld besteht aus Banknoten und Zentralbankguthaben. Es ist das Monoprodukt der Zentralbank, das heißt, nur sie kann es schaffen und den Preis dafür bestimmen. Zentralbankguthaben sind die Reserven der Banken auf ihrem laufenden Konto bei der Zentralbank. Banken benötigen diese Liquidität, um bei der Zentralbank für Bargeldabforderungen ihrer Kundschaft bezahlen zu können, um für die Teilnahme am unbaren Zahlungsverkehr Arbeitsguthaben vorzuhalten und die vom Eurosystem festgesetzte Mindestreserve zu erfüllen. Im Rahmen der Mindestreserve verlangt das Eurosystem von Banken das Halten von Guthaben auf ihren Konten bei der Zentralbank, deren Höhe sich üblicherweise als prozentualer Satz von bestimmten Bankenpassiva, etwa den Kundeneinlagen, berechnet. Über die Mindestreserve hinaus gehaltene Zentralbankguthaben werden als Überschussreserven bezeichnet. Banken halten Überschussreserven normalerweise nur in einem geringen Umfang, wenn alternative sichere und einen höheren Ertrag erzielende Anlagemöglichkeiten bestehen.

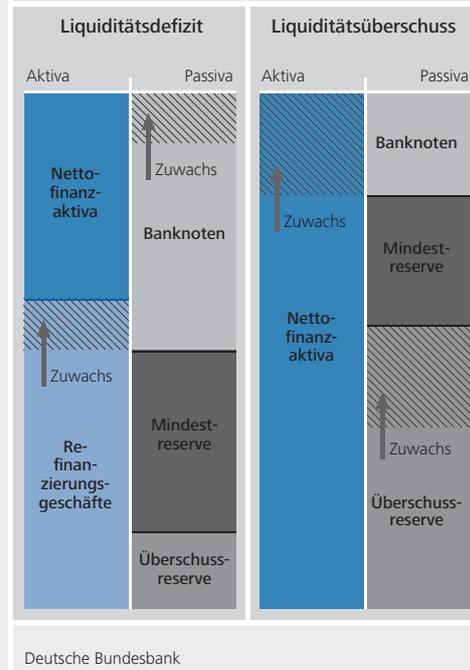
Bargeldabforderungen sind ein wesentlicher Faktor für die Erzeugung und Vergrößerung eines strukturellen Liquiditätsdefizits im Bankensystem. Sie steigen in einer wachsenden Wirtschaft üblicherweise strukturell, im Falle des Euro wohl auch zusätzlich getrieben durch eine Nachfrage nach Euro-Bargeld außerhalb des Euro-Währungsgebiets. Bei Banken sind also insgesamt die Bargeldauszahlungen höher als die Einzahlungen, was ein durch den Banknotenumlauf verursachtes strukturelles Liquiditätsdefizit erzeugt und vergrößert. Dies führt normalerweise zu einem steigenden Umfang geldpolitischer Refinanzierungsgeschäfte im Eurosystem (siehe Schaubild auf S. 37). Durch die Festlegung des geldpolitischen Zinses bestimmt das Eurosystem den Preis für die Refinanzierung.

Des Weiteren beeinflussen andere Faktoren die strukturelle Liquiditätsposition des Bankensystems gegenüber dem Eurosystem. Eine Zunahme von Währungsreserven oder von Wertpapierportfolios im Eurosystem verkleinert beispielsweise das strukturelle Liquiditätsdefizit, da die Zentralbank den Ankauf von Wertpapieren mit der Bereitstellung von Zentralbankguthaben bezahlt. Eine Zunahme von Einlagen der öffentlichen Hand bei der Zentralbank erhöht es dagegen, da diese dem Bankensystem Zentralbankguthaben entziehen. In den stilisierten Zentralbankbilanzen im Schaubild sind die das Liquiditätsdefizit verringenden Faktoren, im Beispiel also Währungsreserven zuzüglich Wertpapierportfolios abzüglich Einlagen der öffentlichen Hand, in den sogenannten Netto-Finanzaktiva zusammengefasst. Die strukturelle Liquiditätsposition des Bankensystems gegenüber dem Eurosystem lässt sich somit über die Zentralbankbilanz ermitteln. Übersteigt die Höhe der liquiditätsabsorbierenden Faktoren (explizit dargestellt sind Banknoten und Mindestreserve) die Höhe der liquiditätsbereitstellenden Faktoren (Netto-Finanzaktiva), besitzt das Bankensystem ein strukturelles Liquiditätsdefizit, das – zuzüglich einer geringen Überschussreserve – durch geldpolitische Refinanzierungsgeschäfte gedeckt wird.

Übersteigt dagegen die Höhe der liquiditätsbereitstellenden Faktoren die Höhe der liquiditätsabsorbierenden Faktoren, besitzt das Bankensystem einen strukturellen Liquiditätsüberschuss gegenüber dem Eurosystem. Er kann etwa durch umfangreiche Ankäufe von Wertpapieren oder auch Devisenreserven entstehen. Die dadurch generierten, über die zur Finanzierung von Banknotenumlauf, Mindestreserve und die Arbeitsguthaben hinausgehenden, „überschüssigen“ Überschussreserven verbleiben zunächst insgesamt auf den laufenden Konten der Banken bei der Zentralbank, wenn diese keine weiteren Entscheidungen trifft.

