

## PERSPEKTIVEN von Marc Meili, Senior Credit Analyst bei Independent Credit View

# Welche Covered Bonds sich derzeit lohnen

► **PFANDBRIEFE** Sie heben sich aufgrund ihrer speziellen Absicherung durch Grundstücke oder Immobilien von anderen Anleihegattungen ab. Das momentane Umfeld bietet Opportunitäten

Das Anleihekaufprogramm der Europäischen Zentralbank und die historisch rekordtiefen Zinsen führten dazu, dass der Markt zwischen den einzelnen Pfandbriefprogrammen seit geraumer Zeit kaum mehr differenziert. Auch für 2019 ist ein nächstes Pfandbriefankaufprogramm aus heutiger Sicht wahrscheinlich, das zu einer weiteren Renditekompression führen würde. Gleichzeitig stehen die offiziellen Ratingagenturen untereinander in einem intensiven Wettbewerb, um den Zuschlag für die lukrative Einstufung dieser Programme zu bekommen. Dies spiegelt sich in der deutlich gestiegenen „AAA“-Quote wider. Die unattraktiven Renditen sowie die erschwerte Differenzierung führten dazu, dass immer mehr Investoren der Anlageklasse den Rücken kehrten oder ihr zu wenig Beachtung schenken.

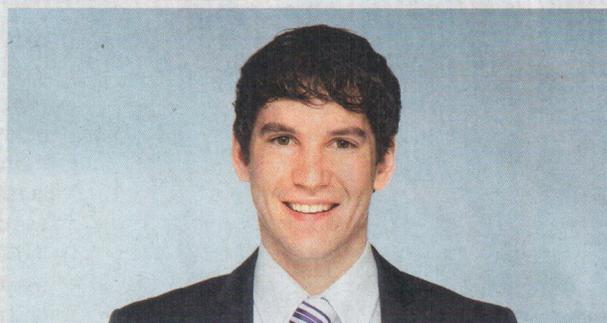
Dabei bietet das aktuelle Marktumfeld die Gelegenheit, die stärksten Programme überzugewichten, respektive sich von den Schwächeren bei marginalen Spreadunterschieden zu verabschieden. Die Emittenten währenddessen versuchen, sich von der innovativen Seite zu zeigen, und emittieren Covered Bonds mit kreativen Rückzahlungsstrukturen oder solche mit grünem Anstrich – sogenannte grüne Pfandbriefe. Diese Anleihen werden jedoch üblicherweise durch denselben Deckungsstock besichert wie die normalen Pfandbriefe. Aus einer Cashflowperspektive machen unterschiedliche Covered Bonds entsprechend wenig Sinn. Die Emittenten sind allerdings auch zunehmend bemüht, die Transparenz bezüglich der Zusammensetzung der Deckungsstöcke zu erhöhen.

Da die Emission von Covered Bonds auf nationaler Ebene geregelt wird, bestehen sowohl bei der Zusammensetzung der Deckungsstöcke als auch bei der Offenlegungspflicht signifikante Unterschiede. Die Bestrebungen in Europa, nicht nur eine Währungsunion, sondern eine Kapitalmarktunion zu bilden, ziehen ebenfalls immer weitere Kreise. Ursprünglich wurde die Einführung eines einheitlichen europäischen Covered-Bond-Gesetzes als Rechtsrahmen angestrebt. Doch die besonderen Eigenschaften der einzelnen Märkte haben diese Bestrebungen verhindert.

Die Lösung, die am 18. April 2019 das Europäische Parlament provisorisch genehmigte, ist nun ein Mindeststandard, der für sämtliche Rechtsrahmen in der EU gilt. Beispielsweise soll die Überdeckung mindestens fünf Prozent betragen und die Sicher-

heiten sollen klar vom Emittenten segregiert werden. Zudem sollen künftig nur noch Covered Bonds mit einer Soft-Bullet-Klausel emittiert werden (Option zur Aufschiebung der Fälligkeit im Falle eines Konkurses der Emittenten) und es soll ein Liquiditätspuffer von 180 Tagen vorhanden sein. Dazu ist die Transparenzerhöhung geplant, wobei es unterdessen einen einheitlichen Standard zur Offenlegung der Deckungsstockdaten gibt, dem sich die meisten Emittenten angeschlossen haben. Trotz dieser Bemühungen bleiben signifikante Unterschiede zwischen den Rechtsrahmen bestehen.

Es wird erwartet, dass die Änderungen ab ungefähr 2021 umgesetzt werden. Insbesondere spanische, aber auch französische, österreichische und italienische Covered-Bond-Programme dürften von dieser Entwicklung profitieren. Auch neue Pfandbriefprogramme in Ländern wie Slowenien oder Korea bieten ein interessantes Risiko-Ertrags-Verhältnis. Damit ermöglicht das aktuelle Marktumfeld eine einmalige Chance, in die bonitätsstärksten Covered-Bond-Programme zu investieren, ohne aus Relative-Value-Sicht hohe Renditeeinbußen hinnehmen zu müssen. Aus dieser Sicht drängen sich zurzeit Pfandbriefe von kanadischen, schwedischen und australischen Emittenten auf. Es gibt zudem einzelne Programme, die über ein „AAA“-Rating verfügen und gleichzeitig bei einem Downgrade des Emittenten das „AAA“-Rating nicht verlieren. Dieser sogenannte „AAA“-Puffer bietet einen zusätzlichen Schutz.



### Marc Meili

Der Autor verfügt über einen Masterabschluss der Universität Zürich in Banking und Finance. Meili befasst sich mit der Bonitätsbeurteilung von Unternehmen aus den Sektoren Real Estate, Consumer Finance und Building Materials sowie der Analyse von strukturierten Finanzierungsformen und Pfandbriefen. Die Independent Credit View AG wurde 2003 als erste unabhängige Researchboutique in der Schweiz gegründet.

**Exklusiv in BÖRSE ONLINE schreiben renommierte Finanzexperten und Investmentprofis über Börse und Geldanlage. Weitere Gastkommentare finden Sie unter: [www.boerse-online.de/meinungen-und-perspektiven](http://www.boerse-online.de/meinungen-und-perspektiven)**