

Schwerpunkt Pfandbriefe und Pfandbriefbanken 2013

Covered Bonds – die „Gewinner“ der Finanz- und Wirtschaftskrise

Erfolg ruft Nachahmer hervor. Dies betrifft auch Covered Bonds, die sich seit Jahrzehnten als solide und verlässliche Anlageklasse etabliert haben. Ihre Qualität stellten sie insbesondere während der Finanzmarktkrise unter Beweis, da sie eine der wenigen Instrumente waren, mit denen sich Banken, auch aus den Euro-Peripheriestaaten, refinanzieren konnten – zuweilen sogar günstiger als die Heimatstaaten der Emittenten. Aus diesem Grund hat die Covered-Bond-Familie jüngst einen beachtlichen Zuwachs erfahren. Allerdings sieht der Autor die Ausweitung kritisch und fürchtet eine qualitative Verschlechterung vor allem der Deckungsmassen. Daher müssten Investoren heute sehr genau prüfen, wie die einzelnen Covered Bonds strukturiert und besichert sind. (Red.)

Covered Bonds haben seit Ausbruch der Finanzkrise 2007 ihren Ruf als sicheres und qualitativ hochwertiges Produkt weiter festigen und sogar ausbauen können. Sowohl auf Seiten der Investoren als auch auf Seiten der Emittenten (Banken) hat die Attraktivität der Covered Bonds noch einmal deutlich zugenommen. Angesichts dieses Erfolges ist es nicht verwunderlich, dass Nachahmer versuchen auf der Erfolgswelle der Covered Bonds zu surfen. Die Etikettierung „Covered Bond“ für diverse Refinanzierungsaktivitäten der Banken ist kritisch zu sehen und könnte negative Folgen für die Reputation der klassischen Covered Bonds haben.

Klassische Covered Bonds

Da der Begriff „Covered Bond“ nicht geschützt ist, kann sich jeder Bond mit beliebiger Deckung „Covered Bond“ nennen. Allerdings versteht der Großteil des Marktes unter Covered Bonds nur Papiere, die folgenden Kriterien gehorchen:

- Sie bieten die Sicherheit eines festen, speziellen gesetzlichen Rahmens. Dieser sichert einen Standard mit hoher Homogenität der Produkte.
- Sie bieten eine „doppelte Garantie“. Fällt der Emittent aus, stehen zur Bedienung gesetzlich definierte Deckungswerte (Hypothekenkredite, zum Beispiel maximaler Beleihungsauslauf und/oder Vermögenswerte aus dem öffentlichen Sektor¹⁾ zur Verfügung, auf die Investoren ein bevorrechtigtes Zugriffsrecht haben und die nicht Teil der generellen Insolvenzmasse sind. Zudem haben Investoren noch ein volles Rückgriffsrecht gegenüber einem Kreditinstitut, wenn die Deckungswerte am Ende nicht ausreichend sein sollten.
- Sie werden nicht fällig gestellt, wenn der Emittent ausfällt.
- Sie haben in der Regel einen fixen Coupon und sind typischerweise am Ende der Laufzeit in einer Summe fällig (keine sukzessiven Tilgungen oder Kündigungen).
- Sie sind von Bail-in-Regelungen für Anleger ausgenommen.

Im Folgenden sind mit Covered Bond nur diejenigen gemeint, die die obigen Kriterien erfüllen.

Speziell in den Ländern der Euro-Peripherie hat sich gezeigt, dass sich Covered Bonds stabiler entwickeln konnten als die jeweiligen Staatsanleihen. Je risikaverser die Märkte, desto deutlicher war die relative Stärke der Covered Bonds gegenüber den korrespondierenden

Staatsanleihen zu sehen. Die Spreads der Covered Bonds zeigten eine signifikant geringere Volatilität im Vergleich zu den Staatsanleihen und profitierten teilweise von einem besseren Rating als das Emissionsland. Während es bei griechischen Staatsanleihen zu substantiellen Haircuts kam, waren ihre Covered Bonds davon nicht betroffen. Es kam sogar zu attraktiven Rückkaufangeboten seitens der Emittenten.