In der Krise sind das Volumen und der Anteil längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte im Eurosystem gestiegen, was zur Erhöhung der Überschussreserven im Bankensektor beitrug. Durch die umfangreichen Ankäufe von Wertpapieren über ein längeres Laufzeitspektrum könnte das Bankensystem zumindest mittelfristig und über einige Jahre in der Position eines strukturellen Liquiditätsüberschusses gegenüber dem Eurosystem verbleiben (vereinfacht dargestellt im nebenstehenden Schaubild). Muss das Eurosystem in diesem Umfeld die Zinsen erhöhen und einen restriktiveren geldpolitischen Kurs einschlagen, kann es entweder erst wieder ein strukturelles Liquiditätsdefizit erzeugen, indem es etwa Wertpapiere verkauft oder die Mindestreserve erhöht. In diesem Fall würden die Zinsen wieder über liquiditätszuführende geldpolitische Refinanzierungsgeschäfte gesteuert. Alternativ kann das Eurosystem die Zinsen über liquiditätsabsorbierende geldpolitische Geschäfte oder auch über den Satz der Einlagefazilität steuern.

**Zentralbankbilanzen bei unterschiedlichen strukturellen Liquiditätspositionen der Banken gegenüber dem Eurosystem**



fristete Kreditgeschäfte.<sup>7)</sup> Zentralbanken, die Wechselkursziele verfolgen, stellen auch außerhalb von Krisen Liquidität über das normalerweise erforderliche Maß hinaus durch Devisenankäufe bereit. Auch in diesen Fällen sind besicherte Kreditgeschäfte dann kaum mehr zur regelmäßigen Refinanzierung erforderlich und die Bedeutung von notenbankfähigen Aktiva im Bankensektor ist entsprechend niedriger.

Der Erfolg eines Ankaufprogramms zur Marktstützung hängt dabei von den Marktbedingungen für diese Finanzierungsinstrumente ab. Einerseits kann die erhöhte Nachfrage durch die Zentralbank die Emissionstätigkeit beleben und den Markt stützen. Andererseits kann das Eurosystem die Verfügbarkeit der Wertpapiere, auch für ihre Verwendung als Sicherheiten, verknappen und die Marktliquidität senken, wenn das

*Ankaufprogramme des Eurosystems dienten anfänglich zur Marktstützung ...*

Mit der Einführung eines einjährigen Ankaufprogramms für gedeckte Schuldverschreibungen (CBPP1) im Juli 2009 verwendete das Eurosystem erstmalig endgültige Ankäufe in seinem geldpolitischen Instrumentenkasten. Mit den Ankäufen verfolgte das Eurosystem das Ziel, über eine Stützung der Märkte für diese Finanzierungsinstrumente der Banken die Kreditvergabe und die Realwirtschaft im Euro-Raum zu beleben. Ihm folgte ein zweites Ankaufprogramm (CBPP2) im November 2011.<sup>8)</sup>

<sup>7</sup> Die Politik der krisenbedingten Bilanzausweitung durch Ankaufprogramme wird häufig als quantitative Lockerung bezeichnet, doch existiert keine allgemein anerkannte begriffliche Definition, und die in diesem Rahmen ergriffenen Maßnahmen sowie deren Begründung unterscheiden sich je nach Zentralbank. Die Ökonomen Claudio Borio (Bank für Internationalen Zahlungsausgleich) und Piti Disyatat (Bank of Thailand) sprechen daher allgemeiner von Bilanzpolitik. Vgl.: C. Borio und P. Disyatat (2009), Unconventional monetary policies: an appraisal, BIS Working Papers No 292.

<sup>8</sup> Im CBPP1 wurde das angekündigte Zielvolumen von nominal 60 Mrd € gekauft und man beobachtete bereits bei Ankündigung einen Effekt auf die Refinanzierungskosten der Banken. Nicht zuletzt in Ermangelung eines entsprechenden Angebots an gedeckten Schuldverschreibungen am Primärmarkt wurden im CBPP2 von den geplanten Ankäufen in Höhe von 40 Mrd € nur 16 Mrd € ausgeschöpft.

## Elemente realwirtschaftlicher Verankerung im geldpolitischen Handlungsrahmen

Im Eurosystem unterliegen Finanzierungsinstrumente der Banken keiner Zweckbindung, um als Sicherheit für geldpolitische Geschäfte verwendet werden zu können. Eine ungedeckte Bankschuldverschreibung und eine mit Krediten an kleine und mittlere Unternehmen unterlegte Verbriefung können beispielsweise beide notenbankfähig sein, obgleich für die Qualität der ersteren die Kreditwürdigkeit des Emittenten wichtig ist, aber nicht die mit der Mittelaufnahme betriebenen Geschäfte. Bei der Verbriefung haftet dagegen nicht die Bank, die den zugrunde liegenden Kredit vergeben hat. Vielmehr sind die Zahlungsströme nur durch die zugrunde liegenden Kreditforderungen gedeckt, die üblicherweise zweckgebunden sind.

Mit der Einführung gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG), die das Eurosystem als Sondermaßnahme von September 2014 bis Juni 2016 durchführt, setzt ein liquiditätszuführendes Zentralbankgeschäft jedoch direkter an der Geschäftspolitik eines Kreditinstitutes an, da diese Instrumente zumindest teilweise an die vergangene Kreditvergabe und die Neukreditvergabe der Banken an den Privatsektor gekoppelt sind. Durch diesen Mechanismus werden somit gewisse Anreize für die Banken gesetzt, eine negative Netto-Kreditvergabe zu vermeiden beziehungsweise zusätzliche Kredite zu vergeben. Darin können Parallelen zum früheren Diskontkredit der Bundesbank gesehen werden, da für die GLRG auch „Kontingente“ entstehen, wenngleich diese nicht so streng wie für den früheren Diskontkredit („Rediskontkontingent“) gehandhabt werden.

