

# Covered Bond Spezial

Emanuel Teuber

Beachten Sie bitte den/die Hinweis/e auf der/den letzten Seite/n  
► [www.research.bayernlb.de](http://www.research.bayernlb.de), Bloomberg: BAYR

Wir werfen in diesem Covered Bond Spezial einen Blick auf Conditional Pass Through Strukturen. Wir erklären die unterschiedlichen Mechanismen und zeigen die Vor- und Nachteile der Struktur auf. Schlussendlich werfen wir noch einen Blick auf die regulatorische Behandlung und begründen unsere Meinung, warum CPT-Strukturen in der nächsten Zeit unterdurchschnittlich abschneiden sollten.

## Conditional Pass Through: War's das?

- Am 1. Oktober 2013 startete für Covered Bond Investoren eine neue Zeitrechnung. Die Zeiten, in denen man relativ arglos Covered Bonds kaufen konnte und sich keine Sorgen über diverse Strukturen zu machen brauchte waren mit diesem Tag vorbei, denn die holländische NIB Capital Bank emittierte den ersten Covered Bond mit einer sogenannten Conditional Pass Through (CPT) Struktur. Vereinfacht gesagt, wird bei diesen Anleihen das Ausfallrisiko durch eine Laufzeitverlängerung eliminiert. Was Emittenten bessere Ratings, eine niedrigere Übersicherung und damit auch niedrigere Kosten beschert, erhöht bei Investoren nicht nur den Analyseaufwand, sondern auch ein gewisses Spread-Änderungsrisiko. Da sich der Markt seitdem stark weiter entwickelt hat, derzeit sind 13,8 Mrd. Covered Bonds mit CPT-Struktur im Benchmark Format ausstehend, wollen wir einen Blick auf den Markt werfen und die Auswirkungen der Struktur auf Ratings, Investoren und die Preisfindung untersuchen. Auch gehen wir der Frage nach, ob die Entscheidung der EZB, bestimmte CPTs unter ihrem Ankaufprogramm nicht mehr zu kaufen nachhaltige Auswirkungen auf die Assetklasse haben wird.
- [Der Markt für CPTs](#): Wenn der Markt für CPTs auch noch relativ klein sein mag, so ziehen die Strukturen doch eine große Aufmerksamkeit auf sich, da sie den Emittenten große Vorteile bieten und daher viele Emittenten mit der Emission von CPTs geliebäugelt haben. Mit knapp 14 Mrd. Euro an ausstehenden Benchmark Covered Bonds machen CPTs jedoch lediglich 1,8% des aktuell ausstehenden Benchmark Universums aus.
- [CPTs – Die Mechanik](#): Wir werfen einen Blick auf die Mechanik hinter CPT-Strukturen und stellen fest, dass eine genaue Analyse der Anleihen-Dokumentation nötig ist, da sich die verschiedenen Programme im Detail unterscheiden.
- [Einfluss auf die Ratings](#): CPT-Strukturen ermöglichen es Emittenten mit schwächerem Rating leichter AAA-Ratings für ihre Covered Bond Emissionen zu bekommen.
- [Die regulatorische Behandlung](#): Regulatorisch erfahren CPT-Strukturen derzeit noch keine nennenswerten Nachteile, was sich jedoch dieses Jahr noch ändern könnte.
- [CPTs aus der Sicht der Investoren](#): Für Investoren bieten CPTs diverse Vor- und Nachteile. Unserer Meinung nach überwiegen jedoch die Nachteile, weswegen an den Märkten ein hohes Risiko für Korrekturen besteht.
- [Fazit –Preisdiskriminierung sollte ansteigen](#): Wiegt man die Vor- und Nachteile gegeneinander auf, so müssten CPTs eigentlich weiter handeln als Soft-Bullet Covered Bonds (SBCB) oder Hard-Bullet Covered Bonds (HBCB), was sie derzeit jedoch faktisch nicht tun. Wir gehen davon aus, dass sich das mit ansteigenden Renditen ändert, wenn fundamentale Überlegungen bei Investoren wieder mehr Gewicht finden sollten. Des Weiteren könnten kommende regulatorische Änderungen CPT-Strukturen benachteiligen und diese Anleihen für Treasury-Investoren weniger attraktiv machen.

### Der Markt für Conditional-Pass-Through Covered Bonds

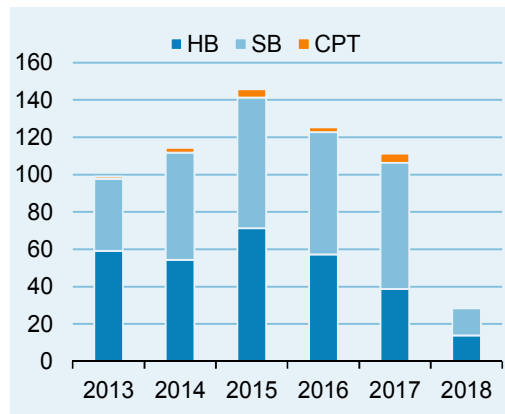
- ▶ CPTs seit 2013 am Markt verfügbar

Am 1. Oktober 2013 startete für Covered Bond Investoren eine neue Zeitrechnung. Die Zeiten, in denen man relativ arglos Covered Bonds kaufen konnte und sich keine Sorgen über diverse Strukturen zu machen brauchte waren mit diesem Tag vorbei, denn die holländische NIB Capital Bank emittierte den ersten Covered Bond mit einer sogenannten Conditional Pass Through (CPT) Struktur. Vereinfacht gesagt, wird bei diesen Anleihen das Ausfallrisiko durch eine Laufzeitverlängerung eliminiert. Was Emittenten bessere Ratings, eine niedrigere Übersicherung und damit auch niedrigere Kosten beschert, erhöht bei Investoren nicht nur den Analyseaufwand, sondern auch ein gewisses Spread-Änderungsrisiko. Da sich der Markt seitdem stark weiter entwickelt hat, derzeit sind 13,8 Mrd. Covered Bonds mit CPT-Struktur im Benchmark Format ausstehend, wollen wir einen Blick auf den Markt werfen und die Auswirkungen der Struktur auf Ratings, Investoren und die Preisfindung untersuchen. Auch gehen wir der Frage nach, ob die Entscheidung der EZB, bestimmte CPTs unter ihrem Ankaufprogramm nicht mehr zu kaufen nachhaltige Auswirkungen auf die Assetklasse haben wird.

