

## Neues vom Pfandbrief

### Herbstmüdigkeit

Am Covered-Bond-Primärmarkt ist es nach wie vor sehr ruhig, die Neuemissionstätigkeit ist weiterhin verhalten. Nachdem die Münchener Hypothekbank im Juli dieses Jahres als Emittent am USD-Markt auftrat, platzierte nun auch die Nord-LB einen in US-Dollar denominierten Covered Bond. Das von den Ratingagenturen Moody's und Fitch mit den Bestnoten bewertete Papier hatte ein Emissionsvolumen von einer Milliarde US-Dollar und wurde mit einem Aufschlag von 50 Basispunkten über Swap gepreist. Mit dieser Transaktion erhöht sich das Neuemissionsvolumen von USD-Covered Bonds auf 37,1 Milliarden US-Dollar und liegt damit auf Höhe des Vorjahres.

Ohnehin steht das US-Dollar-Funding bei vielen europäischen Banken derzeit hoch im Kurs. Vor allem im internationalen Geschäft sind Kredittransaktionen auf Dollar-Basis nach wie vor die Regel, sodass eine währungskonforme Refinanzierung nur mit Hilfe von Bondemissionen in US-Dollar oder mittels Swaps sichergestellt werden kann. In den vergangenen Jahren ist das USD-Emissionsvolumen von Covered Bonds im Benchmarkformat stetig gestiegen und erreichte im vergangenen Jahr insgesamt 37,2 Milliarden Euro. Im Vergleich zum Vorjahr bedeutete dies eine Steigerung um annähernd 40 Prozent. Für das laufende Jahr ist ein Volumen von 37,1 Milliarden Euro zu erwarten.

Das spanische Finanzunternehmen Bankinter emittierte darüber hinaus einen dreijährigen Cédula Hipotecaria im Volumen von 500 Millionen Euro, mit einem Kupon von 3,875 Prozent und einem Aufschlag von 335 Basispunkten über Swap-Mitte. Ferner stockte die Unicredit Group ihre Mitte August platzierten Obbligazioni Bancarie Garantite (OBG) bei 190 Basispunkten über Swap-Mitte um 250 Millionen Euro auf. Die am 31. Januar 2018 fällige Anleihe weist damit ein Umlaufvolumen von insgesamt einer Milliarde Euro auf. Des Weiteren startete die norwegische Terra Boligkreditt eine Roadshow. Der bislang lediglich mit Transaktionen im kleinen Benchmarkformat aufgetretene Hypothekenfinanzierer der Terra-Gruppen AS ließ dabei durchblicken, dass aufgrund der zum Teil unterschiedlichen

Investorengruppen bei der kommenden Transaktion das Jumbo-Format gewählt werden könnte. Dabei kommt die dritte Emission in 2012 nicht von ungefähr, denn der aus Hypothekendarlehen bestehende Deckungsstock ist seit dem dritten Quartal 2010 von rund vier Milliarden Euro auf etwa sieben Milliarden Euro per Juni 2012 angewachsen. Angesichts dieses rasanten Wachstums kann Terra offensichtlich auch das großvolumige Segment in Angriff nehmen.

Im Rahmen ihrer Vorbereitungen auf die Roadshow dürfte sich die norwegische Bank auch Gedanken zu den Auswirkungen einer möglichen Emissionsgrenze für Covered Bonds gemacht haben, deren Einführung nun die norwegische Finanzaufsicht angeregt hat. In Zeiten internationaler Finanzturbulenzen hätten Covered Bonds zwar einen positiven Beitrag zur Refinanzierung norwegischer Banken geleistet. Angesichts sinkender Sicherheitenpolster unbesicherter Gläubiger und der prozyklischen Risiken der Covered-Bond-Refinanzierung sollte nun jedoch darüber nachgedacht werden, die Nutzung solcher Anleihen zu beschränken oder das Eigenkapital zu erhöhen, wenn ein bestimmtes Niveau erreicht wird. Nach wie vor ist die norwegische Finanzaufsicht offenbar besorgt über die Entwicklung der Immobilienpreise und der Haushaltsverschuldung. In einem gewachsenen Covered-Bond-Markt wie dem norwegischen wird die Umsetzung dieser Forderungen voraussichtlich allerdings schwer fallen, zumal die Finanzaufsicht erst 2009 eine Erhöhung des Refinanzierungsvolumens von Covered Bonds unterstützt hatte. Die Diskussionen um diese sogenannte Asset Encumbrance werden allerdings weltweit zunehmen, und einige Länder wie beispielsweise Kanada, Australien und Italien haben solche Forderungen bereits in unterschiedlichen Ausgestaltungen in Gesetze gegossen.