Der frühere geldpolitische Handlungsrahmen der Bundesbank gab dem Diskont-

kredit prinzipiell eine prominente Rolle in der Refinanzierung der Banken. Nach den Bestimmungen im Bundesbankgesetz (§ 19) durfte die Bundesbank Wechsel mit einer Restlaufzeit von maximal 90 Tagen kaufen und verkaufen, wenn sie bestimmte Kriterien erfüllten. Diese sogenannten Diskontwechsel mussten „gute Handelswechsel“ sein, das bedeutete, dass aus diesen Wechseln in der Regel drei als zahlungsfähig bekannte Verpflichtete hafteten und vor allem, dass sie aufgrund von Warenlieferungen oder Dienstleistungen zwischen Unternehmen oder wirtschaftlich Selbstständigen entstanden waren. Somit sollte ein enger Zusammenhang zwischen dem realwirtschaftlich verankerten Aktivgeschäft der Banken und der Refinanzierung bei der Notenbank hergestellt werden. Grundgedanken des geldpolitischen Handlungsrahmens beruhten also auf der „real bills doctrine“, der zufolge der Bedarf und die Schaffung von Papiergeld durch die Erfordernisse des Handels aus sich heraus begrenzt sei und damit nicht inflationär wirken könne.

Weitere Parallelen lassen sich im heutigen Sicherheitenrahmen erkennen. Er umfasst neben Krediten an nichtfinanzielle Unternehmen in Form von nicht marktfähigen Sicherheiten, die auf der Kreditvergabe von Banken an nichtfinanzielle Unternehmen basieren, auch Verbriefungen von Krediten an kleine und mittlere Unternehmen. Allerdings ist die Bindung an Handelsvorgänge nicht so stark wie in der Zeit des früheren Handlungsrahmens der Bundesbank.

Angebot hinter der gestiegenen Nachfrage zurückbleibt.<sup>9)</sup>

*... erleben aber  
aktuell einen  
Richtungs-  
wandel*

Auf die Liquiditätsposition des Bankensektors wirkten sich diese Ankaufprogramme<sup>10)</sup> aufgrund ihrer geringen Volumina noch nicht wesentlich aus. Fundamental ändern wird sich dies aber mit der fortschreitenden Durchführung des erweiterten Ankaufprogramms für Vermögenswerte (Extended Asset Purchase Programme: EAPP), das das Eurosystem in jedem Fall solange durchführen wird, bis der EZB-Rat eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung erkennt, die im Einklang steht mit dem Ziel, mittelfristig Inflationsraten von unter, aber nahe 2% zu erreichen. Im Rahmen des EAPP setzt das Eurosystem die bereits im September 2014 beschlossenen Programme für den Ankauf von gedeckten Schuldverschreibungen (CBPP3) und Asset-Backed Securities (ABSPP) fort. Hinzu kommen seit März 2015 zusätzlich Käufe von Anleihen, die von im Euro-Raum ansässigen Zentralstaaten, Emittenten mit Förderauftrag und europäischen Institutionen begeben werden (Public Sector Purchase Programme: PSPP). Das monatliche Ankaufvolumen unter dem erweiterten Programm soll 60 Mrd € betragen, wobei das PSPP den quantitativ bedeutendsten Anteil besitzt. Insgesamt ist beabsichtigt, bis September 2016 Ankäufe in Höhe von 1,14 Billionen € durchzuführen. Die Notenbankfähigkeit bleibt zwar auch im Ankaufprogramm weiterhin ein wichtiges Kriterium, da sie Grundvoraussetzung für die Zulässigkeit eines Wertpapiers für den Ankauf ist. Doch beschränkt sich die Bedeutung der Notenbankfähigkeit für die Liquiditätsbereitstellung im Eurosystem auf einen engeren Kreis von Wertpapieren, da überwiegend Papiere öffentlicher Emittenten angekauft werden. Zudem dürfte das Eurosystem durch den Aufbau eines umfangreichen und längerfristigen Wertpapierbestandes zumindest vorübergehend Geldpolitik im Umfeld eines strukturellen Liquiditätsüberschusses implementieren. Vorausgesetzt, der Liquiditätsausgleich zwischen den Banken im Euro-Raum ist wirksam, könnte das den Umfang gesicherter Kreditgeschäfte mit dem Eurosystem und die Not-

wendigkeit der Banken, notenbankfähige Vermögenswerte vorzuhalten, senken.

Als Zwischenergebnis lässt sich festhalten, dass die Wechselwirkung zwischen operativen Maßnahmen der Zentralbank und der marktbasier- ten Finanzierung von Banken vom geldpoli- tischen Rahmen abhängt. Bisher operierte das Eurosystem in einem geldpolitischen Rahmen, der grundsätzlich eine vergleichsweise starke Wechselwirkung besaß, was insbesondere in der Krise deutlich wurde. Im Folgenden wird gezeigt, wie sich die einzelnen Märkte für Finanzierungsinstrumente von Banken im längerfristigen zeitlichen Verlauf entwickelten und wie sich krisenbedingte Veränderungen an diesen Märkten auf die Nutzung der Sicherheiten und die Ausgestaltung des Sicherheitenrah- mens im Eurosystem auswirkten.