Aktuell notieren die Spreads von Covered Bonds (Stand Anfang Juni 2013) zu ihren jeweiligen Staatsanleihen in fast allen Ländern nahe ihren Tiefstständen. Sogar in den Kernländern der Eurozone handeln Covered Bonds vereinzelt auf engeren Spreads als die vergleichbaren Staatsanleihen. Auch am Primärmarkt wurden Covered-Bond-Emissionen aus den Kernländern unterhalb der Kurve der jeweiligen Staatsanleihen emittiert. Covered Bonds der nationalen Champions aus Italien und Spanien schafften es sogar, dreistellig unterhalb der Kurve ihrer Staatsanleihen an den Markt zu kommen. In Ländern mit geringer/abnehmender Kreditqualität können Covered Bonds aufgrund ihrer relativen Vorteile in Bezug auf erwartete Verluste, geringerer Volatilität und oftmals besseren Ratings als die Staatsanleihen durchaus längerfristig teurer als ihre Staatsanleihen handeln.

Der Covered-Bond-Markt hat in puncto Deckungswerte in den vergangenen zehn Jahren einen deutlichen Wandel vollzogen. Während 2003 der Anteil von Covered Bonds, die mit Hypothekenfinanzierungen gedeckt waren, bei rund 38 Prozent lag, ist dieser Wert mittlerweile auf etwa 75 Prozent gestiegen. Kommerzielle Hypothekenfinanzierungen im Deckungsstock haben lediglich in Österreich (etwa 20 Prozent), Dänemark (rund 35 Prozent), Deutschland (zirka 43 Prozent) und Spanien (annähernd 34 Prozent) eine größere Bedeutung. Ein Vorteil von privaten Hypothekenfinanzierungen ist, dass die Rückzahlungsbereitschaft der Kreditnehmer in der Regel sehr hoch ist, da in fast allen Ländern die privaten Schuldner mit ihrem persönlichen Vermögen für die Rückzahlung der Kredite haften.

Der Autor

**Philipp Waldstein
Wartenberg**

Geschäftsführer, MEAG MUNICH
ERGO AssetManagement GmbH,
München



Losgelöst davon bietet die Entwicklung einiger Immobilienmärkte durchaus Grund zur Sorge. Während sich die Lage in Irland zu stabilisieren scheint und in Dänemark und Großbritannien schon wieder Anzeichen einer Erholung zu sehen sind, sieht es in Spanien, den Niederlanden und Frankreich deutlich schlechter aus. Die Werthaltigkeit des Deckungsstocks kann vom Investor gar nicht kritisch genug hinterfragt werden.

Aber auch in den zuletzt genannten Ländern kann der Investor trotzdem aktiv werden. Das liegt an der hohen systemischen Relevanz des Produktes Covered Bond. Solange ein Land in der Lage ist, die emittierenden Banken zu schützen beziehungsweise sich eine Lösung findet, den Deckungsstock und die Covered Bonds aus einer insolventen oder insolvenzbedrohten Bank herauszulösen, ist ein Ausfall eines klassischen Covered Bonds recht unwahrscheinlich. Investoren müssen in diesen Ländern allerdings mit einem erhöhten Risiko negativer Nachrichten, höherer Spreadvolatilitäten und größeren Schwankungen in der Liquidität rechnen.

Strategische Stärkung durch EZB und aus Brüssel

Ein Grund für die starke Performance der Covered Bonds sind die rückläufigen Emissionsvolumina und die steigende Nachfrage. In den ersten fünf Monaten 2013 ist das Emissionsvolumen fast 62 Prozent hinter dem gleichen Zeitraum des Jahres 2011 und rund 28 Prozent hinter dem des Vorjahres zurückgeblieben.

Gründe hierfür sind zum einen die Möglichkeit der Banken, sich über die EZB günstiger Geld als mit Covered Bonds am Kapitalmarkt zu besorgen. Zum anderen nutzen die Banken das momentan freundliche Umfeld verstärkt zur Platzierung von unbesicherten Anleihen.