- ▶ CPTs machen lediglich 1,8% des ausstehenden Benchmarkvolumens aus

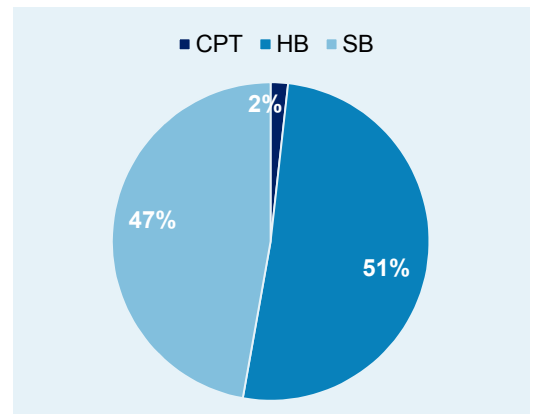
Wenn der Markt für CPTs auch noch relativ klein sein mag, so ziehen die Strukturen doch eine große Aufmerksamkeit auf sich, da sie den Emittenten große Vorteile bieten und daher viele Emittenten mit der Emission von CPTs geliebäugelt haben. Mit knapp 14 Mrd. Euro an ausstehenden Benchmark Covered Bonds machen CPTs jedoch lediglich 1,8% des aktuell ausstehenden Benchmark Universums aus. Dazu kommen noch etwaige Programme und Emissionen, die von Emittenten rein zur Refinanzierung bei der EZB aufgesetzt worden sind (Retained Covered Bonds - RCBs) sowie Privatplatzierungen und Sub-Benchmark Anleihen. Insbesondere als RCBs waren CPTs populär, kann man mit der Struktur relativ einfach ein von der EZB gefordertes Rateringerreichen. Alleine die in Euro denominierten CPTs mit variablen Zins, und daher höchstwahrscheinlich RCBs, belaufen sich auf knapp 20 Mrd. Euro.

Anteil von CPTs am jährlichen Emissionsvolumen wächst stetig  
 EUR Benchmark Neuemissionsvolumina in Mrd. Euro (ohne Taps)



Quelle: Bloomberg, BayernLB Research  
 HB = Hard Bullet; SB = Soft Bullet; CPT = Conditional Pass through

CPTs haben derzeit noch eine geringe Bedeutung für den Markt  
 Aufteilung der ausstehenden Benchmark Covered Bonds nach Struktur per 16.01.2018



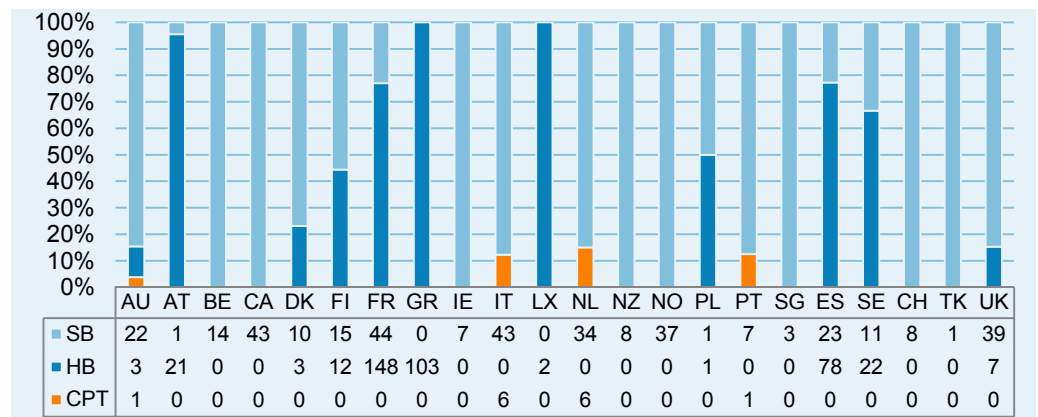
Quelle: Markit, Bloomberg, BayernLB Research

- ▶ Neun Emittenten haben Benchmark-Anleihen im CPT-Format ausstehend

Die niederländische NIB Capital war der erste Emittent, der im Oktober 2013 den Startschuss gab. Mittlerweile haben jedoch neun verschiedene Emittenten Benchmark Bonds in diesem Format begeben. Das ausstehende Volumen im Benchmark-Bereich beläuft sich mittlerweile auf 14 Mrd. Euro und auf knapp 20 Mrd. Euro in Form von Anleihen mit variablem Kupon (RCBs). In diesem Segment kommen nochmal fünf Emittenten hinzu, was die Gesamtzahl der bestehenden CPT Programme auf 14 erhöht. Analysiert man das jährliche Neuemissionsverhalten im Benchmark-Segment, haben CPTs ihr Volumen stetig erhöht. Wurden im Jahr 2013 lediglich 500 Mio. Euro emittiert, was ca. 0,5% des gesamten Neuemissionsvolumens ausmachte, so belief sich das Volumen in 2017 auf ca. 6 Mrd. Euro oder auf 4,3% aller Neuemissionen.

Niederlande und Italien stärkste Nutzer von CPT Strukturen

Prozentuale Verteilung der ausstehenden EUR Benchmark Covered Bonds nach Laufzeitenstruktur, in Mrd. Euro



Quelle: Markit, Bloomberg, BayernLB Research  
 HB = Hard Bullet; SB = Soft Bullet; CPT = Conditional Pass through

- ▶ Niederländische und italienische Emittenten stärkste Nutzer von CPT-Strukturen

Analysiert man die verschiedenen Strukturen von Covered Bonds in den einzelnen Ländern, so erkennt man, dass derzeit die Niederländer, die Italiener und die Portugiesen die größten Anwender der CPT-Strukturen bei Benchmark Covered Bonds sind. Während die holländischen Banken den Trend starteten, sprangen Emittenten aus der europäischen Peripherie schnell auf den Zug auf. Sie können von der CPT-Struktur am meisten profitieren, da sie häufig, aufgrund des oft schwächeren Emittentenratings höhere Anforderungen an das Covered Bond Liquiditätsmanagement sowie Überdeckung haben. Dadurch haben diese Emittenten auch höhere Kosten und damit ein höheres Einsparungspotential durch die Implementierung der CPT-Struktur.

- ▶ Griechische Banken nutzen CPT-Strukturen

Der Umstand, dass CPTs, im Vergleich zum Emittenten, bessere Ratings ermöglichen hat auch den Griechischen Banken erlaubt wieder an die internationalen Kreditmärkte zurückzukehren, nachdem ihnen der Zugang im Laufe der Europäischen Schuldenkrise verwehrt wurde. In 2018 begaben drei der vier größten Banken Griechenlands (National Bank of Greece, Eurobank Ergasias und Piraeus Bank) Covered Bonds im CPT-Format. Diese Anleihen wurden alle im „Single-B“ Bereich geratet, obwohl die Banken selbst sogar lediglich im C Bereich geratet sind. Nachdem die EZB bekannt gab, unter dem CBPP3 keine CPTs von Emittenten ohne Investment-Grade-Rating mehr zuzulassen, benutzte die griechische Alpha Bank dieses Jahr eine konventionelle Soft-Bullet Struktur.