## Entwicklung der markt- basierten Finanzierungs- quellen von Banken im Euro-Raum

Die marktbasier- te Finanzierung über die Emis- sion von Schuldverschreibungen folgte im Euro- Raum insgesamt weitgehend der Geschäftsent- wicklung der Banken. Der Bestand an Bank- schuldverschreibungen hat sich von Beginn der Währungsunion bis zum Anfang der Krise ver- doppelt und ist seit 2012 rückläufig (siehe Schaubild auf S. 40).<sup>11)</sup>

Dabei verschoben sich die regionalen Anteile am Markt für Bankschuldverschreibungen des Euro-Währungsgebiets. Deutsche Banken emit-

*Marktbasier- te  
Mittelaufnahme  
der Banken  
folgte weit-  
gehend ihrer  
Geschäfts-  
entwicklung ...*

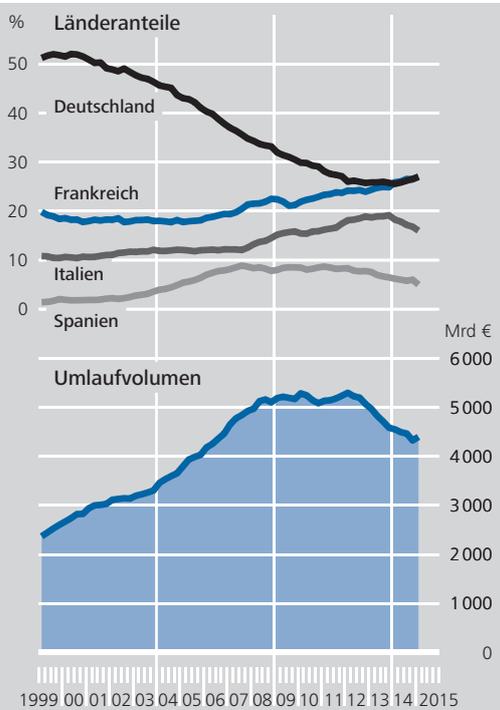
*... und  
nationalen  
Besonderheiten*

<sup>9</sup> Vgl.: Ausführungen zum „scarcity channel“ und „struc- tural channel“ in: Bank für Internationalen Zahlungsaus- gleich, Central bank operating frameworks and collateral markets, CGFS Publications No 53, März 2015.

<sup>10</sup> Wie auch das im Mai 2010 eingeführte Securities Mar- kets Programme (SMP).

<sup>11</sup> Die Entwicklung lässt sich anhand der Passivposition Schuldverschreibungen in der Statistik zu den Monetären Finanzinstituten (MFI) ohne Eurosystem verfolgen. Sie folgte dabei weitgehend der Entwicklung der aggregierten Bilanz- summe von Banken im Euro-Raum. Die Bestände sind zu Marktwerten dargestellt. Die Entwicklung ist damit teilweise preisgetrieben.

### Bankschuldverschreibungen im Euro-Raum



Quelle: EZB.  
 Deutsche Bundesbank

tierten zu Beginn der Währungsunion mehr als die Hälfte des Bestandes, nicht zuletzt weil der Anteil der Kapitalmarktfinanzierung bereits in den neunziger Jahren durch Finanzmarktförderungsgesetze stieg.<sup>12)</sup> Seitdem halbierte sich ihr Anteil nahezu und ist aktuell vergleichbar mit dem französischer Bankschuldverschreibungen, der seit Beginn der Währungsunion stieg – wie auch die Anteile anderer Mitgliedstaaten.

Beeinflusst wurde diese Entwicklung durch das Segment der gedeckten Schuldverschreibungen, das durch Unterschiede in den rechtlichen und regulatorischen Rahmenwerken nationale Besonderheiten aufweist.<sup>13)</sup> Das zu Marktpreisen bewertete Volumen gedeckter Bankschuldverschreibungen wuchs zu Beginn der Währungsunion extrem stark (siehe oben stehendes Schaubild). Nachdem sich der Markt im Euro-Raum bis zur Finanzkrise fast vervierfachte, entwickelte er sich seit Krisenbeginn trotz der den Markt stützenden Ankaufprogramme des Eurosystems wesentlich schwächer.<sup>14)</sup>

Entwicklungen am Markt für gedeckte Schuldverschreibungen ...

Am deutschen Markt dominierten früher die öffentlichen Pfandbriefe, die mit Forderungen gegen staatliche Kreditnehmer unterlegt sind, gefolgt von Hypothekendarlehen.<sup>15)</sup> Im Zuge des Wegfalls beziehungsweise der Modifikation der Anstaltslast und Gewährträgerhaftung mussten einige Hypotheken- und Landesbanken ihre Geschäftsmodelle anpassen. Das Volumen des Kreditgeschäftes mit öffentlichen Stellen ist folglich bei vielen Pfandbriefemittenten seit längerem rückläufig, wodurch die Deckungsmassen und damit die Volumina der öffentlichen Pfandbriefe abschmelzen.

... führten in Deutschland bereits vor der Krise zu einem Rückgang des Umlaufvolumens, ...

Der französische Markt für gedeckte Bankschuldverschreibungen wurde dagegen durch Änderungen der gesetzlichen Rahmenbedingungen begünstigt. Im Jahr 1999 wurde die Gesetzgebung zur Emission von sogenannten „Obligations Foncières“ (OF) verabschiedet. Seitdem ist der französische Markt unter anderem durch die Einführung strukturierter gedeckter Bankschuldverschreibungen und schließlich die Schaffung einer weiteren Art, den „Obligations de Financement de l’Habitat“ (OFH), rasant gewachsen. Hintergrund dieser Entwicklung war die Bedeutung von gedeckten Bankschuldverschreibungen zur Refinanzierung des kräftigen Wachstums des französischen

... in Frankreich dagegen zu einer Erhöhung, ...

<sup>12</sup> Vgl.: Deutsche Bundesbank, Strukturelle Entwicklungen im deutschen Bankensektor, Monatsbericht, April 2015, S. 36–39.

