

## Neues vom Pfandbrief

### Saisonbedingte Lethargie

Auch in der zweiten Julihälfte hielt die saisonbedingt ruhige Marktphase am Primärmarkt an, lediglich unterbrochen durch ein paar Aktivitäten einiger weniger Emittenten. So konnte beispielsweise die **Münchener Hypothekbank** einen in US-Dollar denominierten Hypothekpfandbrief mit einer Laufzeit von drei Jahren platzieren. Mit einem Volumen von 500 Millionen US-Dollar handelt es sich bei diesem Papier um die größte Emission eines Pfandbriefemittenten seit Anfang letzten Jahres. Moody's hat diesen Pfandbrief mit „Aaa“ bewertet.

Eine Premiere konnte die **Nord-LB Norddeutsche Landesbank Girozentrale** mit der Emission eines Flugzeugpfandbriefs feiern: Noch nie zuvor hatte ein Unternehmen einen mit Flugzeugen besicherten Covered Bond emittiert. Das Emissionsvolumen lag bei 500 Millionen Euro, das Ordervolumen nach Angaben der Nord-LB bei über 1,1 Milliarden Euro von über 60 Adressen. Nachdem die Vermarktungsphase mit einem Spread im Bereich von Mid Swap plus 60 Bonuspunkte gestartet war, konnte das Papier dank der hohen Nachfrage mit einem Reoffer Spread von Mid Swap plus 55 Bonuspunkte platziert werden.

Einen Tag nach Emission wurde der Bond am Sekundärmarkt bei ASW plus 46,5 Bonuspunkte bezahlt. Mit jeweils 26 Prozent entfällt rund die Hälfte der Deckungsmasse des Flugzeugpfandbriefs auf Sicherheiten, die in den Vereinigten Staaten und Großbritannien registriert sind, gefolgt von Sicherheiten aus Deutschland (18 Prozent) und Frankreich (14 Prozent). Aufgeteilt nach Flugzeugtyp hatten Narrowbodies mit 45 Prozent den höchsten Anteil, gefolgt von Widebodies (19 Prozent) und Regional Jets (14 Prozent). Das Deckungsportfolio hatte etwa zwei Wochen vor Emission einen Nennwert von 994,2 Millionen Euro, und von den im Portfolio enthaltenen Sicherheiten hatten 582,3 Millionen Euro eine Laufzeit von bis zu fünf Jahren.

Bereits eine Woche nach dem Flugzeugpfandbrief platzierte die Nord-LB einen weiteren Bond, und zwar einen Öffentlichen Pfandbrief mit einer Laufzeit von sieben Jahren und viereinhalb Monaten. Das Papier mit einem Volumen von 500

Millionen Euro wurde mit einem Reoffer-Spread von Mid Swap plus 9 Basispunkte emittiert und wird von den beiden Ratingagenturen Fitch und Moody's mit „AAA“ respektive „Aaa“ bewertet. Zum Ende des ersten Quartals 2012 hatte der Deckungsstock für Öffentliche Pfandbriefe ein Volumen von 27,3 Milliarden Euro und wies eine Überdeckung von 49,8 Prozent auf. Der Großteil der Forderungen im Deckungsportfolio beinhaltet neben Schuldern aus Deutschland (97 Prozent) unter anderen Forderungen gegenüber österreichischen Schuldnern (2 Prozent).

Auf dem **Sekundärmarkt** profitierten zu Beginn der zweiten Julihälfte vor allem französische Covered Bonds von einer potenziellen künftigen Unterstützung der europäischen Bankenlandschaft. Italienische und spanische Covered Bonds hingegen bauten die Verluste aus dem Vormonat aus, während alle anderen Covered Bonds eine zumindest stabile Performance aufwiesen.

Hinsichtlich der Herabstufung italienischer Banken infolge des reduzierten Sovereign-Ratings war auch die italienische **Unicredit S.p.A.** von Moody's auf „Baa2“ heruntergenommen worden. Grund war die nachlassende Fähigkeit des italienischen Staates, Institute zu stützen (systemic support).

Da das BFSR (Bank Financial Strength Rating) jedoch unverändert blieb, hat diese Herabstufung nach Ansicht von Analysten keine Auswirkungen auf die Benotung der Pfandbriefe der beiden Tochtergesellschaften Unicredit Bank sowie Unicredit Bank Austria. Im Zuge des Sovereign-Downgrades wurden allerdings die Ratings von acht italienischen Covered-Bond-Programmen reduziert. Aufgrund der geänderten Einschätzung des Staatenratings ist dabei unter anderem die Obergrenze für das maximal erreichbare Covered Bond Rating auf „A2“ abgesenkt worden.

Angesichts der nach wie vor hohen Unsicherheit hinsichtlich der weiteren Entwicklung der EU-Schuldenkrise (etwa bezüglich der wichtigen Entscheidung des Bundesverfassungsgerichts zum Europäischen Stabilitätsmechanismus) gehen die Analysten davon aus, dass die sommerliche Emissionsdürre noch einige Zeit anhalten wird. Dieses Marktumfeld begünstigt jedoch sicherlich Pfandbriefe

und Covered Bonds aus Nicht-Euro-Ländern, die trotz der im Vergleich zu anderen Segmenten deutlich niedrigeren Renditen als sicherer Hafen gesucht bleiben. Ein größeres Primärmarktangebot aus den EU-Peripherieländern, etwa aus Italien oder Spanien, ist deshalb allerdings nicht zu erwarten. K.D.

### S&P führt Ratinganpassung durch

Nachdem die Ratingagentur Standard & Poor's (S&P) das geänderte Rahmenwerk zur Behandlung von Kontrahentenrisiken am 12. Juli dieses Jahres in Kraft gesetzt hat, erfolgten jetzt die ersten Ratingmaßnahmen. So wurden aufgrund der geänderten Kriterien fünf Covered Bond Programme auf „Credit Watch negative“ gesetzt. Betroffen waren die Westdeutsche Immobilienbank (Hypotheken- und Öffentliche Pfandbriefe), die Hypo Pfandbrief Bank Int. (Public Sector), die Unicredit SpA (Mortgage) sowie die Northern Rock (Mortgage). Bei zwei Programmen, die bereits den Status „Credit Watch negative“ aufwiesen – Dexia Kommunalbank (Öffentliche Pfandbriefe) und Dexia LdG Banque (Public Sector) –, wurde die Überprüfung auf ein Ratingdowngrade um die Komponente Kontrahentenrisiken ergänzt.

Darüber hinaus wurde das Programm der Dexia Municipal Agency um eine Stufe von „AAA“ auf „AA plus“ herabgestuft und auf der Überprüfungsliste für ein Downgrade belassen. Zudem wurden auch die Kurzfristratings für die beiden Programme der Westdeutschen Immobilienbank, der Hypo Pfandbrief Bank International sowie der Dexia LdG Banque auf „Credit Watch negative“ gestuft.

S&P begründete die geänderte Einschätzung damit, dass die betroffenen Emittenten entweder keinen Maßnahmenkatalog vorgelegt hätten, wie zukünftig mit dem bestehenden Derivate-Exposure zu verfahren ist, beziehungsweise dass der vorgelegte Plan nicht ausreichend sei, um der geänderten Anforderung von S&P für den Erhalt der bisherigen Ratingnote zu genügen. Den Emittenten bleibt eine Übergangsfrist von sechs Monaten bis zum 11. Januar 2013, um die neuen Anforderungen der Ratingagentur zu erfüllen und somit den Status „Credit Watch negative“ zu beenden. K.D.