In der Krise haben die Covered Bonds ihre hohe Marktgängigkeit nachdrücklich unter Beweis gestellt. Der Grund dafür ist auch die hohe systemische Relevanz. Die Europäische Zentralbank (EZB) hat deutlich gemacht, dass sie im Zweifel jederzeit bereit ist, den Covered-Bond-Markt mit geeigneten Aktionen funktionsfähig zu halten. Die EZB sieht den funktionierenden Covered-Bond-Markt als einen Schlüssel zur Finanzierung und Stabilisierung der Banken. Mit dieser strategischen Positionierung hat die EZB

Abbildung 1: Phasen im Zyklus der Immobilienmärkte

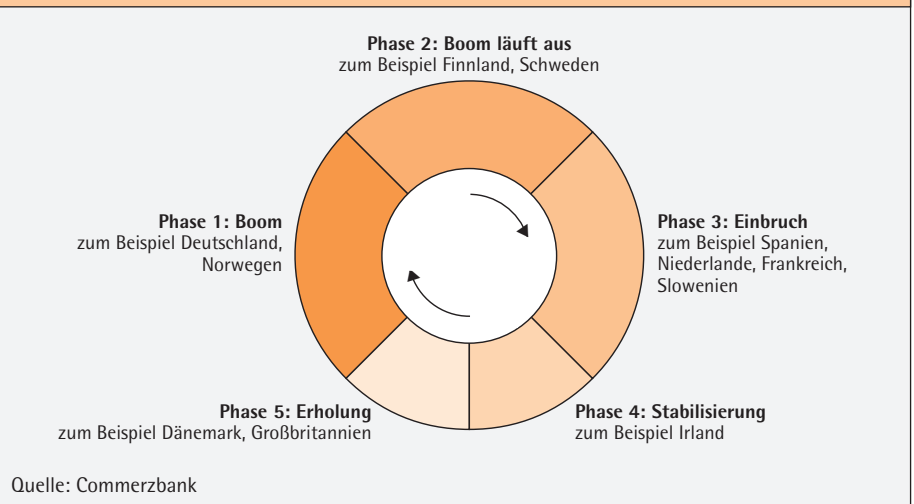
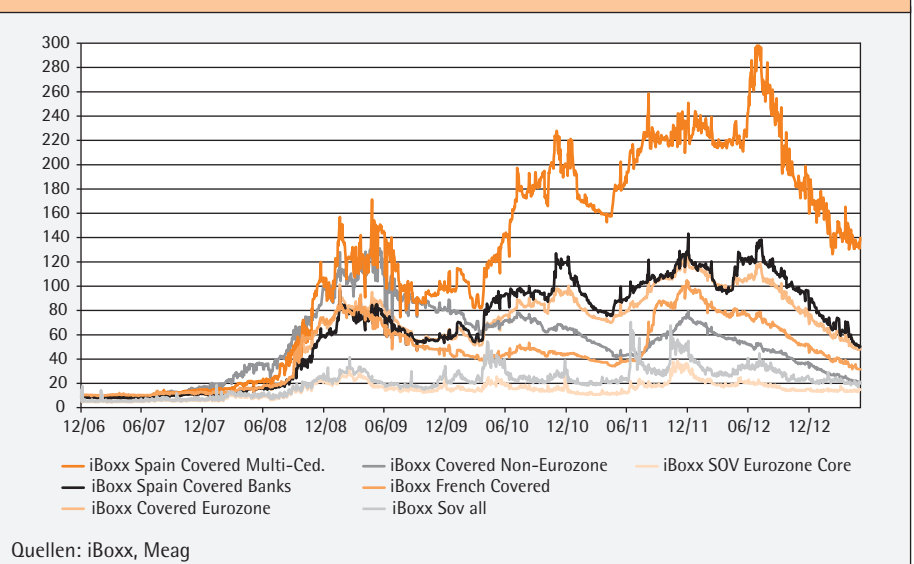


Abbildung 2: Emissionsvolumen 2011 bis 2013 (in Milliarden Euro)

Jahr	Januar bis Mai	Gesamtes Jahr	Januar bis Mai versus gesamtes Jahr in Prozent	Rückgang Januar bis Mai gegenüber Januar bis Mai 2013 in Prozent
2011	124,90	177,68	70,3	- 61,7
2012	65,95	105,85	62,3	- 27,6
2013	47,78			

Quelle: Credit Agricole

Abbildung 3: Veränderungen der Geld-Brief-Kurse (in Eurocent) seit Dezember 2006



die ohnehin sicheren Fundamente der Bastion Covered Bond weiter gestärkt und gefestigt.

