

Credit Insight: August 2019 / MEM

## Aktuelle Entwicklungen bei Covered Bonds

### Aktuelle Themen Covered Bond Markt

Das Anleihekaufprogramm der EZB und die historisch rekordtiefen Zinsen haben dazu geführt, dass der Markt zwischen den einzelnen Covered Bond Programmen seit geraumer Zeit kaum mehr differenziert. Auch für 2019 ist ein weiteres Covered Bond Ankaufprogramm aus heutiger Sicht wahrscheinlich. Ein solches Programm würde zu einer weiteren Renditekompression führen. Gleichzeitig stehen die offiziellen Ratingagenturen untereinander in einem intensiven Wettbewerb, den Zuschlag für die lukrative Einstufung dieser Programme zu bekommen, was sich in der deutlich gestiegenen AAA-Quote widerspiegelt. Die unattraktiven Renditen sowie die erschwerte Differenzierung haben dazu geführt, dass immer mehr Investoren der Anlageklasse den Rücken gekehrt haben oder dieser zu wenig Beachtung schenken. Allerdings würde das aktuelle Marktumfeld die Gelegenheit bieten, die stärksten Programme überzugewichten respektive sich von den Schwächeren bei marginalen Spreadunterschieden zu verabschieden. Die Emittenten währenddessen versuchen sich von der innovativen Seite zu zeigen und emittieren Covered Bonds mit kreativen Rückzahlungsstrukturen (Conditional Pass Through) oder solche mit grünem Anstrich – sogenannte grüne Covered Bonds. Diese grünen Anleihen werden jedoch üblicherweise durch denselben Deckungsstock besichert wie die normalen Covered Bonds. Aus einer Cash-Flow Perspektive machen unterschiedliche Covered Bonds entsprechend wenig Sinn.

Die Emittenten sind jedoch auch zunehmend bemüht, die Transparenz bezüglich der Zusammensetzung der Deckungsstöcke zu erhöhen. Zudem gibt es Bestrebungen, die unterschiedlichen Rechtsrahmen in Europa zu harmonisieren.

### Harmonisierung Covered Bond Rechtsrahmen

Da die Emission von Covered Bonds auf nationaler Ebene geregelt wird, gibt es sowohl bei der Zusammensetzung der Deckungsstöcke aber auch bei der Offenlegungspflicht signifikante Unterschiede. Die Bestrebungen in Europa nicht nur eine Währungsunion, sondern eine Kapitalmarktunion zu bilden, ziehen ebenfalls immer weitere Kreise. In diesem Zusammenhang sollen auch die Covered Bond Rechtsrahmen vereinheitlicht respektive angeglichen werden. Ursprünglich wurde die Einführung eines einheitlichen europäischen Covered Bond Gesetzes angestrebt. Doch die besonderen Eigenschaften der einzelnen Märkte haben diese Bestrebungen verunmöglicht. Die Lösung, welche am 18.4.2019 durch das Europäische Parlament provisorisch genehmigt wurde, ist nun ein Mindeststandard, welcher für sämtliche Rechtsrahmen in der EU gilt. Beispielsweise soll die Überdeckung mindestens 5% betragen und die Sicherheiten klar vom Emittenten segregiert werden. Zudem sollen zukünftig nur noch Covered Bonds mit einer Soft-Bullet Klausel emittiert werden (Option zur Aufschiebung der Fälligkeit im Falle eines Konkurses der Emittentin) sowie ein Liquiditätspuffer von 180 Tagen vorhanden sein. Weiter soll auch die Transparenz erhöht werden, wobei es unterdessen einen einheitlichen Standard zur Offenlegung der Deckungsstockdaten gibt, welchem sich die meisten Emittenten angeschlossen haben. Trotz dieser Bemühungen bleiben signifikante Unterschiede zwischen den Rechtsrahmen bestehen, weshalb eine vertiefte Analyse unabdingbar bleibt. Es wird erwartet, dass die Änderungen ab ca. 2021 umgesetzt werden, wobei die Rechtsrahmen in Spanien und Dänemark am stärksten betroffen sein werden. Bereits ausstehende Covered Bonds sind von den Änderungen nicht betroffen.