### Conditional Pass Through: Die Mechanik

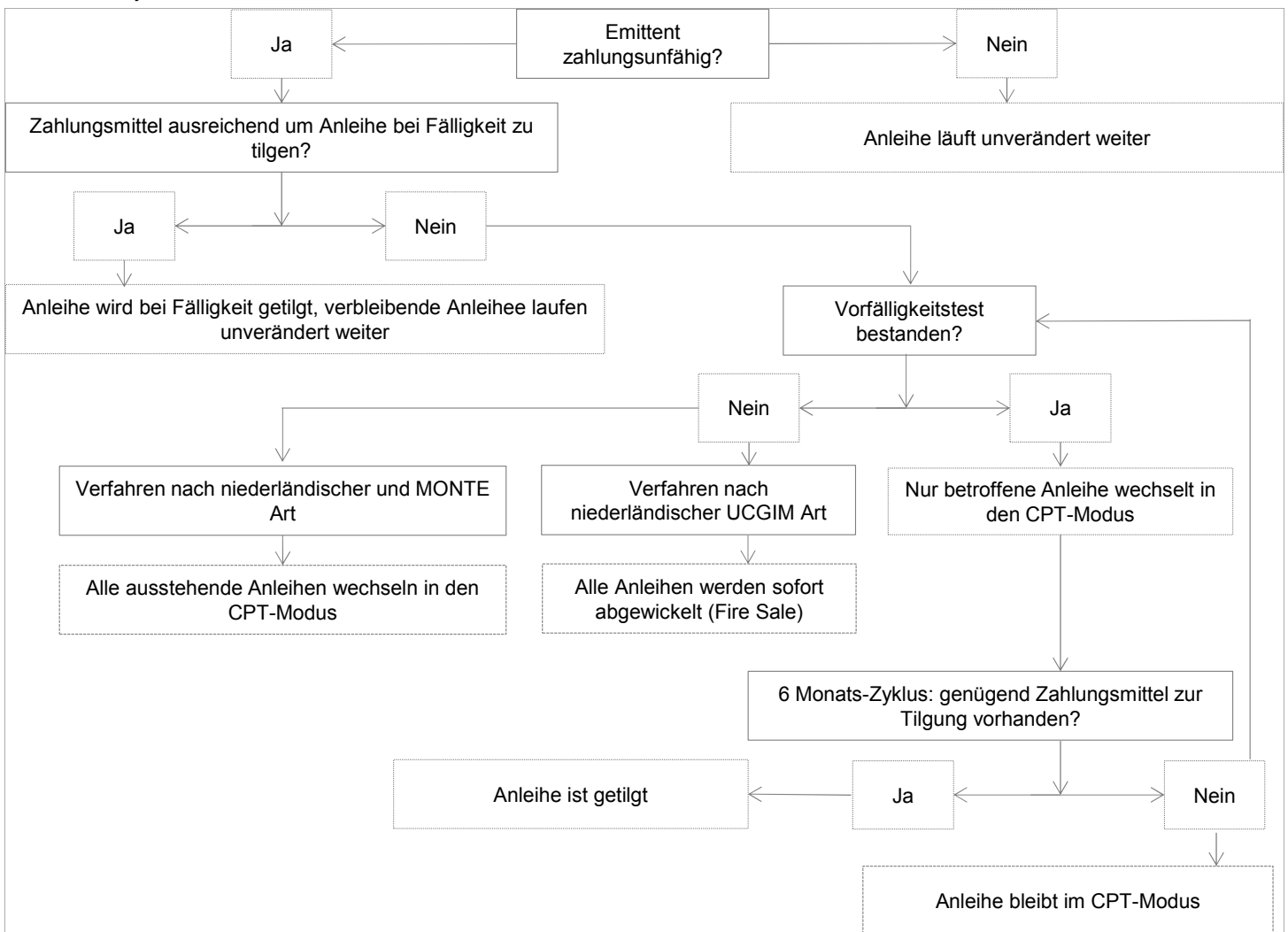
► Liquiditäts- und Refinanzierungsrisiken bei Covered Bonds ausschlaggebend

Bedenkt man die umfangreichen, existierenden Mechanismen und Regularien um Covered Bond Investoren zu schützen, so scheint es unwahrscheinlich, dass Kreditrisiko und eine zu geringe Deckung der Grund für einen Ausfall sein werden. Eher dürften Refinanzierungs- und Liquiditätsprobleme die Auslöser für Zahlungsschwierigkeiten sein. Insbesondere das Risiko, dass Sicherheiten in einem ungünstigen Umfeld verkauft werden müssen um Zahlungsverpflichtungen nachzukommen (Firesale-Risk) dürfte in solch einem Fall relevant sein.

► Verlängerbare Laufzeiten zielen auf dieses Risiko ab

Sowohl Soft-Bullet Covered Bonds (SBCBs) als auch CPTs versuchen dieses Problem auf ähnliche Weise abzuschwächen. Während SBCBs versuchen dem Deckungsstockverwalter nach Insolvenz des Emittenten ein Jahr mehr Zeit zu geben um den Verkauf von Sicherheiten zu regeln (Verlängerung der ursprünglichen Laufzeit der Anleihe um ein Jahr möglich), wollen CPTs das Problem komplett eliminieren, indem man extrem lange Verlängerungen der Anleihenlaufzeiten zulässt. Darüber hinaus bekommt der Deckungsstockverwalter noch weitere Instrumente an die Hand.

Szenario Analyse niederländischer und italienischer CPTs



Quelle: BayernLB Research, Anleihenprospekte

- ▶ Es wird versucht die ursprüngliche Laufzeit einzuhalten

Solange der Emittent eines CPTs zahlungsfähig ist, verhält sich ein CPT nicht anders als ein normaler Hard Bullet Covered Bond (HBCB) oder SBCB. Die Anleihe wird am Ende der ursprünglichen Laufzeit zurückgezahlt und der Emittent verwaltet den Deckungsstock und alle Sicherheiten. Selbst wenn der Emittent zahlungsunfähig wird, ergeben sich noch keine Unterschiede zwischen den verschiedenen Strukturen. Die Anleihen werden nicht früher fällig gestellt und ein Deckungsstockverwalter übernimmt das Management des Deckungsstocks. Die Zahlungen müssen von nun an über die Zinszahlungen und Tilgungen der Sicherheiten getätigt werden. Der Verwalter versucht die ursprünglichen Anleihenfälligkeiten beizubehalten.
  
- ▶ Nur wenn die Deckungsstockliquidität nicht mehr ausreicht wird auf CPT umgestellt

Erst wenn nach Emittenteninsolvenz die Deckungsstockliquidität nicht mehr ausreicht um Kuponzahlungen und Fälligkeiten pünktlich zu leisten wird der Unterschied zu traditionellen Covered Bonds ersichtlich. Wenn der Verwalter eine Anleihe nicht zum geplanten Zeitpunkt zurückzahlen kann, so wird die Laufzeit nicht etwa um ein Jahr verlängert wie beim SBCB oder ein Verkauf von Sicherheiten ausgelöst wie beim HBCB. Stattdessen wechselt die betroffene Anleihe in den so genannten Pass-Through-Modus. Dadurch verlängert sich der finale Rückzahlungstermin um einen sehr langen Zeitraum (32 Jahre im Falle von NIB Capital und 38 Jahre im Fall von UniCredit). Generell wird zunächst lediglich die Anleihe in den Pass Through Modus wechseln, die nicht wie geplant zurückgezahlt werden kann. Sollte der Deckungsstockverwalter in der Lage sein genug Mittel aufzutreiben um später fällig werdende Anleihen zu bedienen, werden diese wie geplant zurückgezahlt. Ist dies nicht der Fall, geht die nächste fällige Anleihe in den Pass-Through-Modus und so weiter.
  
- ▶ Bei einem Nicht-Bestehen des Amortization-Tests zeigen sich Unterschiede bei den Strukturen

Unterschiede zwischen den verschiedenen CPT Programmen der einzelnen Emittenten ergeben sich erst wenn im Falle einer Emittenteninsolvenz die Liquidität für eine rechtzeitige Rückzahlung der Anleihen nicht ausreicht und gleichzeitig der sogenannte „Ammortization Test“ nicht bestanden wird. Wie sich so ein Nichtbestehen auswirkt, hängt vom jeweiligen Emittenten ab. Bei einigen Emittenten gehen alle Anleihen in den Pass-Through-Modus (Holland, Monte Paschi) bei anderen kann es sogar zu einer Beschleunigung der Abwicklung führen (UniCredit). Bei dem Amortization-Test wird geprüft, ob der Wert der Sicherheiten im Deckungsstock ausreicht die ausstehenden Verbindlichkeiten abzudecken.
  
