

Im Blickfeld

Emission mit Dissonanzen

Gratulation der Deutschen Bank und dem deutschen Pfandbrief. Mit ihrem Platzierungsdebüt gehört jetzt endlich auch der hiesige Bankenprimus zum Kreis der Emittenten von privilegierten Schuldverschreibungen. Für den Pfandbriefmarkt ist dies ein wichtiges positives Signal in schwieriger Zeit. Zwar sind wieder mehr Benchmark-Emissionen zu sehen, doch nehmen einerseits staatlich garantierte Anleihen im kurzfristigen Laufzeitenband den Pfandbriefen die Luft, andererseits verlangen die Investoren für ihre Engagements historisch hohe Risikoprämien.

Umso bemerkenswerter ist, dass die Deutsche Bank den Spread ihres eine Milliarde Euro schweren Jumbo-Hypothekenspfandbriefs von den geplanten 60 Basispunkten auf 55 Zähler über Mid-Swap zu drücken vermochte. Damit konnte das Frankfurter Institut deutlich besser platzen als die Eurohypo, die für ihren letzten, ebenfalls siebenjährigen Hypotheken-Jumbo immerhin 80 Basispunkte drauflegen musste. Dennoch hat das Pfandbriefdebüt der Deutschen Bank einen faden Beigeschmack. Denn die Zusammensetzung des Deckungsstocks sorgt – trotz Bestratings von Moody's und Standard & Poor's für die Emission – bei Investoren und Analysten für Unbehagen. Vor allem die geringe Zahl von nur 26 Kreditengagements ist kritisch zu sehen. Auch dass diese ausschließlich gewerbliche Finanzierungen sind, macht angesichts der Konjunkturerwartungen misstrauisch.

Sorgen bereitet zudem die geringe Granularität. So macht die größte Forderung mit 457,5 Millionen Euro stolze 29 Prozent des gesamten Deckungsstocks aus. Und die ersten fünf Kredite summieren sich auf rund 71 Prozent des Gesamtvolumens. Für Commercial Backed Securities mag diese Struktur in der Vergangenheit gepasst haben, von Pfandbriefinvestoren werden solche Klumpenrisiken höchst ungern gesehen und genommen. Üblicherweise haben die Forderungen in den Deckungsmassen von Hypotheken-Jumbos lediglich eine Höhe zwischen 80 000 und 110 000 Euro. Eine gesetzliche Festlegung zur Granularität gibt es freilich nicht – nur die Pflicht zur Diversifikation.

Vielleicht war es ein Akt präventiver Marktpflege, als die Deutsche Bank bereits vor der Platzierung einen britischen Großkredit aus dem Pool nahm. Denn schon während der Road Show hatten Investoren bemerkt, dass 13 Prozent der unterlegten Immobilienfinanzierungen aus Großbritannien stammen.

Dass dadurch das Deckungsvolumen von geplanten 1,7 auf 1,57 Milliarden Euro und der britische Anteil auf fünf Prozent schrumpfte, sodass deutsche Darlehen jetzt 90 Prozent am Deckungsstock ausmachen, wurde von den Zeichnern letztlich honoriert. Immerhin wurden 64 Prozent des Volumens in Deutschland und der Rest im europäischen Ausland platziert. Knapp die Hälfte der Zeichner waren Asset Manager, Pensionsfonds und Zentralbanken.

Letztlich dürften die Dissonanzen hinsichtlich der Struktur des Pfandbriefs und die negativen Stimmen im Vorfeld der Platzierung für die Investoren von untergeordneter Bedeutung gewesen sein. Denn ein Orderbuch von fünf Milliarden Euro, das im derzeitigen Marktumfeld sogar eine Spreadsenkung erlaubt, belegt das hohe Ansehen der Emittentin. Diese hat durchaus das Potenzial, die Spitzenposition im Pfandbriefmarkt einzunehmen. Den nächsten Pfandbrief von mindestens einer Milliarde Euro hat die Deutsche Bank jedenfalls schon für dieses Jahr in Aussicht gestellt. L.H.