<sup>13</sup> Für einen Überblick vgl.: European Banking Authority (2014), Report on EU Covered Bond Frameworks and Capital Treatment. Regulatorische Anforderungen an gedeckte Schuldverschreibungen im Rahmen der EU-Verordnung 575/2013 trugen zwar zu einer Mindestharmonisierung bei, doch bleibt der Markt für gedeckte Bankschuldverschreibungen nicht zuletzt wegen historisch gewachsener Strukturen in Bezug auf die Ausgestaltung und Verwertungsmöglichkeiten der Deckungsmasse stärker national geprägt. Dagegen steht am Markt für ungedeckte Bankschuldverschreibungen die Bonität des Einzelinstituts im Fokus.

<sup>14</sup> iBoxx-EUR-Covered-Indizes zeigen die Entwicklung handelbarer und in Euro denominierter Inhaberpapiere ab einem Emissionsvolumen von 500 Mio €. Der Anteil am Gesamtvolumen, der von Emittenten außerhalb des Euro-Raums begeben wurde, hat in den letzten Jahren erheblich an Bedeutung gewonnen und ist sogar fast vollständig für den seit dem Jahr 2008 zu verzeichnenden Anstieg verantwortlich.

<sup>15</sup> Daneben werden in Deutschland in relativ geringer Anzahl noch Schiffs- und Flugzeugpfandbriefe emittiert.

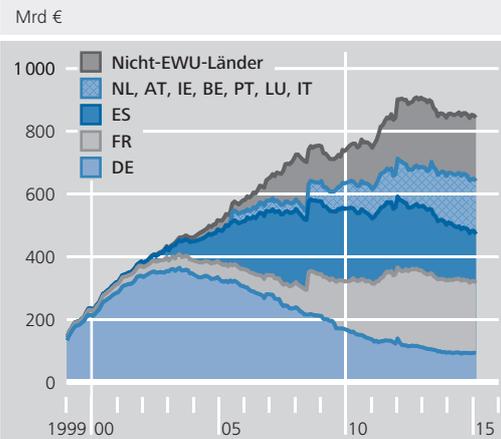
Hypothekenmarkts.<sup>16)</sup> Die Marktentwicklung war in den vergangenen beiden Jahren allerdings auch in Frankreich leicht rückläufig, im Wesentlichen wegen der eingetrübten wirtschaftlichen Aussichten, einer gebremsten (Hypotheken-)Kreditvergabe der französischen Banken und des seit dem Jahr 2012 verschärften französischen Steuerrechts im Zusammenhang mit Immobiliengeschäften.

*... während sie in Spanien durch Übertreibungen und Anpassungen am Immobilienmarkt beeinflusst wurde*

Der spanische Markt für gedeckte Bankschuldverschreibungen entwickelte sich seit Gründung der Währungsunion und im Zuge der Übertreibungen am Immobilienmarkt noch dynamischer als der französische Markt, brach während der Krise dann aber deutlich ein. In Spanien wird zwischen Hypotheken gedeckten Bankschuldverschreibungen (Cédulas Hipotecarias: CH) und öffentlichen gedeckten Bankschuldverschreibungen (Cédulas Territoriales: CT) unterschieden. Eine Besonderheit des spanischen Marktes sind die „Multi Cédulas“, die durch eine Zweckgesellschaft emittiert werden und so ein Pooling von CH verschiedener Emittenten refinanzieren. Nach einem starken Anstieg des spanischen Marktwerts, der wegen der Übertreibungen am Immobilienmarkt neben Preiseffekten im Wesentlichen durch die Emission von CH getrieben wurde, überstieg dieser im ersten Quartal 2008 schließlich den deutschen Marktwert. Bereits mit Beginn der Finanzmarkturbulenzen im Jahr 2007 gerieten die „Cédulas“ unter Druck. Die Qualität dieser Papiere wurde während der sich verschärfenden Immobilienkrise als geringer eingeschätzt, zumal im Jahr 2011 die Hypothekenkreditportfolios spanischer Banken von den Kreditnehmern teilweise nicht mehr bedient werden konnten.<sup>17)</sup> Spanische Banken, die zu einer Erhöhung der Vorsorge für Kreditausfälle verpflichtet wurden, erfuhren zudem Herabstufungen durch Ratingagenturen, die sich auch auf die Bewertung der „Cédulas“ auswirkten.

In der Folge waren die Kapitalmärkte für einzelne spanische Emittenten nicht mehr zugänglich. „Cédulas“ wurden stattdessen verstärkt

### Marktwert gedeckter Bankschuldverschreibungen



Quelle: Markt, iBoxx EUR Covered Indizes.  
 Deutsche Bundesbank

emittiert, um sie als Sicherheit zur Refinanzierung beim Eurosystem einzureichen.<sup>18)</sup> In Reaktion auf die erhöhte Hinterlegung führte das Eurosystem zum 1. November 2013 zusätzliche Bewertungsabschläge für eigengenutzte gedeckte Bankschuldverschreibungen ein.

*Eigennutzungen von gedeckten Bankschuldverschreibungen erforderten Anpassungen am Sicherheitsrahmen des Eurosystems*

Ungedeckte Bankschuldverschreibungen dürfen dagegen vom Geschäftspartner grundsätzlich nicht als Sicherheit eingereicht werden, wenn er selbst Emittent ist oder zum Emittenten enge Beziehungen besitzt. Bis März 2015 waren staatlich garantierte selbst emittierte Schuldverschreibungen aber von dieser Regelung ausgenommen.<sup>19)</sup> Die Emission staatsgarantierter Papiere begründet das vorübergehende Auf-

*Staatsgarantierte ungedeckte Bankschuldverschreibungen mittlerweile generell nicht mehr sicherheitenfähig*

**16** Der Anstieg im französischen Marktsegment am Jahresbeginn 2008 beruht überwiegend auf einer Neuklassifizierung der französischen gedeckten Bankschuldverschreibungen im iBoxx-Index.