- ▶ Technischer Default eines CPTs ist unwahrscheinlich aber ein Preisrisiko verbleibt beim Investor

Berücksichtigt man die oben beschriebenen Punkte, so ist es für CPT Covered Bonds schwer möglich einen technischen Ausfall zu provozieren, mit der UniCredit als Ausnahme<sup>1</sup>. Selbst der Ausfall eines Kupons führt lediglich zu einer Verlängerung der Anleihenlaufzeit. Für Investoren bleibt dennoch ein Risiko. Auch wenn der erwartete Verlust auf eine Anleihe annähernd null ist, so gibt es doch ein Verlängerungsrisiko. Der Preis der Anleihe dürfte bei einer Laufzeitverlängerung fallen, da die längere Laufzeit eine höhere Rendite rechtfertigen würde. Dies könnte über einen Step-Up Kupon nach einem Wechsel in den Pass Through Modus abgemildert werden, jedoch bieten die wenigsten Anleihen solch ein Merkmal (Vergleich Tabelle auf nächster Seite). Selbst die Anleihen, die mit dem Wechsel in den Pass-Through Modus auf eine variable Verzinsung wechseln, bieten meist lediglich einen Spread der dem Reoffer-Level am Emissionstag entspricht.

<sup>1</sup> Sollte der Amortization-Test nicht bestanden werden, so löst dies einen Drittverzug aus. Alle Anleihen müssen abgewickelt werden und die Sicherheiten müssen in einem Notverkauf veräußert werden.

## Anleihen-Modalitäten aller ausstehenden EUR Benchmark CPT Covered Bonds

ISIN	Emittent	Anleihe	Land	Ausstehendes Volumen (Mrd. Euro)	Fälligkeit	Max. Verlängerung in Jahren	Kupon nach Verlängerung	Referenzzinssatz falls variabel	Spread/Kupon in Bp
XS1640827843	Bank of Queensland Ltd	BQDAU 0 1/2 07/10/22	AUSTRALIA	0,5	10.07.2022	32	fixed	n.m.	50
IT0005038283	Banca Monte dei Paschi di Siena SpA	MONTE 2 7/8 07/16/24	ITALY	1,5	16.07.2024	38	variable	EUR003M	148
IT0005140188	Banca Monte dei Paschi di Siena SpA	MONTE 1 1/4 01/20/22	ITALY	0,75	20.01.2022	38	variable	EUR003M	85
IT0005151854	Banca Monte dei Paschi di Siena SpA	MONTE 2 1/8 11/26/25	ITALY	1	26.11.2025	38	variable	EUR003M	127
IT0005090813	UniCredit SpA	UCGIM 0 3/4 04/30/25	ITALY	1	30.04.2025	38	variable	EUR001M	18
IT0005212987	UniCredit SpA	UCGIM 0 3/8 10/31/26	ITALY	1	31.10.2026	38	variable	EUR001M	20
XS1722558258	Achmea Bank NV	ACHMEA 0 3/8 11/22/24	NETHERLANDS	0,5	22.11.2024	32	fixed	n.m.	37,5
XS1327151228	Aegon Bank NV	AEGON 0 1/4 12/01/20	NETHERLANDS	0,75	01.12.2020	32	fixed	n.m.	25
XS1418849482	Aegon Bank NV	AEGON 0 1/4 05/25/23	NETHERLANDS	0,5	25.05.2023	32	fixed	n.m.	25
XS1637329639	Aegon Bank NV	AEGON 0 3/4 06/27/27	NETHERLANDS	0,5	27.06.2027	32	fixed	n.m.	75
XS1720933297	Aegon Bank NV	AEGON 0 3/8 11/21/24	NETHERLANDS	0,5	21.11.2024	32	fixed	n.m.	37,5
XS1224002474	F van Lanschot Bankiers NV	LANSNA 0.275 04/28/22	NETHERLANDS	0,5	28.04.2022	32	fixed	n.m.	27,5
XS1387192435	F van Lanschot Bankiers NV	LANSNA 0 3/8 03/31/23	NETHERLANDS	0,5	31.03.2023	32	fixed	n.m.	37,5
XS1565570212	F van Lanschot Bankiers NV	LANSNA 0 7/8 02/15/27	NETHERLANDS	0,5	15.02.2027	32	fixed	n.m.	87,5
XS1054163347	NIBC Bank NV	NIBCAP 1 1/4 04/08/19	NETHERLANDS	0,5	08.04.2019	32	fixed	n.m.	125
XS1222431097	NIBC Bank NV	NIBCAP 0 1/4 04/22/22	NETHERLANDS	0,5	22.04.2022	32	fixed	n.m.	25
XS1423753463	NIBC Bank NV	NIBCAP 0 5/8 06/01/26	NETHERLANDS	0,5	01.06.2026	32	fixed	n.m.	62,5
NL0012650477	NN Group NV	NNGRNV 0 1/2 10/10/24	NETHERLANDS	0,5	10.10.2024	32	fixed	n.m.	50
PTCMGTOM0029	Caixa Economica Montepio Geral	MONTP1 0 7/8 10/17/22	PORTUGAL	0,75	17.10.2022	45	variable	EUR001M	65

Quelle: Bloomberg, BayernLB Research

► Time-Subordination ist ein Thema bei CPTs

Wie in allen Covered Bond Strukturen gibt es auch bei CPTs das sogenannten Time Subordination Risk. Das bedeutet, dass Investoren von später fällig werdenden Strukturen nur noch schlechtere Sicherheiten zur Verfügung stehen, da der Deckungsstockverwalter schon die besten Sicherheiten veräußert hat um die früher fällig werdenden Anleihen zu bedienen. Allerdings gibt es verschiedene Mechanismen, die dies verhindern sollen:

- Der Deckungsstockverwalter darf nur dann Vermögensgegenstände verkaufen wenn die Sicherheit einen Preis erzielt, der den Deckungswert nicht sinken lässt, die Übersicherung wird hier bei CPTs bei der Deckungsrechnung und bei den Amortisationstests mit einbezogen. Bei HBCB und SBCB wird sie dagegen in diesem Fall mit null angesetzt.
- Der Verwalter darf Sicherheiten nur verkaufen, wenn die Erlöse ausreichen um eine ganze Anleihsenserie zurückzuzahlen (vor allem wenn das ganze CB-Programm im Pass-Through-Modus ist, denn dann müssen die Verkaufserlöse pro rata verteilt werden). Wenn dies nicht möglich ist, kann er es nach sechs Monaten noch einmal versuchen. In der Zwischenzeit fallen Zinszahlungen auf den Deckungsstock an, die den benötigten Erlös beim darauf folgenden Verkaufsversuch verringern.
- Um zu verhindern, dass der Sachverwalter die besten Vermögenswerte zuerst verkauft, muss er die Vermögenswerte nach einem Zufallsprinzip auswählen.
- Der Sachwalter muss die zur Verfügung stehenden Vermögenswerte gleichmäßig auf alle ausstehenden Covered Bonds aufteilen. Dadurch wird auch die Übersicherung gleichmäßig aufgeteilt. Das soll verhindern, dass der Verwalter relativ mehr Vermögenswerte für die zuerst fällig werdenden Anleihen verkauft.

