

## Neues vom Pfandbrief

### Deutsche Bank zum Zweiten

Zum zweiten Mal reüssierte die Deutsche Bank am Jumbo-Pfandbriefmarkt. Doch im Gegensatz zur ersten Emission im Jahr 2009 ging sie diesmal erstaunlich leise zu Werke. Auch im Nachgang vermied es das größte deutsche Kreditinstitut, die Platzierung zu vermelden – oder gar zu feiern. Dabei hätte es allen Grund gegeben, denn den Frankfurtern ist ein beachtlicher Coup gelungen. Dass sie für den jüngsten Hypothekenspfandbrief kaum warben, ist wohl auch den Erfahrungen mit der ersten Jumbo-Emission geschuldet. 2009 rissen die Investoren der Bank förmlich den Pfandbrief aus den Händen. Binnen 35 Minuten quoll das Orderbuch seinerzeit mit Zeichnungsbegehren in Höhe von 5,5 Milliarden Euro über. Aufgrund der Finanzmarktkrise zahlte die Bank damals auf ihr sieben Jahre laufendes Papier einen Spread von 55 Basispunkten. Aktuell wird der Pfandbrief mit vier Basispunkten über Swap-Mitte gehandelt.

Diesmal brauchten die Konsortialführer Calyon, Commerzbank, ING, Unicredit und Deutsche Bank deutlich mehr Zeit. Zwei Stunden sind für einen länger laufenden Jumbo-Pfandbrief aber durchaus noch im Rahmen des Marktüblichen. Am Ende stand ein Ordervolumen von 2,5 Milliarden Euro. Aufgrund der hohen Nachfrage konnte die Bank den Preis noch in ihrem Sinne gestalten. Von den zu Orderbeginn aufgerufenen 15 Basispunkten bleibt zum Schluss ein Spread von 13 Basispunkten über Swap-Mitte. Wie sein Vorgänger läuft auch der jüngste Hypotheken-Jumbo der Deutschen Bank sieben Jahre und ist mit einem Kupon von 3,375 Prozent ausgestattet.

Während sich bei der Erstemission noch 170 Investoren meldeten, waren es diesmal immerhin noch 110 Anleger. Mit 52 Prozent kamen die meisten von ihnen aus Deutschland. Britische Investoren bildeten mit 19 Prozent die zweitgrößte Gruppe. Aus der Schweiz und Österreich kamen sechs beziehungsweise fünf Prozent der Zeichner. Die übrigen 18 Prozent stammen aus anderen Ländern. Besonders gefragt war die Emission bei Banken, die 54 Prozent der Investoren stellten. 26 Prozent der Interessenten waren Fondsmanager. Zentralbanken

sind mit zehn Prozent die drittgrößte Anlegergruppe. Versicherungen und andere Investoren machten jeweils fünf Prozent aus.

Den beiden Jumbo-Pfandbriefen der Deutschen Bank mit jeweils einer Milliarde Euro stehen Hypothekenkredite in Höhe von 2,6 Milliarden Euro als Deckungswerte gegenüber. Davon sind 1,8 Milliarden Euro gewerbliche Immobilienfinanzierungen und 0,8 Milliarden Euro sind Hypotheken aus dem Bereich der Privat- und Geschäftskunden (PBC). Auch der zweite Pfandbrief der Deutschen Bank ist mit dem „AAA“-Rating versehen (siehe hierzu nebenstehende Seite).

Dass es der Deutschen Bank als noch jungem Pfandbriefemittent gelungen ist, einen langlaufenden Hypotheken-Jumbo zu einem vergleichsweise niedrigen Spread abzusetzen, ist angesichts des aktuellen Umfeldes eine respektable Leistung. Zum Vergleich: Die im Pfandbriefmarkt etablierte Münchener Hypothekenbank hatte zum Jahresauftakt einen fünfjährigen Hypotheken-Jumbo nach einer Stunde mit einem Spread von zehn Basispunkten platziert und das Volumen auf 1,25 Milliarden Euro angehoben. In der Gegenüberstellung zeigt sich, dass die Investoren zwar auch auf die Qualität des Deckungsstocks schauen, dem Emittenten aber ein deutlich höheres Gewicht beigemessen wird.

### Covered Bonds in der Refinanzierung

Die Bedeutung von Covered Bonds in der Refinanzierung von Banken wird weiter zunehmen. Zu diesem Ergebnis kommt eine Untersuchung von Fitch Ratings. In der Studie „Bank's Use of Covered Bond Funding on the Rise“ identifiziert die Ratingagentur vor allem die gestiegene Risikoaversion der Investoren und die höheren regulatorischen Anforderungen als Haupttreiber dieser Entwicklung. Für Covered Bonds muss der Emittent weniger Eigenkapital unterlegen als für unbesicherte Anleihen. Zudem sind Covered Bonds, die mindestens ein Rating von „AA minus“ haben, unter Basel III als Level-2-Assets im Rahmen der Liquidity Coverage Ratio einsetzbar. Dadurch verändert sich einerseits die Aktiv-Passiv-

Struktur der Banken, da verstärkt deckungsstockfähige Kredite vergeben werden. Andererseits stehen durch die Separierung der Deckungsmassen und die mitunter beträchtliche Überdeckung im Insolvenzfall des Emittenten weniger Vermögenswerte zur Verfügung, um die Forderungen der Gläubiger von unbesicherten Anleihen des Emittenten bedienen zu können.

Fitch hat 120 Institute aus 18 Ländern untersucht, deren ausstehende Covered Bonds zusammen ein Volumen von 2,275 Billionen Euro haben. Dabei wurden die umlaufenden Covered Bonds in Relation zur Bilanzsumme gestellt. Heraus kam, dass gedeckte Schuldverschreibungen bei fast jedem zweiten Kreditinstitut weniger als zehn Prozent der Bilanzsumme ausmachen. In nur 17 Prozent der Banken haben Covered Bonds ein Gewicht von mehr als 20 Prozent.

Allerdings gibt es Spezialfinanzierer, bei denen Covered Bonds für 30 bis 50 Prozent der Passivseite stehen. Die höchste Abhängigkeit von Covered Bonds haben demnach die Deutsche Genossenschafts-Hypothekenbank und die französische Crédit Immobilier de France Développement. In Europa ist es zudem nicht selten, dass Tochtergesellschaften für die Emission von Covered Bonds genutzt werden, während sich die jeweilige Muttergesellschaft über unbesicherte Anleihen und Kundeneinlagen refinanziert. So hat der Lettre de Gage bei Luxemburger Emittenten mitunter einen Anteil von 60 Prozent an der Bilanzsumme.

Wenig überraschend ist, dass der durchschnittliche Anteil von Covered Bonds an der Bilanzsumme in Deutschland mit rund 23 Prozent am höchsten ist. Dicht darauf folgt Norwegen. Aber auch in schwedischen, französischen und spanischen Banken haben Covered Bonds durchschnittlich einen Anteil von mehr als 15 Prozent an der Bilanzsumme.

Bereits zwischen 2003 und 2009 ist das weltweite Umlaufvolumen von Covered Bonds laut Europäischem Covered Bond Council (ECBC) jährlich um acht Prozent auf 2,390 Billionen Euro angestiegen. Davon entfielen zu diesem Zeitpunkt auf Deutschland 719 Milliarden Euro, auf Spanien 353 Milliarden Euro, auf Dänemark 327 Milliarden Euro, auf Frankreich 289 Milliarden Euro und auf Großbritannien 205 Milliarden Euro.