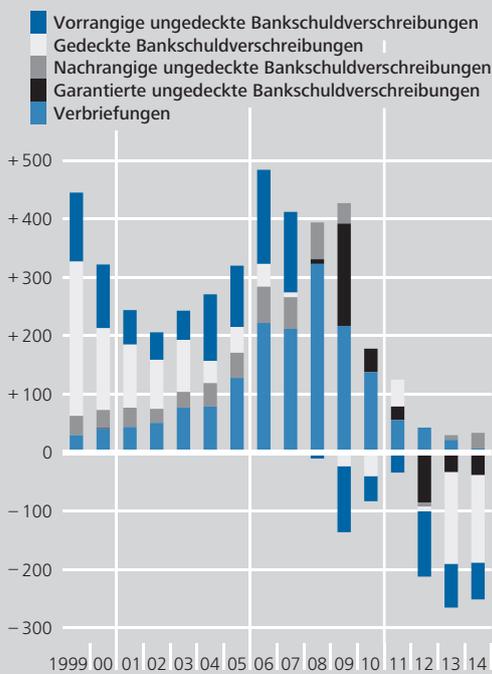
**17** In Spanien führte die Bankenkrise zu einer Staatsschuldenkrise, da zahlreiche Banken auf staatliche Unterstützung angewiesen waren. Spanien beantragte am 25. Juni 2012 finanzielle Hilfen von den Mitgliedstaaten des Euro-Raums zur Stützung seiner Banken. Die Eurogruppe stimmte dem Bankenprogramm am 20. Juli 2012 zu. Es wurde ein 18-monatiges Programm mit einem maximalen Volumen von 100 Mrd € beschlossen.

**18** ECB 2013/35 Art. 8.4. Gedeckte Bankschuldverschreibungen dürfen grundsätzlich auch vom emittierenden Institut als Sicherheit eingereicht werden, wenn sie den Anforderungen von Art. 129(1) bis (3) und (6) der Verordnung (EU) Nr. 575/2013 entsprechen.

**19** Staatliche Garantien können die Werthaltigkeit entscheidend verbessern, sie dann aber auch in unmittelbare Beziehung zur fiskalischen Solvenz bringen.

### Nettoemissionen von marktfähigen Finanzierungsinstrumenten der Banken im Euro-Raum<sup>1)</sup>

Mrd €



Quelle: Dealogic. \* Einschl. einbehaltener Emissionen.  
 Deutsche Bundesbank

leben der Emissionstätigkeit in der Krise, insbesondere im Jahr 2009 (siehe Schaubild auf S. 41), als die Finanzierungskosten der Banken deutlich stärker zwischen den Risikoklassen variierten und die Mittelaufnahme über die Emission ungedeckter Bankschuldverschreibungen angesichts der erhöhten Risikoaversion der Anleger erschwert war. Banken konnten durch diese Staatsgarantie eigene Schuldverschreibungen als Sicherheit im Eurosystem nutzen und sich über Kreditgeschäfte mit der Notenbank refinanzieren. Ihre Verwendung als Sicherheit in Kreditgeschäften mit dem Eurosystem stieg seit dem Jahr 2008 aufgrund dessen deutlich an, sodass das Eurosystem erst versuchte, durch Limitierungen entgegenzuwirken<sup>20)</sup> und dann mit einem Nutzungsverbot reagierte.<sup>21)</sup> Entsprechend sank der Anteil der ungedeckten Bankschuldverschreibungen bei der Hinterlegung als Sicherheit im Eurosystem von 32% Ende 2009 auf aktuell 12% (1. Quartal 2015).

Die Emissionstätigkeit am Markt für Verbriefungen ist bis zum Jahr 2008 rasant gewachsen (siehe nebenstehendes Schaubild). Im Zuge der Krise und den Entwicklungen am Immobilienmarkt kam es dann jedoch zum Einbruch der Emissionstätigkeit, die sich seither nur sehr langsam erholt. Der Auslöser der internationalen Finanzmarktkrise war zunächst die sogenannte US-Subprime-Krise im Jahr 2007, in deren Folge sich mit US-Hypotheken schwacher Bonität besicherte Verbriefungen als nicht werthaltig herausstellten. Obwohl europäische Verbriefungen in einem sehr viel geringeren Maß von Ausfällen betroffen waren, ließ angesichts auch in Europa wenig transparenter Strukturen das Vertrauen in diese Papiere stark nach. Aufgrund der Bilanzanpassungen im Bankensektor sind die Emissionen wieder auf das niedrige Niveau zu Beginn des Jahrtausends zurückgefallen.

*Dem rasanten Wachstum am Markt für Verbriefungen folgte eine massive Marktdestabilisierung in der Krise, ...*

Zudem hat sich der europäische Verbriefungsmarkt auch in der Struktur der zugrunde liegenden Forderungen gewandelt. ABS, die durch Kredite für private Wohnimmobilien besichert sind (Residential Mortgage Backed Securities: RMBS) und vor allem aus den Niederlanden, Spanien und Italien stammen, bilden zwar bis heute die am meisten emittierte Verbriefungsklasse. Krisenbedingt ging ihre Neuemission allerdings um circa 90% zurück. Im Rahmen des insgesamt marktschrumpfenden Trends sind die Volumina bei Verbriefungen mit realwirtschaftlichem Bezug, zu denen Verbriefungen von Forderungen an kleine und mittlere Unternehmen (KMU) und an Konsumenten zählen, seit dem Jahr 2007 relativ stabil geblieben, wenn auch auf niedrigem Niveau. Ihr Anteil am Gesamtvolumen ist mithin gestiegen. Außerdem hat sich das Segment der Auto-ABS als krisenfest

*... begleitet von einer Strukturänderung bei den zugrunde liegenden Forderungen*

<sup>20</sup> Mit Wirksamkeit vom 3. Juli 2012 durfte das als Sicherheit genutzte Nominalvolumen vom Geschäftspartner (oder einem eng verbundenen Geschäftspartner) selbst emittierter staatsgarantierter, ungedeckter Bankschuldverschreibungen das zu diesem Stichtag eingereichte Nominalvolumen nicht überschreiten.