► Zinszahlungen können sich nach einem Wechsel zu CPT ändern

Wie sich die Zahlungsbedingungen der Anleihe im Falle einer Laufzeitverlängerung verändern ist aufgrund der möglichen langen Laufzeit von nicht geringer Bedeutung. Unglücklicherweise unterscheiden sich die Zahlungsmodalitäten für bisher begebene CPT-Anleihen. Derzeit bleiben die Zahlungsmodalitäten bei den niederländischen CPTs gleich, wohinge-



gen die italienischen Anleihen nach der Umstellung auf den CPT-Modus auf eine variable Verzinsung wechseln. Allerdings haben diese Anleihen keinen sogenannten „Step-up“. Das bedeutet, dass die Spreads nicht über das Reoffer-Level bei Emission steigen können. Daher könnte es theoretisch auch möglich sein, dass nach einer Laufzeitverlängerung die Rendite ins Negative dreht.

- ▶ CPT-Strukturen nicht einheitlich und erfordern genaue Analyse des Dokumentation

Ähnlich wie bei SBCBs gibt es auch bei CPTs keine einheitliche Konvention, wann das Programm oder die einzelnen Anleihen in den CPT-Modus wechseln. Je nachdem aus welcher Struktur SPV-Modell, Universalbank oder Spezialbank, emittiert wurden, ergeben sich unterschiedliche Konsequenzen für die Laufzeitverlängerung. Wenn aus einer SPV-Struktur heraus emittiert worden ist (Niederlande, Italien) ist die Laufzeitverlängerung nur bei einem Zahlungsausfall des Emittenten auslösbar, da nur der Covered Bond Garantiegeber (SPV) von der Laufzeitverlängerung profitiert. Im Falle der Emission aus einer Universalbank heraus, ist die Laufzeitverlängerung unter bestimmten Umständen auch möglich wenn der Emittent noch solvent ist.

- ▶ Montepio kann auch vor einer Emittenteninsolvenz in den CPT-Modus wechseln

So gibt es etwa im Fall der portugiesischen Banco Montepio Geral drei Auslöser, die eine Laufzeitverlängerung auslösen können. Zum ersten löst natürlich die klassische Zahlungsunfähigkeit einen Wechsel in den CPT-Modus aus. Wenn in diesem Fall 2/3 der Investoren für eine Beschleunigung (Acceleration) der Sicherheitenverwertung stimmen, werden alle Sicherheiten sofort verkauft und an die Investoren ausgeschüttet. Wird die 2/3 Mehrheit nicht erreicht, wechseln alle Anleihen in den CPT-Modus. Es reicht jedoch schon eine Unterschreitung der Übersicherungsquote von 18% um alle Anleihen in den CPT-Modus zu schicken. Eine Zahlungsunfähigkeit des Emittenten muss in diesem Falle noch nicht vorgelegen haben.

- ▶ Bei Montepio stellt eine Nicht-Zahlung eines Kupons keinen Zahlungsausfall dar

Die unserer Meinung nach fragwürdigste Möglichkeit mit den eigenen CPTs umzugehen bietet sich Montepio jedoch, sollte eine Kupon oder Fälligkeitszahlung auf eine bestimmte Anleihsenserie nicht geleistet werden können. Dieser Fall, der KEINEN Zahlungsausfall und somit keine Abwicklung des Emittenten zu Folge hat, führt lediglich dazu, dass die betroffene Serie (nicht alle CPTs) in den CPT-Modus wechselt. Dies lässt folgendes Gedankenspiel möglich erscheinen. Die Rückzahlung einer nicht besicherten, plain vanilla senior unsecured Anleihe und eines CPTs stehen gleichzeitig an, die liquiden Mittel des Emittenten reichen jedoch lediglich für die Rückzahlung einer Anleihe aus. Der Emittent entschließt sich, den CPT nicht zurückzuzahlen und in den CPT-Modus zu schicken und lediglich die senior unsecured Anleiheninvestoren zu befriedigen. Dadurch gerät das Institut nicht in Zahlungsverzug. Dies geschieht jedoch auf Kosten der Covered Bond Investoren, die ihr Geld im Zweifel erst Jahre später wieder bekommen (wenn auch höchstwahrscheinlich zum größten Teil). Die Anleihe hat in diesem Fall also Züge von nachrangig firmierenden Anleihen, da sie es dem Unternehmen ermöglicht ihre Geschäfte weiter zu betreiben, obwohl eine rechtzeitige Rückzahlung der Verbindlichkeiten nicht möglich ist (going concern). Dies sollte in den Spreads berücksichtigt werden, was unserer Meinung aber (noch) nicht der Fall ist.

- ▶ CPTs bedingen höheren Analysebedarf

Es zeigt sich also, dass es bei der Investition in CPTs einer genauen Prüfung der Rückzahlungsbedingungen bedarf, was den Analysebedarf erhöht. In der Tabelle unten listen wir die wichtigsten CPT-Modalitäten der CPT-Programme auf, die EUR-Benchmark Emissionen ausstehend haben.

Übersicht über die derzeit ausstehenden Benchmark CB-Programme

Emittent	Achmea Bank NV	Aegon Bank NV	Banca Monte dei Paschi di Siena SpA	Bank of Queensland Ltd	Caixa Economica Montepio Geral	Van Lanschot Bankiers NV	NIBC Bank NV	NN Group NV	UniCredit SpA
Rating (Moody's/S&P/Fitch)	(Aaa/--/AAA)	(--/AAA/AAA)	(A1/--/A+)	(Aaa/--/AAA)	(A3/--/AA-)	(--/AAA/AAA)	(--/AAA/AAA)	(--/AAA/--)	(Aa2/--/WD)
Max. Verlängerung	32 Jahre	32 Jahre	38 Jahre	32 Jahre	45 Jahre	32 Jahre	32 Jahre	32 Jahre	38 Jahre
Wer kann die Verlängerung auslösen?	SPV / Treuhänder	SPV / Treuhänder	SPV / Treuhänder	SPV / Treuhänder	Emittent	SPV / Treuhänder	SPV / Treuhänder	SPV / Treuhänder	SPV / Treuhänder
Verlängerung vor Emittentenausfall möglich	Nein	Nein	Nein	Nein	Ja	Nein	Nein	Nein	Nein
Löst die Emittentenzahlungsunfähigkeit sofort eine Verlängerung aus?	Nein	Nein	Nein	Nein	Ja	Nein	Nein	Nein	Nein
Verlängern alle Anleihen gleichzeitig?	Nein	Nein	Nein	Nein	Nein	Nein	Nein	Nein	Nein
Was passiert bei Nichtbestehen des Amortization-Test?	Alle ausstehenden CBs werden auf pass-through gestellt.	Alle ausstehenden CBs werden auf pass-through gestellt.	Alle ausstehenden CBs werden auf pass-through gestellt.	Alle ausstehenden CBs werden auf pass-through gestellt.	Alle ausstehenden CBs werden auf pass-through gestellt.	Alle ausstehenden CBs werden auf pass-through gestellt.	Alle ausstehenden CBs werden auf pass-through gestellt.	Alle ausstehenden CBs werden auf pass-through gestellt.	Cross default und Abwicklung aller ausstehenden CBs.
OC bei Amortization Test berücksichtigt?	5%	10%	75% des festgelegten OC-Level bei EOD <sup>1)</sup>	10%	5%	15%	15%	10%	75% des festgelegten OC-Level bei EOD <sup>1)</sup>

