

Neues vom Pfandbrief

Nachösterliche Ruhe

Am nachösterlichen Covered-Bond-Markt herrscht weitgehend Ruhe. Kurz vor den Feiertagen hatte noch die neuseeländische ASB Finance die Gunst der Stunde genutzt, um auf dem alten Kontinent nach Investoren für ihren sechsjährigen Covered Bond zu suchen. Mit 200 Millionen Schweizer Franken war die Emission jedoch vergleichsweise klein. Auf Euro umgerechnet fand der Covered Bond bei 88 Euro über Swap-Mitte seine Abnehmer. Danach wurde es zunächst still am Primärmarkt, was sicherlich auch an wenig erbaulichen Konjunkturmeldungen aus den USA lag.

Erst die Landesbank Hessen-Thüringen Girozentrale (Helaba) öffnete das Emissionsfenster einen Spalt breit. Nachdem das Institut hinsichtlich großvolumiger Neuemissionen zwölf Monate pausiert hatte, meldete es sich mit einem siebenjährigen Öffentlichen Pfandbrief in Höhe von einer Milliarde Euro zurück. Geschlossen wurde das Orderbuch bei einem Zeichnungsvolumen von 1,5 Milliarden Euro. Versehen mit einem Kupon von zwei Prozent gelang die Platzierung zu 15 Basispunkten über Swap-Mitte. Darin zeigt sich, dass die Käufer neben der Qualität des Deckungsstocks auch den als gut angesehenen Ruf der Helaba berücksichtigten. Von allen drei großen Ratingagenturen war der Pfandbrief mit Bestnote versehen worden.

Dagegen musste die österreichische Unicredit Bank Austria am gleichen Tag für ihren neuen Öffentlichen Pfandbrief einen Spread von 88 Basispunkten über Swap-Mitte bieten, obwohl die Emission lediglich ein Volumen von 500 Millionen Euro hatte, einen Kupon von 2,625 Prozent bot und das Orderbuch zweifach überzeichnet war. Von Moody's hat die Emission ein „Aaa“-Rating, das jedoch unter Beobachtung steht. Aufgrund des starken Engagements österreichischer Banken in Osteuropa besteht bei Investoren und Ratingagenturen die Sorge, dass die Institute besonders stark unter der europäischen Staatsschuldenkrise leiden könnten. In der Folge weiteten sich seit Spätsommer 2011 die Spreads der österreichischen Pfandbriefe deutlich aus. Langsam engen sie sich jedoch wieder ein, haben aber noch nicht das Vorkrisenniveau erreicht.

Außerdem wurde mit der Commonwealth Bank of Australia erneut ein Emittent aus Down Under im europäischen Primärmarkt aktiv. Der zehnjährige Covered Bond mit einem Volumen von 1,5 Milliarden Euro wurde mit einem Spread von 89 Basispunkten über Swap-Mitte platziert.

Derweil möchte die Berlin-Hannoversche Hypothekenbank einen Teil ihrer ausstehenden Öffentlichen Pfandbriefe vorfristig zurückkaufen. Betroffen sind ein im August dieses Jahres fälliger Jumbo-Pfandbrief in Höhe von einer Milliarde Euro und mit einem Kupon von 3,75 Prozent, ein im Januar 2014 und ein im März 2017 fälliges Papier mit jeweils 1,25 Milliarden Euro und Kupon von 4,0 beziehungsweise 4,125 Prozent sowie eine im Mai 2019 fällige Emission mit einer Milliarde Euro und einer Verzinsung von 4,5 Prozent. Bis 3. Mai haben die Investoren Zeit, auf das Rückkaufangebot einzugehen. Am 9. Mai soll die Transaktion erfolgen.

Qualität hat ihren Preis

Erholt und entspannt präsentiert sich der europäische Covered-Bond-Markt derzeit beileibe nicht, wohl aber der Präsident des Verbands deutscher Pfandbriefbanken (vdp), Jan Bettink. Als er dieser Tage die Verbandsbilanz für das Jahr 2011 und den Ausblick auf 2012 vorstellte, gab er sich angesichts der Probleme im internationalen Finanzsystem bemerkenswert gelassen. Fatalismus liegt ihm freilich fern. Vielmehr wirkte wohl der gerade beendete Urlaub nach eigenem Bekunden noch als Stimmungsaufheller nach. Folglich sieht der Präsident weder Weltwirtschaft noch Staaten von einer Krise in die nächste stolpern, sondern kann allenfalls einen überfälligen Strukturwandel ausmachen. Das meint zwar auch nichts anderes, doch wird der Eindruck erweckt, dass der Prozess aktiv, zielgerichtet und aus eigenem Antrieb gestaltet und vorangebracht werden könne.