<sup>21</sup> Seit März 2015 dürfen staatlich garantierte, ungedeckte Bankschuldverschreibungen nicht mehr vom Emittenten oder einem eng verbundenen Geschäftspartner selbst als Sicherheit genutzt werden.

erwiesen, weil die meisten Emittenten dieser Papiere aus den durch die Finanzkrise weniger stark betroffenen Ländern Frankreich und vor allem Deutschland kommen.

*Emissionstätigkeit am Verbriefungsmarkt und Nutzung als Sicherheit im Eurosystem in der Krise zeitweise eng verbunden*

Als im Sommer 2008 der Markt für Verbriefungen an Breite und Tiefe verlor, verwendeten Banken diese Wertpapiere zunehmend als Sicherheiten in Geschäften mit dem Eurosystem. Ein erheblicher Teil der neu begebenen ABS verblieb in den Bilanzen der ursprünglichen Gläubiger der Kreditforderungen (Originatoren) oder wurde sogar gezielt zur Refinanzierung mit dem Eurosystem aufgesetzt. Die Möglichkeit, diese einbehaltenen Transaktionen als Sicherheit für Refinanzierungsgeschäfte mit dem Eurosystem zu nutzen, bremste den Rückgang der Emissionstätigkeit.

*Anpassungen am Sicherheitenrahmen des Eurosystems und höhere Transparenzanforderungen*

Als Reaktion auf diese Entwicklungen erhöhte das Eurosystem zunächst die Risikokontrollmaßnahmen und verschärfte die Zulassungskriterien für die Nutzung von ABS als Sicherheiten. Zusätzlich beschloss der EZB-Rat im Dezember 2010 die Einführung von Informationspflichten für ABS auf Einzelkreditebene (sog. Loan Level Daten: LLD) innerhalb des Sicherheitenrahmens des Eurosystems, um die Transparenz im Bereich der ABS zu erhöhen.<sup>22)</sup> Im Zuge der Umsetzung höherer Transparenzanforderungen lockerte das Eurosystem die Ratinganforderungen für bestimmte ABS, die zusätzliche Kriterien erfüllen. Somit wurde der Sicherheitenrahmen für Verbriefungen wieder bedingt erweitert.

*Steigende Mittelaufnahme durch Emission von Geldmarktpapieren im Euro-Raum bis zur Krise ...*

Auch der Markt für Geldmarktpapiere wuchs bis zur Krise stark und ist seitdem rückläufig, wobei diese Papiere als Sicherheiten im Eurosystem grundsätzlich eine vergleichsweise geringe Bedeutung besitzen. Der Bestand von Geldmarktpapieren, die von Banken begeben wurden, verdoppelte sich seit Beginn der Währungsunion bis Mitte 2008 und erreichte ein Viertel der gesamten ausstehenden Schuldtitel von Banken. Besonders der Markt für Euro Commercial Paper (ECP) verzeichnete dabei ein starkes Wachstum, da er eine breite Investorenbasis anspricht und einer der ersten CP-Märkte

in Europa war, der grenzüberschreitend Emittenten und Händler zusammenführte.<sup>23)</sup>

Seit Krisenbeginn sank die Bedeutung von Geldmarktpapieren jedoch auf aktuell 17% (Stand: 1. Quartal 2015) der von Banken im Euro-Raum emittierten Schuldtitel trotz einer europäischen Initiative zur Förderung dieses Marktsegments. Um die Integration und die Entwicklung eines europäischen Marktes für Geldmarktpapiere weiter zu fördern, starteten EBF (European Banking Federation) und ACI (Financial Market Association) mit Unterstützung des Eurosystems im Jahr 2001 die STEP (Short-Term European Paper)-Initiative.<sup>24)</sup> Die Definition einheitlicher Markt- und Qualitätsstandards sollte dabei die benötigte Marktliquidität sichern. Emissionsprogramme, die diese Kriterien erfüllen, können sich auf Antrag mit dem STEP-Label versehen lassen.<sup>25)</sup> Zusätzlich entschied das Eurosystem im Oktober 2008, von Banken begebene STEP-Geldmarktpapiere als Sicherheiten für die geldpolitischen Operationen des Eurosystems zuzulassen.<sup>26)</sup>

*... ist jedoch wieder rückläufig trotz Initiative zu ihrer Belegung*

## ■ Fazit und Ausblick

Marktbasierte Finanzierungsinstrumente von Banken haben bisher einen hohen Anteil an den notenbankfähigen Aktiva, die das Eurosystem für Refinanzierungsgeschäfte mit Banken akzeptiert. Es besteht damit eine Wechselbeziehung

*Geldpolitischer Rahmen des Eurosystems ...*

<sup>22</sup> Seit Januar 2013 ist das Vorliegen aktueller LLD (mindestens quartalsweise Aktualisierung) für RMBS und KMU-ABS zwingende Voraussetzung der Notenbankfähigkeit. Weitere ABS-Klassen folgten im März 2013 bzw. Januar 2014. Mit dem European Data Warehouse steht ein Datenregister für Strukturdaten auf Einzelkreditebene zur Verfügung.