1) Event of Default

Quelle: Anleihenprospekte; Rating Agencies; BayernLB Research

**Einfluss auf die Ratings**

- ▶ CPTs für Emittenten vorteilhaft, da sie bessere Ratings ermöglichen

Ein Grund warum CPT bei vielen Emittenten so beliebt sind ist der, dass sich durch diese Struktur, die das Liquiditätsrisiko quasi wegdefiniert, sehr gute Ratings bei Ratingagenturen erzielen lassen - auch für Emittenten mit schwachem Rating. Der Startpunkt für jedes Covered Bond Rating ist und bleibt das Emittentenrating. Bezüglich Covered Bonds ist das größte Problem das Rating Agencies Sorgen bereitet das Refinanzierungsrisiko, also das Risiko, dass Emittenten Fälligkeiten bei einem Asset-Liability-Mismatch pünktlich bedienen können, insbesondere in Zeiten von hohem systemischen Stress. Derzeit beträgt der durchschnittliche Uplift zwischen sechs und acht Stufen über dem Emittentenrating. Mit der Herabstufung der Emittentenratings aufgrund des Wegfalls der implizierten Staatsunterstützung stieg dieser Wert in den letzten Jahren um ein bis zwei Stufen an.

- ▶ Geringere Übersicherungsanforderungen für CPT-Strukturen

Da das Liquiditätsrisiko durch die CPT-Struktur quasi wegdefiniert wird - im Endeffekt stellt der Investor das Funding des Deckungsstocks sicher, indem er die Verlängerung der Laufzeit in Kauf nimmt – sind höhere Ratingaufschläge über das Emittentenrating möglich. Während eine Soft-Bullet Struktur von den Rating Agencies zwar als positiv erachtet wird, auf das letztendliche Rating aber kaum eine Auswirkung hat, bietet die CPT-Struktur materielle Aufschläge von bis zu 9 Stufen über dem Emittentenrating (Moody's & Fitch) oder gar eine komplette Entkopplung des Covered Bond Ratings vom Emittentenrating (S&P). Darüber hinaus fällt die benötigte Übersicherung in der Regel geringer aus.

**Regulatorische Behandlung**

- ▶ Regulatorische Gleichbehandlung von CPTs und anderen Covered Bonds

Derzeit spielt die Fälligkeitenstruktur von Covered Bonds und das Liquiditätsrisiko an sich keine Rolle bei der Regulierung von Covered Bonds. CPTs erfahren die gleiche regulatorische Behandlung wie HBCBs oder SBCBs. Erfüllen sie die UCITS Regeln, können sie ein bevorzugtes Risikogewicht nach CRR bekommen und auch nach LCR-Regeln gibt es keine speziellen Haircuts. CPTs können auch bei der EZB in Repo gegeben werden und sind unter bestimmten Bedingungen für das CBPP3 der EZB zugelassen. Auch unter der BRRD erfahren CPTs keine nachteilige Behandlung und sie sind wie andere Covered Bonds von einem Bail-In ausgenommen.



- ▶ CPTs von Non-Investment Grade Emittenten werden ab Februar 2018 von der EZB nicht mehr gekauft

Am 20.11.2017, veröffentlichte die EZB ihren Entschluss die Konditionen des aktuell laufenden Ankaufprogramms für Covered Bonds zu ändern. Der Beschluss mit dem Aktenzeichen EZB/2017/37 betrifft Covered Bonds mit einer Conditional Pass Through-Struktur, sofern das erstbeste Emittentenrating der begebenden Bank schlechter als Credit Quality Step 3 (CQS-3), das heißt schlechter als BBB- ist. Sollten diese beiden Kriterien zutreffen, sind die entsprechenden Covered Bonds nicht mehr für das CBPP3 der EZB zugelassen und werden seit Februar diesen Jahres von den Nationalbanken nicht mehr gekauft. Schon erworbene Anleihen werden jedoch nicht verkauft.
- ▶ Nur italienische, portugiesische und griechische Covered Bonds betroffen

Die EZB begründet ihre Aktion mit den höheren Risiken, die durch die Rückzahlungsstruktur für Investoren entstehen. Die Auswirkungen betreffen derzeit nur Covered Bonds aus drei Ländern, Italien, Portugal und Griechenland. Covered Bonds griechischer Banken sind nun nicht mehr zum CBPP3 zugelassen, da die drei Banken die kürzlich emittiert haben (Piraeus, National Bank of Greece und Eurobank Ergasias) lediglich ein CCC-Rating aufweisen. In Italien fallen OBGs der Banco Monte Paschi die Siena aus dem CBPP3 heraus, da das Emittentenrating der Bank in der B-Region liegt. Die Covered Bonds der UniCredit, die ebenfalls eine CPT-Struktur aufweisen, werden weiterhin zugelassen sein, da das Emittentenrating mit Baa1/BBB/BBB solide in den geforderten CQS-3 fällt. Banca Carige hat derzeit noch keinen öffentlichen Covered Bond aus ihrem CPT-Programm begeben. Sollte sie dies tun, würden sich die Anleihen jedoch nicht qualifizieren, da die Bank nur ein Emittentenrating von B3/-/B- aufweist. In Portugal würden sich alle derzeit am Markt befindlichen CPT-Strukturen disqualifizieren. Sowohl das Emittentenrating der Caixa Económica Montepio Geral (B3/-/B) als auch das Emittentenrating der Novo Banco (Caa2/--/--) ist zu niedrig.
- ▶ Die Entscheidung könnte spürbare Auswirkungen haben

Unserer Meinung nach dürfte die Entscheidung der EZB einen empfindlichen Schlag für CPT-Strukturen darstellen, die auch bei privaten Investoren nicht unumstritten sind. Investoren, die dieser Struktur schon länger kritisch gegenüber standen, werden sich in ihrer Skepsis bestätigt sehen, vor allem da CPT-Strukturen im Vergleich zu anderen Strukturen (Hard-Bullet, Soft-Bullet) derzeit keinen, oder nur einen sehr geringen, Renditevorteil aufweisen. Wir können uns vorstellen, dass die Anleihen der betroffenen Institute zukünftig unter Druck geraten. Auch auf der Emissionsseite dürfte die Entscheidung der EZB Auswirkungen haben. Schlecht geratete Emittenten aus der Peripherie dürften sich ab Februar 2018 schwer damit tun an den Markt heranzutreten. Um attraktive Fundinglevel zu erreichen, die zum Beispiel mit TLTRO-II Funding mithalten können, ist ein Rating im AA-Bereich notwendig. Dies lässt sich aber nur mit einer CPT-Struktur realisieren. In diesem Fall würde die EZB jedoch die Neuemission nicht kaufen. In der Vergangenheit war die EZB ein entscheidender Faktor bei Neuemissionen, speziell aus der Peripherie. Sie kaufte oft bis zu 50% einer Neuemission. Sollte dieser unterstützende Faktor wegfallen ist es fraglich, ob eine derartige Struktur am Markt platziert werden kann. Die Alternative wäre eine konventionelle Hard-Bullet oder Soft-Bullet Struktur mit einem niedrigeren Rating. Dies hat die griechische Alpha Bank im Januar dieses Jahres getan und eine B3/--/B gerateten SBCB begeben. Hier könnte die EZB auch zukünftig kaufen und auch private Investoren dürften sich über die etwas höhere Carry gefreut haben (2,5% Kupon für 5 Jahre). Allein für den Emittenten ist diese Option unvorteilhaft, aufgrund der höheren Fundingkosten.
- ▶ Covered Bond Harmonisierung könnte in 1Q18 die regulatorische Behandlung von CPTs verändern