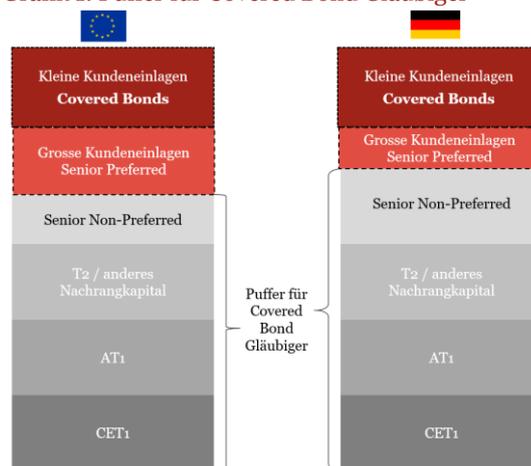
### Implikationen für die Bonität von Covered Bonds

Die EU-weite Neuregelung der Haftungskaskade von Bankverbindlichkeiten hat dazu geführt, dass Covered Bonds explizit von einem möglichen Bail-in ausgeschlossen werden (vgl Grafik 1). Senior Preferred Anleihen und (grosse) Kundeneinlagen gelten als bevorrechtigt, sind aber grundsätzlich auch für einen Bail-In verfügbar.

Bei der Umsetzung gibt es zwischen den Ländern jedoch einige Besonderheiten zu beachten. So wurden die Altbestände ausstehender Senior Unsecured Anleihen in Deutschland in Senior Non-Preferred umklassifiziert. In den übrigen europäischen Ländern hat man einen anderen Weg gewählt. Dort wurden sämtliche ausstehenden Senior Unsecured Anleihen in Senior-Preferred umgewandelt. Diese Entwicklung hat dazu geführt, dass deutsche Covered Bonds (Pfandbriefe) im direkten Vergleich von einem deutlich höheren Puffer profitieren (siehe Grafik). Dies mindestens solange, bis die nicht deutschen Emittenten Senior Non-Preferred (bail-in-fähige) Anleihen in einem ähnlichen Umfang emittiert haben. Bei den deutschen Instituten ergibt sich dafür Nachholbedarf in der Emission von Senior Preferred Anleihen. Wir haben diesen Umstand in unsere Covered Bond Analyse miteinflussen lassen, woraus eine leicht höhere Bewertung des deutschen Covered Bond Rechtsrahmens resultiert.

Allerdings wird dieser positive Effekt durch die zunehmende Überhitzung des deutschen Immobilienmarktes neutralisiert, weshalb unser Uplift für deutsche Pfandbriefe weiterhin bei maximal sieben Ratingstufen limitiert ist. Falls die geplante Harmonisierung der Rechtsrahmen jedoch wie geplant umgesetzt wird, würden wir den möglichen Uplift für deutsche Pfandbriefe auf acht Ratingstufen erhöhen. Wichtigster Faktor spielt dabei die gesetzliche Mindestüberdeckung von 5%. Positiv dürfte sich die Harmonisierung zudem auf weitere Rechtsrahmen auswirken. Insbesondere spanische, aber auch französische, österreichische und italienische Covered Bond Programmen dürften von dieser Entwicklung profitieren.

Grafik 1: Puffer für Covered Bond Gläubiger



## Neue Märkte und Emittenten

In der Schweiz gibt es traditionell zwei grosse Refinanzierungsvehikel, die Pfandbriefbank und die Pfandbriefzentrale, über welche sich die Banken günstiges Kapital auf gedeckter Basis beschaffen können.

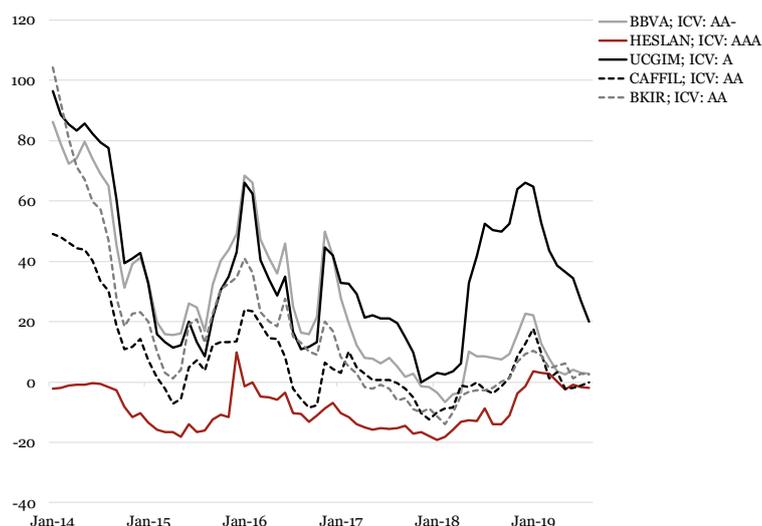
Nachdem die Valiant Bank bereits ein eigenes Programm aufgebaut hat, folgte kürzlich die Credit Suisse Schweiz AG mit ihrem ersten CHF Covered Bond. Das Programm könnte unter Umständen auf bis zu CHF 20 Mia. anwachsen. Noch werden die Programme basierend auf dem Schweizer Vertragsrecht strukturiert. Doch ein einheitliches Schweizer Covered Bond Gesetz wird sich zunehmend aufdrängen. So gehen wir davon aus, dass weitere grössere Schweizer Finanzinstitute eigene Covered Bond Programme auflegen werden. Diese sind jedoch lediglich als Ergänzung im Finanzierungsmix zu sehen. Weit gewichtiger bleiben die Refinanzierungen über die Pfandbriefbank respektive die Pfandbriefzentrale.