<sup>23</sup> EZB, Euro Money Market Study 2006. Die ECP stellen neben den französischen Geldmarktpapieren (French CD) den größten Anteil der europäischen Geldmarktpapiere. Die Mehrheit der Emittenten am ECP-Markt kommt aus dem Euro-Raum, im Jahr 2014 lag der Anteil bei 62%.

<sup>24</sup> Auf der EZB-Internetseite werden aggregierte Daten zum STEP-Markt veröffentlicht.

<sup>25</sup> Ein Großteil dieser Papiere wird von Banken emittiert und sind ECP und French CD. Vgl.: EZB, Euro Money Market Study 2010.

<sup>26</sup> Es wurden generell von Kreditinstituten begebene Schuldtitel, die auf zulässigen, nicht geregelten Märkten gehandelt werden, notenbankfähig. Neben den STEP-Papieren galt das auch für die French CD. Vgl.: EZB (2010), a. a. O.

zwischen der Ausgestaltung des Sicherheitenrahmens im Eurosystem und den Märkten für diese Finanzierungsinstrumente.

*... und bisherige Krisenmaßnahmen eng verbunden mit marktfähigen Finanzierungsinstrumenten der Banken*

In der Krise zeigte sich, dass das Eurosystem durch die Ausgestaltung des Sicherheitenrahmens vorübergehend stabilisierend wirken kann, indem es ungeordnete Anpassungsprozesse im Finanzsystem mit möglicherweise erheblichen Folgen für die Realwirtschaft eindämmt. Derartige Maßnahmen dürfen jedoch nicht mittelfristig notwendige Anpassungen im Bankensektor ersetzen.

*Künftige Entwicklung bei der marktbasierter Finanzierung von Banken stärker durch das regulatorische Umfeld geprägt*

Aktuell und perspektivisch nimmt das neue regulatorische Umfeld einen zunehmenden Einfluss auf die Entwicklung marktbasierter Finanzierungsinstrumente von Banken. So wird im Oktober dieses Jahres die Liquiditätsdeckungsquote (Liquidity Coverage Ratio: LCR) als Mindeststandard in der EU eingeführt. Banken sollen einen Liquiditätspuffer aus regulatorisch vorgegebenen liquiden Aktiva (High-Quality Liquid Assets: HQLA) halten, um eine akute, 30 Tage lang andauernde Stresssituation zu überstehen. Ungedeckte Bankschuldverschreibungen sind dabei grundsätzlich nicht für den Liquiditätspuffer anrechenbar. Durch die neuen europäischen Liquiditätsvorschriften dürfte dagegen die Nachfrage der Banken nach gedeckten Bankschuldverschreibungen und in geringerem Umfang auch nach ABS gestützt werden.<sup>27)</sup>

Ein zusätzlicher Emissionsbedarf für ungedeckte Bankschuldverschreibungen könnte dagegen durch die Europäische Restrukturierungs- und Abwicklungsrichtlinie (BRRD) entstehen. Ihr zufolge müssen EU-Mitgliedstaaten sicherstellen, dass die Institute zu jedem Zeitpunkt eine Mindestanforderung an Eigenmitteln und berücksichtigungsfähigen Verbindlichkeiten einhalten, die zur Verlustabsorption verwendet werden

können.<sup>28)</sup> Auf europäischer Ebene sollen die „Minimum Requirements for Own Funds and Eligible Liabilities“ (MREL) im Zuge der Umsetzung der BRRD spätestens im Januar 2016 in Kraft treten.

Im Segment der nachrangigen Bankschuldverschreibungen ist die Emissionsaktivität am aktuellen Rand, obgleich auf einem niedrigen Niveau, fast ausschließlich auf die Begebung von Contingent Convertibles (CoCos) zurückzuführen, welche die emittierenden Institute ihrem bankaufsichtlichen Eigenkapital zurechnen können. Bis alle Banken in der Europäischen Union die Kapitalvorgaben erfüllt haben werden, sind für einige Institute noch weitere Emissionen in diesem Segment zu erwarten. Durch ihre Nachrangigkeit sind CoCos aber generell von der Notenbankfähigkeit ausgeschlossen.

Perspektivisch könnte das Eurosystem nach Umsetzung des erweiterten Ankaufprogramms zumindest vorübergehend Geldpolitik in einem Umfeld eines strukturellen Liquiditätsüberschusses implementieren. Besicherte Refinanzierungsgeschäfte und die Notwendigkeit der Banken, notenbankfähige Wertpapiere zur Besicherung vorzuhalten, dürften in diesem Umfeld eine geringere Bedeutung als in der Vergangenheit einnehmen.

*Perspektivisch könnte die Wechselwirkung zwischen geldpolitischem Rahmen und den Finanzierungsinstrumenten der Banken im Euro-Raum sinken*

<sup>27</sup> Gemäß der delegierten Verordnung Nr. 2015/61 der Europäischen Kommission zur LCR zählen zu den HQLA der Stufe 1 gedeckte Schuldverschreibungen der Bonitätsstufe 1 und mit einem Mindestemissionsvolumen von 500 Mio €. Zu den HQLA der Stufe 2A gehören u. a. gedeckte Schuldverschreibungen der Bonitätsstufe 2 oder besser und mit einem Mindestemissionsvolumen von 250 Mio €. Zu denen der Stufe 2B zählen bestimmte ABS. Neben den im Baseler Rahmenwerk vorgeschlagenen RMBS können Auto-ABS, KMU-ABS und Konsumentenkredite-ABS als Level 2B HQLA in die LCR mit einfließen.

<sup>28</sup> Zu weiteren Details vgl.: Deutsche Bundesbank, Die neuen europäischen Regeln zur Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten, Monatsbericht, Juni 2014, S. 31 ff.