

Neues vom Pfandbrief

Ausblick 2015: Ausstieg aus der Peripherie?

Das Umfeld für Covered Bonds dürfte auch im nächsten Jahr positiv bleiben, so urteilen die Analysten der Bayern-LB. Hierfür spricht zum einen der sich aus der regulatorischen Bevorzugung resultierende strukturelle Nachfrageüberhang für die Assetklasse. Zudem werden aus Sicht der Analysten im nächsten Jahr die Neuemissionen kaum über 100 Milliarden Euro liegen und somit aufgrund der weiterhin hohen Benchmark-Fälligkeiten von 140 Milliarden Euro wiederum für ein negatives Angebot und damit anhaltend hohen Anlagedruck bei Investoren sorgen. Die Analysten äußern Zweifel, ob es der EZB mittels des Covered-Bond-Aufkaufprogrammes (CBPP3) gelingen wird, den Primärmarkt anzukurbeln. Am Sekundärmarkt wird CBPP3 in den nächsten Monaten für ein positives Sentiment sorgen und Covered-Bonds-Spreads gegen markante Ausweitungen absichern. Mit großen Spreadeinengungen rechnen die Analysten der Bayern-LB nicht mehr. Sollte die EZB künftig Staatsanleihen kaufen, könnten Covered Bonds der Peripherie underperformen. Derzeit halten die Analysten noch an der Übergewichtung der EU-Peripherie-Titel fest, Investoren sollten aber eher zu früh als zu spät über einen Ausstieg nachdenken.

Baustellen 2015

Für 2015 stehen bei einzelnen Emittenten und den Covered-Bond-Gesetzen einige Umbauten ins Haus. So wird es zum einen für die pbb Deutsche Pfandbriefbank ernst. Gemäß EU-Beihilfebescheid muss sie bis Ende nächsten Jahres privatisiert sein. Ohne staatliche Unterstützung würde ihre eigene Finanzstärke bei Moody's nur für ein „B2“-Rating reichen. Sollte der Verkauf an einen privaten Investor gelingen, wird das zukünftige Bankrating von dessen Finanzstärke mitbestimmt werden. Zweitens: Im Verlauf des ersten Halbjahres 2015 soll die Nord-LB Covered Finance Bank auf ihr Mutterinstitut, die Nord-LB Luxemburg verschmolzen werden. Das neue Institut soll ebenfalls als Lettres de Gage (LdG)-Bank aufgestellt werden. Um dies zu erreichen, werden die Private-Banking-Aktivitäten der Bank ausgegliedert. In der neuen Bank sollen zusätzliche, nach LdG-Kriterien

deckungsfähige, Aktivaklassen aus dem Konzern refinanziert werden. Das Luxemburger Recht bietet hier mehr Freiräume als das deutsche Pfandbriefgesetz. Die Analysten der Commerzbank gehen davon aus, dass damit wieder größere Emissionsvolumen möglich werden. Drittens spekulieren die Analysten der Commerzbank über einen möglichen Abschluss des Verkaufsprozesses der West-Immo. Nach Medienberichten zählen die Aareal Bank als auch Finanzinvestoren zu den Kaufkandidaten. Derzeit hat die West-Immo Pfandbriefe von über fünf Milliarden Euro ausstehen. Und viertens schließlich: Aus Sicht der Commerzbank ist die Covered-Bond-Regulierung auf Harmonisierungskurs. Von der EU-Kommission wird hierzu im nächsten Jahr eine Studie (Green Paper) erwartet, die in eine Richtlinie oder sogar verbindliche Mindeststandards münden könnte. Die Europäische Bankenaufsicht (EBA) hat mir ihren im Sommer veröffentlichten Best-Practice-Regeln vorgezeichnet, wohin die Reise gehen könnte. Generell dürften Deckungsstöcke homogener und die Transparenzanforderungen größer werden. Daneben dürften sich Standards wie LTV-Indexierung, Liquiditätspuffer, Stresstests und gesetzliche Mindestüberdeckung weiter verbreiten. Deutschland hat jüngst wieder einmal sein Pfandbriefgesetz harmonisiert. Herausragend ist die der BaFin übertragene Kompetenz, eine Überdeckung oberhalb der gesetzlichen Zwei-Prozent-Grenze zu fordern.

Depfa-ACS verliert Repo-Fähigkeit

Die EZB hat einige Covered Bonds von der Liste ihrer repofähigen Aktiva gestrichen. Nach Angaben der Commerzbank geht dies auf den Ablauf des Bestandschutzes für ABS-gedekte Covered Bonds zurück. Ende 2012 hatte die EZB angekündigt, künftig nur noch solche Covered Bonds als Repo-Sicherheit anzunehmen, bei denen keine externen ABS im Pool liegen. Bereits ausstehenden Anleihen wurde damals eine Übergangsperiode bis zum 28. November 2014 eingeräumt. Covered Bonds aus der Eurozone, bei denen aufgrund gesetzlicher oder vertraglicher Regelungen von vornherein eine ABS-Nutzung auszuschließen waren, bleiben unangetastet. Von anderen Emittenten sowie von Banken außerhalb der Eurozone verlangt die EZB regelmäßig eine

Entsprechungserklärung. Die Anleihen der Depfa ACS und der EEPK dürften dauerhaft von der Einlieferbarkeit als EZB-Repo-Sicherheit ausgeschlossen bleiben und qualifizieren sich auch nicht mehr für das CBPP3, so das Fazit der Commerzbank-Analysten.

Crowding-out durch EZB

Nach nur sechs Wochen hat das Aufkaufprogramm der EZB, das CBPP3, bereits ein größeres Volumen erreicht als das zweite Kaufprogramm im Laufe seines ganzen Jahres. Am Primärmarkt waren die Zentralbanken wieder sehr aktiv beteiligt. Bei Titeln der BPCE und Santander beteiligten sich die Zentralbanken mit Quoten von 36 bis 50 Prozent. Von immer teurer werdenden Covered Bonds und einem Crowding-out durch die EZB sprechen die Analysten der LBBW. Da derzeit viele Covered Bonds teurer als ihre jeweiligen staatlichen Titel notieren, bieten sich diese in manchen Märkten wie zum Beispiel Spanien und Italien, weiterhin als Alternative zu Covered Bonds an.

ECBC bastelt weiter am Label

Das ECBC-Labelkomitee hat seine Zulassungsbedingungen noch stärker an die CRR- und LCR-Regeln angelehnt. Covered-Bond-Programme müssen ab dem 1. Januar 2015 auch die Transparenzanforderungen der CRR einhalten. Emittenten sollen veröffentlichen, in welche LCR-Kategorie ihre Covered Bonds fallen. Darüber hinaus arbeitet das ECBC an einer stärkeren Vereinheitlichung der Transparenzangaben. Dazu wurden – wie bei Verbänden so üblich – Arbeitsgruppen einberufen. Die Moderation hat Anne Caris von Bank of America Merrill Lynch übernommen. 20 Vertreter kümmern sich in 4 Arbeitsgruppen um Themen wie das Mapping der nationalen Templates, einem Glossarium von gemeinsamen Definitionen, der Analyse der Investorenanforderungen (gemeinsam mit dem Covered Bond Investor Council CBIC) und der Sinnhaftigkeit der Entwicklung einer gemeinsamen IT-Plattform beim ECBC. Als Leiter einzelner Arbeitsgruppen fungieren die deutschen Vertreter Bernd Volk (Deutsche Bank), Florian Eichert (Credit Agricole) und Markus Wilken (TXS).