Allerdings muss Bettink zugeben, dass auch die Pfandbriefbanken noch immer Getriebene sind. Basel III, Solvency II und EBA traktieren mit verschärften, teils konträren Anforderungen die Kreditwirtschaft und würden eine seriöse Geschäftsplanung erschweren. Hinzu

kämen die nach wie vor großen Unsicherheiten am Kapitalmarkt. Nachdem bereits im Frühjahr 2011 ein Ende der Finanzmarktkrise nahe schien und die EZB schon wieder die Zinsen erhöhte, beendete das Drama um die hellenischen Staatsfinanzen die Hoffnungen auf baldige Besserung. Seitdem belasten hohe Marktpreisschwankungen bei Staatsanleihen der Euro-Peripherieländer die Banken und beeinträchtigen zeitweise auch ihre Refinanzierung, speziell im unbesicherten Bereich.

Beschweren können sich die Pfandbriefbanken ansonsten kaum. Nach eigenem Bekunden geht es ihnen – von einzelnen Abwicklungsfällen abgesehen – vergleichsweise gut. Eine solide Konjunktur, eine stabile Arbeitsmarktlage und die hohe Immobiliennachfrage in Deutschland wirken sich positiv auf das Aktivgeschäft aus. Mit 89,8 Milliarden Euro wurde bei den Immobilienfinanzierungen das Vorjahr um 6,1 Prozent übertroffen. Dabei halten sich wohnwirtschaftliche und gewerbliche Kredite die Waage. Angesichts der Staatspleite Griechenlands und im Vorgriff auf die geplante Leverage Ratio ist der Rückgang bei neuen Staatskrediten von 44,2 Milliarden Euro um 33,3 Prozent auf 29,5 Milliarden Euro kaum verwunderlich. Flugzeugfinanzierungen lagen mit 2,3 Milliarden Euro um 3,3 Prozent über dem Vorjahresniveau, Schiffskredite mit 6,4 Milliarden Euro um 38,3 Prozent unter dem Wert von 2010.

Damit haben sich die Verhältnisse im Neugeschäft wieder umgekehrt. Vor zehn Jahren hatten Hypothekarkredite am Neugeschäft der Institute gerade mal noch einen Anteil von 34,4 Prozent. Im Jahr 2010 überstiegen Baufinanzierungen mit 54 Prozent erstmals wieder die Staatskredite und 2011 waren bereits 70 Prozent der Neuzusagen Immobiliendarlehen. Endlich besinnen sich die Institute wieder auf ihr originäres Geschäft als Immobilienfinanzierer – wenn auch erst unter regulatorischem Druck. Diese Entwicklung soll sich auch 2012 fortsetzen.

Das hat jedoch erhebliche Folgen für die Refinanzierung. Mit dem Pfandbrief gelingt es, einen erheblichen Teil des Geschäfts sehr günstig und verlässlich zu refinanzieren. Dabei färbt die stabile Wirtschafts- und Haushaltslage in Deutschland auch auf das Image der gedeckten Bankschuldverschreibungen ab.

Zwar wurden im vergangenen Jahr die Spreads deutscher Pfandbriefe von der Staatsschuldenkrise im Euro-Raum mit nach oben gerissen, doch in wesentlich geringerem Ausmaß als Covered Bonds aus anderen europäischen Staaten. Das rechnet sich der Verband durchaus als Erfolg der eigenen Arbeit zu, die in erster Linie auf die Verbesserung der Produktqualität zielt.

Dabei befinden sich die Institute in einer durchaus ambivalenten Situation. Wegen der hohen gesetzlichen Standards ist der Pfandbrief für Emittenten und Investoren vergleichsweise teuer. Umgekehrt lassen sich niedrige Kupons und enge Spreads nur mit überdurchschnittlich hoher Qualität rechtfertigen. Entsprechend bemüht ist der Verband, möglichst viele Investorenwünsche zu erfüllen. Im Fokus steht derzeit vor allem die Markt- und Deckungsstocktransparenz.

Nachdem in den vergangenen Jahren mehrere Versuche scheiterten, das Market Making wiederzubeleben, lässt der Verband seit 9. Januar dieses Jahres die Pfandbriefspreeds von 15 Investmentbanken börsentäglich mitteln, um Investoren ein Gefühl für einen fairen Marktpreis der Schuldverschreibungen zu geben. Die Initiative ist durchaus lobenswert, doch bezieht sie sich nur auf das schwindende Segment der Jumbo-Pfandbriefe, die nach Verbandsdefinition mindestens eine Milliarde Euro Volumen haben müssen. Längst gilt jedoch auch bei den Investoren Volumen nicht mehr als Maßstab oder gar Ausweis besonders hoher Liquidität. So sind deutsche Institute zuletzt weniger mit Jumbos am Primärmarkt aktiv geworden, sondern bevorzugen Benchmark-Emissionen mit geringerem Volumen. Darauf will der Verband in diesem Jahr reagieren, indem Pfandbriefe ab 500 Millionen Euro in die Sekundärmarkt-Transparenzinitiative einbezogen werden sollen.

