

Neues vom Pfandbrief

Draghi sorgt für aufgeblähte Bücher

Wie so oft bei EZB-Chef Mario Draghi entfalten Ankündigungen die meiste Wirkung. So auch bei der Verkündung des Ankaufes von ABS-Titeln und Covered Bonds. Bei den Covered Bonds ist die EZB bereits aktiv und hat per Ende Oktober mehr als 3,7 Milliarden Euro an Bonds auf die Bilanz genommen. Standen anfänglich Käufe im Sekundärmarkt im Vordergrund, so griffen die europäischen Notenbanker jetzt auch bei der ersten passenden Neuemission zu. Gepasst, das heißt, die Ankaufskriterien erfüllt, hat der eine Milliarde Euro große Covered Bond von Nordea Bank Finland. Für diesen Titel berichteten die federführenden Banken über eine Nachfrage von insgesamt 3,7 Milliarden Euro. Banker schätzen, dass 35 Prozent der Kaufwünsche vom EZB-Programm CBPP3 kamen. Prinzipiell dürfen die Notenbanker 70 Prozent eines Titels auf die Bücher nehmen. Letztendlich wurden 220 Millionen Euro an Käufer aus dem Kreis von Notenbanken und supranationalen Instituten zugeteilt, darin ist auch ein spürbarer Anteil asiatischer Institute enthalten. Analysten erwarten, dass die Nachfrage der EZB zu einer weiteren Aufblähung der Orderbücher führen wird, da traditionelle Investoren wohl mehr ordern werden, um eine einigermaßen akzeptable Zuteilung zu erhalten. Für Emittenten wird es wichtig sein, bei der Zuteilung die traditionelle und treue Kundschaft nicht aus den Augen zu verlieren, denn Draghis Programm läuft maximal zwei Jahre.

Spanien reformiert – Moody's mäkelt rum

Spanien reformiert seinen Covered-Bond-Markt. Zur großen Freude von Analysten, Investoren und Journalisten, läuft die begleitende Kommunikation in Form eines Konsultationsverfahrens auch in englischer Sprache ab. Die mit den Marktteilnehmern diskutierten Änderungen sind aus Sicht der DZ Bank Analysten schlicht notwendig, um die privilegierte aufsichtsrechtliche Behandlung der spanischen Covered Bonds nicht zu gefährden. Gleichzeitig gibt es im spanischen Covered-Bond-Recht im internationalen Vergleich dringenden Ver-

besserungsbedarf. Als Beispiele sieht Jörg Homey, Analyst der DZ Bank, die Bewertungsregeln für Immobilien, die Berichtspflichten zu den Deckungsmassen und die klare Abgrenzung der Deckungsmasse vom restlichen Vermögen der Bank. Die Umsetzung weitreichender Änderungen, so befürchtet Homey, dürfte sich aber als eine harte Nuss erweisen. Wie so häufig, gibt es sofort negative Begleitmusik. Diesmal von der Ratingagentur Moody's, die das Paket an gesetzlichen und regulatorischen Änderungen per Saldo negativ sieht. Die Agentur verweist auf das Risiko, dass die Überdeckung unter das gesetzliche Minimum von derzeit 25 Prozent der sogenannten „eligible assets“ fallen könnte.

Hypo Tirol freut sich über Hochstufung

Die Anhebung des Emittentenratings der Hypo Tirol (von „Baa3“ auf „Baa2“) hat auch Auswirkungen auf die nicht garantierten Öffentlichen Pfandbriefe der Bank. Moody's hat deren Bonitätsnote von „Aa2“ auf „Aa1“ angehoben. Gefordert wird hierfür eine Übersicherung von 16 Prozent, davon 8,5 Prozent in verpflichtender Form.

KfW – vorbildlich grün

Die KfW ist im Kapitalmarkt ein extrem professioneller und verlässlicher Partner. Das zeigte das Institut wieder, indem sie dem ersten „grünen Bond“ gleich das passende Reporting zur Mittelverwendung folgen ließ. Die Bank bestätigt, dass sie den Netto-Erlös zum Stichtag 30. September 2014 vollständig in Projekte zur Nutzung erneuerbarer Energien investiert hat.

Erste Bank erlebt Rückstufung

Die Erste Bank hat bei Moody's eine Herabstufung des Ratings des Öffentlichen Pfandbriefs von „Aaa“ auf „Aa1“ erleben müssen. Davor hatte Moody's das Emittentenrating auf „Baa2“ gesenkt. Für ein „Aaa“ hätte die Bank eine verpflichtende Übersicherung von 21 Prozent bieten müssen; im Angebot sind

aber nur drei Prozent. Bei den Hypothekendarlehen blieb es beim „Aa1“.

Blick in die Kristallkugel – Markt schrumpft weniger

Alle Jahre wieder holen die Analysten ihre Kristallkugeln hervor und werfen einen Blick auf das kommende Jahr. Vor allem interessiert sie, mit wie viel neuen Covered Bonds zu rechnen ist. Für den eigenen Bank-Arbeitgeber auch ein guter Richtwert, um wie viel Provisionsentnahmen man sich bemühen kann. Eine der ersten Schätzungen kommt von Florian Eichert, Covered-Bond-Analyst von Crédit Agricole. Er rechnet mit einem Volumen von 121 Milliarden Euro an neuen Covered Bonds im Benchmarkformat. Damit dürfte das Angebot zehn Prozent höher liegen als dieses Jahr. Aufgrund eines großen Volumen an fälligen Titeln wird das Nettoangebot, das heißt Angebot minus Fälligkeiten, bei minus 18 Milliarden Euro liegen (2014: minus 49 Milliarden Euro). Analyst Eichert macht aber bei der 2015er Schätzung eine deutliche Einschränkung; das Volumen ist nur wahrscheinlich, wenn es relativ lockere TLAC-Regeln geben wird. Im Falle strengerer Regeln geht er von einem Angebot an neuen Benchmark-Titel von 81 Milliarden Euro aus.

Verlängerungen – die Sicht von Fitch

Dem Thema Laufzeitenverlängerungen bei Covered Bonds widmet sich Fitch Ratings in einer Studie. Aktuell werden von der Agentur 132 Programme geteilt, davon weisen 50 eine Hard-Bullet-Struktur, 58 eine Soft-Bullet-Struktur und zehn eine Pass-Through-Struktur auf. 14 Emittenten haben mehrere Varianten im Angebot. Grundsätzlich bewertet Fitch Verlängerungsmöglichkeiten als positiv, da hierdurch das Refinanzierungsrisiko des Emittenten verringert wird. Aus Sicht der LBBW ist es für den Investor nicht leicht, den Überblick zu behalten, welche Ausgestaltungsmöglichkeiten anzutreffen sind. Dies ist vor allem von Bedeutung, da viele Investoren auch Restriktionen unterliegen, die es verbieten, in Covered Bonds ohne ganz feste Rückzahlungsmodalitäten zu investieren.