Des Weiteren könnten Laufzeitstrukturen mit der Einführung eines harmonisierten Covered Bond Gesetzes in Europa, dessen Entwurf für das erste Quartal 2018 erwartet wird, Berücksichtigung in der Gesetzgebung finden. Bedenkt man die negativen Kommentare, die aus verschiedenen Richtungen im Zuge des europäischen Konsultationsprozesses zu hören waren, unter anderem von der EBA und der EZB, so ist es wahrscheinlich dass eine weitere Regulierung von CPTs implementiert wird. Die könnte im Rahmen einer Anpas-

sung der CRR passieren, zum Beispiel in Form höherer Risikogewichte für CPTs, was die Renditen von CPTs nach oben treiben dürfte.

### Die Investorenperspektive

- ▶ CPTs bieten Investoren Vor- und Nachteile

Für Investoren bieten CPTs sowohl Vorteile als auch Nachteile. Offensichtlich wurde die CPT-Struktur von den Emittenten vorangetrieben und als Investor würde man sich höchstwahrscheinlich mit einem HBCB mit einer soliden Überdeckung und einem 180-Tage Liquiditätspuffer wohler fühlen. Nichtsdestotrotz bieten CPTs Investoren auch Vorteile:

- So dürfte die Recovery im Falle einer Emittenteninsolvenz höher ausfallen, da ein Firesale-Szenario sehr unwahrscheinlich wird und die bei einem Sicherheitenverkauf erzielten Preise höher ausfallen dürften.
- Des Weiteren bieten CPTs aufgrund des hohen möglichen Rating-Uplifts über das Emittentenrating eine hohe Ratingstabilität, was besonders für Asset Manager und Banken-Treasuries vorteilhaft ist. Während sich Asset Manager weniger Gedanken machen müssen, dass eine Anleihe wegen eines Downgrades aus einem Index genommen wird, profitieren Banken-Treasuries von einem kaum schwankenden Risikogewicht.

- ▶ Unserer Meinung nach überwiegen die Nachteile

Die Nachteile die diesen Vorteilen gegenüberstehen sind jedoch nicht von der Hand zu weisen:

- Das Liquiditätsrisiko wird vom Emittenten auf den Investor übertragen. Auch gibt es ein Vorfälligkeitsrisiko das der Investor tragen muss. Dies kann besonders für Banken-Treasuries und Versicherungen zum Problem werden, wenn der CPT seine Laufzeit von 5Y auf 40Y verlängert. Dies müsste bei der Berechnung von Kreditlinien und Value at Risk Kennzahlen berücksichtigt werden, wobei diese sehr stark ansteigen dürften. Zudem würde so ein lang laufender Problemkredit wichtige Kapazitäten für andere Investments in Anspruch nehmen.
- Die Analyse der Anleihen wird ebenfalls zeitaufwändiger, da die Strukturen derzeit noch nicht vereinheitlicht sind.
- Die Überdeckung, die Emittenten für CPTs halten müssen ist geringer als bei SBCBs oder HBCBs.
- Geringere Unterstützung von staatlicher Seite um den Default eines Covered Bonds zu verhindern, wenn die Covered Bond Struktur nach einer Emittenteninsolvenz auf individueller Basis überlebensfähiger ist.

### Fazit – Preisdiskriminierung sollte ansteigen

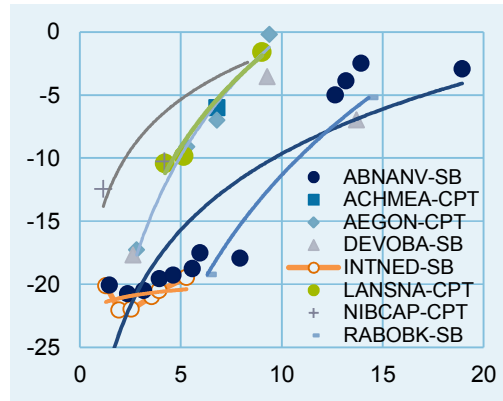
- ▶ Höhere Recovery nicht zwangsläufig gegeben

Wiegt man die oben genannten Vor- und Nachteile gegeneinander ab, so müssten CPTs eigentlich etwas weiter handeln als SBCBs oder HBCBs. Dem Einwand dass die Verwertung zwangsläufig besser als bei einem S/HBC ausfällt und dies die Nachteile einer eventuell extrem langen Laufzeit aufwiegt, kann nicht stattgegeben werden. Die höhere Recovery ist vor allem bei idiosynkratisch induzierten Unternehmensproblemen plausibel und man davon ausgeht dass sich der Wert der Sicherheiten nach ein paar Jahren wieder erholt. Bei einem systemischen Problem (wie zum Beispiel der spanischen Immobilienblase), kann es jedoch sein, dass der Wert der Sicherheiten über Jahre hinweg fällt und in diesem Fall hätte es vorteilhaft sein können die Sicherheiten früher zu verkaufen als lange zu warten. Vor allem bei einer barwertigen Betrachtung ist ein hoher Erlös in 30 Jahren nicht zwangsläufig so viel Wert wie ein niedrigerer Erlös heute. Es könnte also durchaus

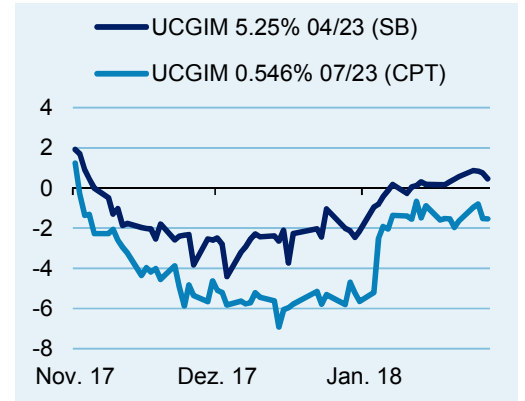
auch ökonomisch Sinn machen einen anfänglichen Verlust in Kauf zu nehmen und eine Position abzuwickeln als eine schwache Forderung jahrelang auf dem Buch zu haben.