Entsprechend hat es in der Krise zwei Covered-Bond-Ankaufprogramme der EZB gegeben. Bemerkenswert dabei ist, dass außer den Covered Bonds lediglich Staatsanleihen in den Genuss von hohen Ankaufsvolumina seitens der EZB gekommen sind. Dies macht die hohe Bedeutung der Covered Bonds deutlich und

stellt sie sichtbar auf eine Stufe mit den Staatsanleihen. Keine andere Anleiheklasse außer den Staatsanleihen wurde durch die EZB so explizit gestützt.

Mit Blick auf die zukünftige Solvency-II-Regulierung ist es daher nur marktgerecht und zu begrüßen, dass Covered Bonds entsprechend des geringen Risikos in der Nähe von europäischen Staatsanleihen kaum mit Eigenkapital unterlegt werden müssen. Die Versicherungsauf-

sicht Europas bekräftigt damit ihren Willen, eine solide und risikoarme Asset-Klasse auch zukünftig regulatorisch attraktiv auszustatten und entsprechend zu unterstützen. Der Investor wird darauf vertrauen dürfen, dass Covered Bonds von Bail-in-Regelungen für Anleger ausgenommen sein werden.

Liquide oder nicht liquide – das ist die Frage

Für große institutionelle Investoren ist die Liquidität mitentscheidend für ein Investment. Leider ist es mangels beobachtbarer Transaktionsaktionsdaten schwer, diese zu bestimmen. Veränderungen der Geld-Brief-Spannen im iBoxx Index eignen sich, um Liquiditätsveränderungen im Covered-Bond-Markt abzuleiten. Je enger die Geld-Brief-Spannen, desto liquider der Markt. Die Entwicklung der Geld-Brief-Kurse im iBoxx Covered Index zeigt, dass sich die Liquidität deutlich verbessert hat.

Die Abbildung 3 zeigt auch, dass zwischen den einzelnen Covered-Bond-Typen noch deutliche Unterschiede bestehen. Zwar zeigen auch spanische Multi-Cédulas wieder deutlich engere Geld-Brief-Spannen als im Juli 2012, aber im Vergleich zu anderen Covered Bonds (selbst gegen Covered Bonds anderer spanischer Banken) sind diese noch signifikant höher. Insgesamt befinden wir uns aber bei vielen Covered Bonds bereits wieder in der Nähe des Vorkrisenniveaus. Die nationalen Champions und die Covered Bonds der Länder außerhalb der Eurozone haben diese Marke sogar schon wieder erreicht.

Das hohe Sicherheitsniveau der Covered Bonds mit Blick auch auf die Liquidität dürfte sich positiv auf zukünftige Entscheidungen der EU-Kommission auswirken. Noch besteht zum Beispiel in puncto des Liquidity Coverage Ratio (LCR) keine hinreichende Klarheit, in welche Kategorie (Level 1 oder Level 2) Covered Bonds eingestuft werden. Doch eine sachgerechte Entscheidung kann nur die Einordnung in Level 1 bedeuten.

Spätestens als sich die Finanzkrise zu einer Wirtschafts-/Staatenkrise ausgeweitet hatte, wurden die Stimmen der Investoren nach höherer Transparenz bei Covered Bonds lauter. Investoren wollten sich nicht mehr allein auf die Analyse und Urteile der Ratingagenturen verlassen müssen, sondern forderten gute Daten, um die Qualität von Covered

Bonds selbst analysieren zu können. Unterstützung fanden sie in der EZB, die in die gleiche Kerbe schlug. Die EZB ist nach den Covered-Bond-Ankaufprogrammen und den gestiegenen Repobeständen ein großer Halter von Covered Bonds geworden.

Um die Interessen der Investoren besser vertreten zu können, wurde im Herbst 2009 das Covered Bond Investor Council²⁾ (CBIC) gegründet. In einer speziellen Arbeitsgruppe wurde ein Transparenz-Template entworfen, in das die Kernforderungen der Investoren aufgenommen wurden.