Hinsichtlich der Deckungsstockqualität soll eine Novelle des Pfandbriefgesetzes die Publikationspflichten nach § 28 erweitern. Demnach werden künftig auch Zins- und Währungsrisiken im Deckungsstock abgebildet, gewichtete Durchschnitt des Alters von Forderungen angegeben, das Volumen EZB-fähiger Forderungen genannt, Restlaufzeiten von unter zwei Jahren nach halbjährlichen Fristenbändern aufgeschlüsselt und sonstige Deckungswerte genauer erklärt. Nicht ins Gesetz bringen kann der

Verband die von Investoren gewünschte Bonitätsdifferenzierung für öffentliche Deckungswerte – vor allem bei deutschen Kommunalkrediten. Hier will der Verband in Eigeninitiative Informationen bereitstellen. Auch bei der Einschätzung des deutschen Immobilienmarktes soll den Investoren ein besseres Gefühl gegeben werden, indem der aus Finanzierungsdaten der Mitgliedsinstitute ermittelte Immobilienpreisindex, den es bislang für selbst genutztes Wohneigentum und Büroimmobilien gibt, um Mietwohnungen und Einzelhandelsimmobilien erweitert werden soll.

Mehr Transparenz und Qualität geht sicherlich immer, doch wenn weitgehend jedes Risiko aus den Pfandbriefen eliminiert wurde, welche Rendite sollen sie dann noch bieten? Dass der Pfandbrief in Schönheit stirbt, ist derzeit nicht zu befürchten. Im Gegenteil: Der Pfandbrief ist ein Gewinner der Krise, die aber, so müssen auch die Pfandbriefbanken hoffen, nicht ewig anhält. Wie gefragt werden dann hohe Sicherheit gepaart mit schwacher Rendite sein? Ein weiteres Problem: Die höhere Qualität der

Pfandbriefe entwertet die ungedeckte Refinanzierung. Diese aber brauchen die Institute, einerseits um im Finanzierungsgeschäft wettbewerbsfähig zu bleiben und andererseits um die gestiegenen Überdeckungsanforderungen der Ratingagenturen zu erfüllen.

Dieser Realität kann sich auch der Verband nicht verweigern. So werden erstaunlich unaufgeregt geliebte Dogmen über Bord geworfen. Galten etwa Pfandbrief-Generika wie Structured Covered Bonds vor wenigen Jahren noch als Teufelszeug, wurden sie jüngst als sinnvolle Beimischung im Refinanzierungsmix der Banken gelobt. Als „Pfandbrief light“ will der vdp-Hauptgeschäftsführer Jens Tolckmitt die Nachahmer-Produkte dennoch nicht verstanden wissen. Vielmehr sieht er in ihnen ein Substitut für andere Formen der ungedeckten Refinanzierung, bei denen lediglich Strukturmerkmale des Pfandbriefs kopiert werden. Es sind also nicht nur Finanz- und Weltwirtschaft, die einen Wandel durchmachen. So entspannt und erholt, wie sich der Verbandspräsident gibt, sind die von ihm vertretenen Institute längst noch nicht. L.H.

Rating kurz notiert

Triple-A mit stabilem Ausblick lautet die Ratingnote, die **Schleswig-Holstein** von Fitch bekommen hat. Mit insgesamt 172,7 Millionen Euro Transferzahlungen im vergangenen Jahr gehört das Land zu den Nettoempfängern des Länderfinanzausgleichs. Bis Jahresende 2011 erhöhte sich die Gesamtverschuldung des Landes auf 27 Milliarden Euro, doch bis zum Wirksamwerden der Schuldenbremse im Jahr 2020 muss das Land seinen Haushalt konsolidieren. Dafür erhält das Land zwischen 2011 und 2019 jährlich 80 Millionen Euro aus dem Bundeshaushalt. In der Ratingbegründung würdigt die Agentur einerseits die Sparanstrengungen und andererseits die Stabilität und Nachhaltigkeit des im Grundgesetz geregelten Solidaritätssystems der deutschen Länder, demnach ein Land in „extremer Haushaltsnotlage“ durch den Bund und die übrigen Länder unterstützt wird.

Für vier deutsche Förderbanken bestätigte Fitch die Ratingeinschätzung. Die **KfW Bankengruppe**, die **Landwirtschaftliche Rentenbank**, die

NRW Bank und die **L-Bank** behalten demnach im Langfristrating die Bestnote „AAA“. Ausschlaggebend für die Bonitätsbeurteilung ist das Rating des hinter den Banken stehenden Gewährträgers, was im Falle der KfW und der Rentenbank der Bund, bei der NRW Bank Nordrhein-Westfalen und bei der L-Bank Baden-Württemberg ist.

Infolge der Rating-Herabstufung der Dexia Credit Local Ende März auf „BBB“ ist auch das Rating der Öffentlichen Pfandbriefe der Tochtergesellschaft **Dexia Kommunalbank** von Standard & Poor's gesenkt worden. Statt vormals „AAA“ werden die Schuldverschreibungen jetzt mit „AA plus“ bewertet. Die Einstufung „watch negative“ bleibt bestehen.

Nachdem die Covered Bonds des italienischen Kreditinstituts **Cassa Depositi e Prestiti** bereits unter „Review for Downgrade“ standen, hat Moody's das Rating jetzt von „Aa1“ auf das für italienische Covered Bonds maximal mögliche „Aa2“ gesenkt.