Spreadunterschiede in Holland eher aufgrund von Emittentenratings als aufgrund von unterschiedlichen Strukturen  
ASW in Bp vs. Restlaufzeit

Keine Bewertungsunterschiede zwischen CPTs und anderen Fälligkeitsstrukturen  
ASW in Bp



Quelle: Markt, BayernLB Research



Quelle: Bloomberg, BayernLB Research

- ▶ CPTs sollten weiter handeln als vergleichbare H/SBCBs, was sie jedoch nicht tun

Berücksichtigt man diese Schwäche des Recovery-Arguments sollten CPTs weiter handeln als vergleichbare H/SBCBs. Derzeit handeln CPTs jedoch fast auf dem gleichen Level wie H/SBCBs (siehe rechte Grafik oben). UniCredit ist der einzige Emittent der sowohl SBCBs als auch CPTs mit vergleichbarer Laufzeit ausstehend hat. Hier handelt der CPTBond sogar unter dem vergleichbaren Bond mit kürzerer Laufzeit, was aber auch stark an dem hohen Cash-Preis des UCGIM-SBCB liegt. Sieht man sich den holländischen Markt an (linkes Chart oben) so könnte man meinen, dass der Markt durchaus eine Prämie für CPT-Strukturen einpreist, handeln doch alle CPT-Anleihen weiter als die anderen Programme und das obwohl alle Anleihen ein solides AAA-Rating aufweisen. Der Grund für die unterschiedlichen Spread-Level ist jedoch hauptsächlich die unterschiedliche Kreditqualität der Emittenten. Während die Emittenten der CPTs in Holland meist im BBB-Bereich oder niedrigen Single-A Bereich geratet sind, weisen die Emittenten der SBCBs meist ein Rating im AA-Bereich auf.

- ▶ Wir erwarten für die kommenden Monate eine unterdurchschnittliche Entwicklung von CPTs

Die geringe Berücksichtigung der Laufzeitstruktur bei der aktuellen Preisfindung im Markt ist wohl hauptsächlich auf das aktuelle Niedrigzinsumfeld und das Ankaufprogramm der EZB zurückzuführen. Mit steigenden Zinsen und einer steileren Zinskurve sollte die Preisdiskriminierung wieder zunehmen und fundamentale sowie strukturelle Kriterien dürften bei der Investmententscheidung wieder eine stärkere Rolle spielen. Da wir in den kommenden Wochen und Monaten mit eben diesem Szenario rechnen ([Covered Bond Ausblick 2018](#)), dürften sich CPTs in nächster Zeit unterdurchschnittlich entwickeln. Dazu kommt, dass für dieses Jahr eine strengere regulatorische Behandlung von CPTs im Zuge der Covered Bond Harmonisierung möglich ist. Sollte dies eintreten, dürften die Spreads von CPTs noch zusätzlich unter Druck geraten.

# Ihre Ansprechpartner in der BayernLB

Tel. +49 89 2171-

## Sales & Origination

Dr. Jörg Senger 26524

## DCM Origination Corporates

Paul Kuhn 25756

## DCM Origination Financial Institutions & Syndication

Jörg Himmelmann 23378

## Treasury Products Sales

Dr. Klaus Voit 23795

## Institutional Fixed Income Sales

Georg Steinig 26375

## Sales Sparkassen & Regionalbanken

Ruth Kerschagl 23281

## Financial Institutions Group

Alexander Plenk, CFA 25021

## Global FIG

Thomas Lehmpuhl 26184

## Structuring & Trading

Stefan Meier 26707

## Fixed Income Trading

Nicholas Atkinson 25524

## Derivate & Devisen

Marc Burgheim 27323

## Structured Solutions

Christian Füchsl 25503

## Energy & Commodity Solutions

Dr. Michael Lange 27322

## Sales Sparkassen Retail

Ingmar Alde 28451

## Investor Relations

Volker Karioth 23441

Ariane Boldt 22291

## Research

Dr. Jürgen Michels, Chefvolkswirt 21750

## Investment Research

Dr. Johannes Mayr 21859

Zinsstrategie, Staatsanleihen, SSA

Alexander Aldinger 24877

Dr. Norbert Wuthe 27209

## Covered Bonds & Financials

Alfred Anner, CEFA 27072

Dr. Ulrich Horstmann, CEFA 21873

Georg Meßner, CFA 26396

Emanuel Teuber 27070

Stefan Voß 21808

## Credits

Pia Ahrens 25727

Matthias Gmeinwieser, CIIA 26323

Miraji Othman 25888

Christian Strätz, CEFA, CIIA 27068

## Aktienmarkt / Strategie / Privatkunden

Manfred Bucher, CFA 21713

Christoph Gmeinwieser, CIIA 27053

## Technische Analyse

Hans-Peter Reichhuber 21780

## Value Investing & Behavioral Finance

Dieter Münchow 23384

## Volkswirtschaft

Dr. Stefan Kipar 27346

## Makro-/Konjunkturanalyse

Christiane von Berg 28745

## Devisenanalyse

Manuel Andersch 27448

Wolfgang Kiener 27058

## Rohstoffe

Andreas Speer 21305

E-Mail: Vorname.Nachname@bayernlb.de

# Disclaimer

## Allgemeiner Hinweis:

Diese Publikation ist lediglich eine unverbindliche Stellungnahme zu den Marktverhältnissen und den angesprochenen Anlageinstrumenten zum Zeitpunkt der Herausgabe der vorliegenden Information am 06.02.2018. Die vorliegende Publikation beruht unserer Auffassung nach auf als zuverlässig und genau geltenden allgemein zugänglichen Quellen, ohne dass wir jedoch eine Gewähr für die Vollständigkeit und Richtigkeit der herangezogenen Quellen übernehmen können. Dieser Research-Bericht ist eine rein ökonomische Analyse, und kein Teil davon ist als Wertpapieranalyse oder Empfehlung zu verstehen. Insbesondere sind die dieser Publikation zugrunde liegenden Informationen weder auf ihre Richtigkeit noch auf ihre Vollständigkeit (und Aktualität) überprüft worden. Eine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit können wir daher nicht übernehmen. Die vorliegende Veröffentlichung dient ferner lediglich einer allgemeinen Information und ersetzt keinesfalls die persönliche anleger- und objektgerechte Beratung. Für weitere zeitnähere Informationen stehen Ihnen die jeweiligen Anlageberater zur Verfügung.

Aufgrund gesetzlicher Vorgaben (Wertpapierhandelsgesetz bzw. MiFID II) dürfen Wertpapierdienstleistungsunternehmen im Zusammenhang mit einer von ihnen erbrachten Finanzportfolioverwaltung oder unabhängigen Honorar-Anlageberatung grundsätzlich keine Zuwendungen von Dritten annehmen oder behalten. **Eine Weitergabe dieser Unterlage an Unternehmen oder Unternehmensteile, die Finanzportfolioverwaltung oder unabhängige Honorar-Anlageberatung erbringen, ist daher nur gestattet, wenn mit der BayernLB hierfür eine Vergütung vereinbart wurde.**

**Alfred Anner, CEFA**  
Senior Covered Bond Analyst  
Investment Research  
Tel: 089 2171 27072  
[alfred.anner@bayernlb.de](mailto:alfred.anner@bayernlb.de)

**Emanuel Teuber**  
Senior Covered Bond Analyst  
Investment Research  
Tel: 089 2171 27070  
[emanuel.teuber@bayernlb.de](mailto:emanuel.teuber@bayernlb.de)

**Redaktion:**  
Bayerische Landesbank  
Unternehmensbereich 5700  
80277 München (=Briefadresse)  
[research@bayernlb.de](mailto:research@bayernlb.de)

**Geschäftsgebäude:**  
Bayerische Landesbank  
Brienner Straße 18  
80333 München (=Paketadresse)  
[www.bayernlb.de](http://www.bayernlb.de)