Daneben wurde seitens des Europäischen Covered Bond Councils (ECBC) die Covered Bond Label Initiative³⁾ gestartet, die im Januar 2013 in Kraft getreten ist. Um dieses Label zu erreichen, muss ein Covered Bond strenge Kriterien erfüllen, unter anderem auch regelmäßige Daten gemäß dem nationalen Daten-Template liefern. Trotz der ersten ermutigenden Schritte wird es noch ein anstrengender Weg sein, bis alle nationalen Templates einen Standard, der nahe an den Transparenzanforderungen des CBIC ist, erreicht haben. Damit könnten auf regulatorischer Seite weitere Vorteile für Covered Bonds erzielt werden.

Allheilmittel für die Refinanzierung?

Seit Ausbruch der Finanzkrise haben Covered Bonds auf der Refinanzierungsseite der Emittenten (Banken) eine zentrale Rolle eingenommen. Selbst in problembehafteten Ländern der Euro-Peripherie konnten sich Banken jederzeit durch Covered Bonds am Primärmarkt oder zumindest durch Einlieferung von eigenen Covered Bonds bei den Zentralbanken Liquidität beschaffen.

Der Erfolg der Covered Bonds rief und ruft Trittbrettfahrer hervor, die mit neuen Produkten und Deckungswerten unterwegs sind, die aber nicht den Qualitätsansprüchen der klassischen Covered-Bond-Investoren entsprechen. Hier bedarf es einer klaren Abgrenzung zwischen dem Covered-Bond-Markt und einem Markt anderer gedeckter Papiere. Ungeachtet dessen zeigt diese Entwicklung den Erfolg gedeckter Papiere insgesamt. Zur zweifelsfreien Unterscheidung ist ein eigenes Marktsegment mit idealerweise eigenen Standards zu begrüßen. Die von Marktteilnehmern gegründete PCS-Initiative⁴⁾ bildet hierfür die richtige

Plattform. Langfristig wäre sogar ein gesetzlicher Rahmen zu begrüßen.

Die über viele Jahre erworbene Qualität und bevorrechtigte Stellung der Covered Bonds darf nicht durch Produktinnovationen vermischt werden. Ein wiederbelebter ABS-Markt kann Banken eine ideale Plattform bieten, um andere als die bei klassischen Covered Bonds verwendeten Deckungswerte zu refinanzieren. Nicht ohne Grund galten vor der Finanzkrise ABS und Covered Bonds als zwei komplementäre Produkte bei der Bankenrefinanzierung.

Rückkehr des Vertrauens in ABS

Auch wenn es aufgrund der fragilen Entwicklung einiger Immobilienmärkte, Staatshaushalte und Arbeitsmärkte immer wieder zu Fragezeichen für manche Covered Bonds kommen wird, so haben Covered Bonds ihren Status als eines der sichersten und am besten gepflegtesten Produkte am Kapitalmarkt nicht nur behauptet, sondern während der Krise sogar noch weiter ausgebaut. In einigen Ländern (Euro-Peripherie) scheinen die nationalen Champions am Covered-Bond-Markt sogar die Staatsanleihen hinter sich gelassen zu haben. Alle Zeichen stehen für Covered Bonds deswegen auf „grün“. Es besteht Grund zur Zuversicht, dass sich neben den Covered Bonds ein weiteres Segment zur Bankenfinanzierung etablieren wird. Der während der Finanzkrise stark gebeutelte ABS-Markt ist auf gutem Weg, das Vertrauen der Investoren zurückzugewinnen und zu seinem Erfolg unter anderen Bedingungen zurückzukehren.

Auch zukünftige regulatorische Veränderungen sowie eine längere Phase von niedrigen Zinsen sollten sich positiv auf Covered Bonds auswirken. Dabei ist ihre hohe strategische Bedeutung für die Finanzierung der Banken herauszustellen. Die EZB hat die herausragende Stellung der Covered Bonds mit Worten, aber auch Taten dick unterstrichen. Die starke und unmissverständliche Unterstützung der EZB kann in diesen politisch unsicheren Zeiten als Sicherheitsanker gar nicht hoch genug herausgestellt werden.

Fußnoten

¹⁾ In Deutschland per Pfandbriefgesetz auch Schiffe und Flugzeuge deckungsfähig.

²⁾ <http://www.icmagroup.org/About-ICMA/icma-councils-and-committees/Covered-Bond-Investor-Council-CBIC>

³⁾ www.coveredbondlabel.com

⁴⁾ www.pcsmarket.org