Aber auch neue Programme in Ländern wie Slowenien oder Korea bieten ein interessantes Risiko-Ertragsverhältnis. Ebenfalls spannend können Länder sein, wo die Einführung eines neuen Rechtsrahmens kurz bevorsteht. So hat Estland kürzlich einen neuen Rechtsrahmen eingeführt. Aber auch die anderen baltischen Staaten stehen kurz vor einer Einführung.

## Fazit

Das aktuelle Marktumfeld bietet eine einmalige Chance in die bonitätsstärksten Covered Bond Programme zu investieren, ohne dabei aus Relative Value Sicht hohe Renditeeinbussen hinnehmen zu müssen. Eine umfassende und vertiefte Analyse drängt sich daher auf. Getreu dem Motto «the view behind the rating» verfolgt Independent Credit View (I-CV) seit mehreren Jahren einen unabhängigen und fundierten Analyseprozess in diesem wichtigen Anlagensegment und deckt über 200 Covered Bond Programme ab. Dabei werden nicht nur die Deckungsstöcke einem vielschichten Stress-Test unterzogen, sondern auch Faktoren wie der Zustand des Immobilienmarktes sowie die relative Stärke des vorhandenen Rechtsrahmens berücksichtigt. Ebenso gilt es, die aktuellen regulatorischen Entwicklungen aufmerksam zu verfolgen.

**Grafik 2: Historische Entwicklung Asset Swap Spreads**



## Kommentar zur Grafik

Die Risikoaufschläge haben sich auch bei den schwächeren Covered Bond Programmen der Peripherie (Italien, Irland, Spanien) deutlich reduziert und liegen aktuell sehr nahe bei deutschen Pfandbriefen. Wie sich Ende 2018 jedoch gezeigt hat, werden die Kreditrisiken in einem veränderten Umfeld sehr schnell wieder eingepreist.

Aus Relative Value Sicht drängen sich zurzeit Covered Bonds von kanadischen, schwedischen und australischen Emittenten auf. Es gibt zudem einzelne Programme im I-CV Universum, welche über ein AAA Rating verfügen und gleichzeitig auch bei einem Downgrade des Emittenten das AAA Rating nicht verlieren. Dieser sogenannte AAA-Puffer bietet einen zusätzlichen Schutz vor einer schnellen Veränderung der Bonität und erlaubt es, die besten Programme zu erkennen. Unter anderem gehören dazu die Mortgage Covered Bonds der Hamburger Sparkasse oder der Bayerischen Landesbank.

## Disclaimer

Dieses Dokument dient nur zu Informationszwecken und ist keine Aufforderung zur Tätigkeit von Transaktionen oder zum Abschluss irgendeines Rechtsgeschäftes. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stammen oder beruhen auf Quellen, die Independent Credit View AG (nachfolgend I-CV) als verlässlich erachtet. I-CV übernimmt jedoch keine Gewährleistung für die Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Informationen. I-CV behält sich zudem vor, im Dokument geäusserte Meinungen ohne Vorankündigung und ohne Angabe von Gründen zu ändern. I-CV lehnt jegliche Haftung für Verluste aus der Verwendung dieses Dokuments und den möglichen rechtlichen, regulatorischen, steuerlichen und buchhalterischen Konsequenzen ab. Insbesondere haftet I-CV nicht für den Erfolg der von ihr abgegebenen Empfehlungen. Ratings beziehen sich einzig auf Kreditrisiken. Insbesondere berücksichtigen Ratings das Zinsänderungsrisiko und andere Marktrisiken nicht. Das vollständige oder teilweise Reproduzieren oder Veröffentlichen dieses Dokuments ist nicht gestattet.