Eine andere Finanzaufsicht in Skandinavien – die Swedish Financial Supervisory Authority – hatte im Juli dieses Jahres ebenfalls einen neuen Gesetzesvorschlag für das dortige Covered-Bond-Gesetz vorgelegt. Im Rahmen einer in diesem Jahr gestarteten „Gesetzesbewertungsreihe“ hat nun Moody's eine Studie zu den aktuell gültigen Regeln des schwedischen Gesetzes veröffentlicht, in der für die einzelnen Kriterien Qualitätsnoten vergeben wurden. Die Ratingagentur

hob besonders hervor, dass Kredite, die mit gewerblichen Immobilien besichert sind, zehn Prozent der Deckungsmasse nicht übersteigen dürfen, notleidende Forderungen, die länger als 60 Tage überfällig sind, aus dem Covertest ausgeschlossen werden und Spezialinstitute keine unbesicherten Forderungen an das Mutterinstitut haben dürfen. Insgesamt bewertet Moody's das aktuell gültige Regelwerk als ausgewogen bis gut (average).

Angesichts der insgesamt vorherrschenden Herbstmüdigkeit verwunderte es nicht, dass das zweite Covered-Bond-Ankaufprogramm (CBPP2) der Europäischen Zentralbank nach wie vor unauffällig seinem Ende entgegentrudelt. Seit dem Start verlief der Ankauf entsprechender Titel sehr schleppend, und es gab in der gesamten Zeit seit dem 14. November 2011 keinen Tag, an dem das gesteckte Soll-Ziel überschritten wurde. Ziel des Ankaufprogramms war es, dieses wichtige Marktsegment zu unterstützen, denn für manche Emittenten waren Covered Bonds in der Krise die einzige Möglichkeit, Liquidität an den Märkten einzusammeln. Allerdings haben die Zentralbanken noch nicht einmal die Hälfte des ursprünglich geplanten Volumens von 40 Milliarden Euro erworben, wobei kurz vor Ende immer wieder kleine Käufe von Notenbanken getätigt werden.

Aufseiten der öffentlichen Emittenten war die European Financial Stability Facility (EFSF) neuerlich am Kapitalmarkt aktiv und platzierte eine fünfjährige Transaktion im Volumen von 5,9 Milliarden Euro. Um ihren Finanzierungsbedarf für 2012 in Höhe von 40,5 Milliarden Euro zu decken, muss die EFSF folglich bis Jahresende noch 5,1 Milliarden Euro emittieren. Die aktuelle Anleihe wurde mit 23 Basispunkten über Swap-Mitte gepreist. Einer Pressemitteilung der EFSF zufolge gingen Orders für ein Volumen in Höhe von zwölf Milliarden Euro ein. Bei der Verteilung nach Regionen und Investorenarten konnte eine gewisse Diversifizierung erzielt werden. So entfielen nach Regionen 44 Prozent auf den Euroraum, 31 Prozent auf Asien, zwölf Prozent auf Großbritannien und sechs Prozent auf das übrige Europa. Hinsichtlich der Investorenarten nahmen Banken 40 Prozent ab, Zentralbanken/Staatsfonds 34 Prozent, Fondsmanager 19 Prozent und Versicherungen/Pensionsfonds/Unternehmen fünf Prozent.