



Berlin, 29. August 2006
vdp-Meldung-Nr. 8

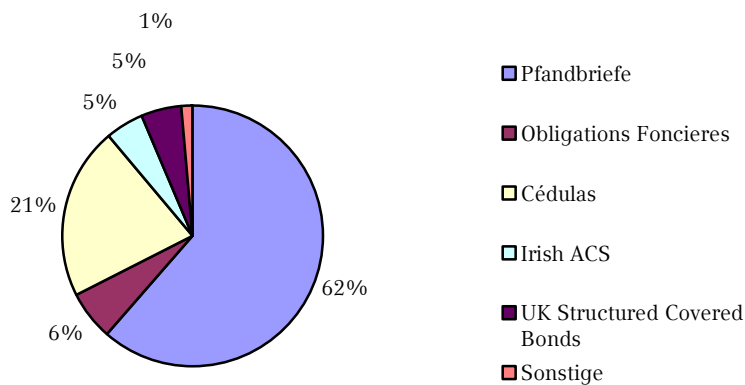
Erste Studie des vdp zum Jumbo Covered Bond Sekundärmarkt

Um den Markt für Pfandbriefe und andere europäische Covered Bonds großemäßig zu erfassen, gibt es diverse Statistiken. Die Deutsche Bundesbank veröffentlicht in den statistischen Beiheften zu ihren Monatsberichten jeweils die aktuellen Umlauf- und Neuemissionsvolumina für Pfandbriefe, die Covered Bond Analysten in den Investmentbanken untersuchen die Primärmärkte für unterschiedliche europäische Covered Bonds und der vdp berichtet in seinen Monatsstatistiken über Brutto- und Nettoemissionen sowie das umlaufende Pfandbriefvolumen seiner Mitgliedsinstitute. All diese Statistiken verschaffen einen Eindruck über einen Markt, der sich volumens-, emittenten- und produktseitig rasant entwickelt. Was passiert jedoch mit den Covered Bonds nach ihrer Emission? Die Researcher der Investmentbanken versorgen die Investorenschaft zwar regelmäßig mit den aktuellsten Spreadentwicklungen. Hingegen gibt es bislang keine aggregierten Zahlen zu den im Sekundärmarkt gehandelten Volumina an Jumbo Covered Bonds oder der Art und Weise, wie diese gehandelt werden. Der vdp hat daher erstmals unter den im Jumbo Covered Bond Markt aktiven Investmentbanken eine Umfrage zu ihrem Sekundärmarktgeschäft im Jahr 2005 durchgeführt, die zu bemerkenswerten Erkenntnissen führt*.

Jumbo Pfandbriefe stärkstes Segment

So ergibt sich, dass im Interbanken-Sekundärmarkt in 2005 insgesamt Jumbo Covered Bonds im Nominalwert von rund 450 Mrd. Euro (Einfachzählung) gehandelt wurden. Das Handelsvolumen pro Bank reichte dabei von 6 bis über 80 Mrd. Euro. Im Durchschnitt wurde ein Umsatz von 28 Mrd. Euro erzielt. Der Pfandbrief nahm dabei die Spitzenstellung ein und dominierte den Markt mit einem Anteil von 62%. Damit lag sein Anteil am Sekundärmarkthandel über dem am ausstehenden Volumen europäischer Jumbo Covered Bonds (58% per 31.12.2005). Umgekehrt sah es hingegen bei spanischen Cédulas aus, deren Anteil am Umlauf 23% betrug, während ihr Anteil am Sekundärmarkthandel sich nur auf rund ein Fünftel belief. Es folgten Obligations Foncières (6%) sowie Irish Asset Covered Securities und UK Structured Covered Bonds (je 5%). Andere Covered Bonds spielten im Beobachtungszeitraum im Sekundärmarktgeschäft der Banken nur eine untergeordnete Rolle.

Jumbo Covered Bonds Interbanken Sekundärmarkt 2005



Reger Handel mit Kunden

Im Handel mit Investoren wurden 2005 insgesamt rund 635 Mrd. Euro Jumbo Covered Bonds im Sekundärmarkt umgesetzt. Die Umsätze bewegten sich in einer noch breiteren Spanne als im Interbankenmarkt und reichten von 1 Mrd. Euro bis über 90 Mrd. Euro bei einem Durchschnitt von rund 20 Mrd. Euro. Ein Zusammenhang zwischen der Aktivität der Institute im Interbankengeschäft und ihrem Sekundärmarkthandel mit Kunden lässt sich indes nicht feststellen. Kundengeschäfte hatten im Vergleich zu den Interbankenaktivitäten in den einzelnen Häusern eine sehr unterschiedliche Bedeutung: In einigen Instituten machten sie lediglich Bruchteile des Interbankenhandels aus (Minimum 14%), in anderen überstiegen sie ihn um bis zu 29%. Bemerkenswert im Kundengeschäft der Investmentbanken erscheint auch die deutliche Fokussierung auf das erste Quartal. So wurde ein Drittel des Jahresumsatzes bereits in den ersten drei Kalendermonaten realisiert.

Kassa-Sekundärmarkt Handelsvolumen mit Kunden (Mio. EUR)

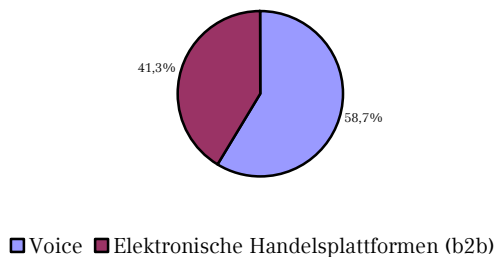


Insgesamt betrug der Sekundärmarkthandel der Investmentbanken im außerbörslichen Kassa-Geschäft also 1.085 Mrd. Euro. Bei einem ausstehenden Volumen von nominal 646 Mrd. Euro Jumbo Covered Bonds per 31.12.2005, bedeutet dies, dass der gesamte Bestand insgesamt 1,7 mal innerhalb eines Jahres umgeschlagen wurde.

Der persönliche Kontakt dominiert im Handel

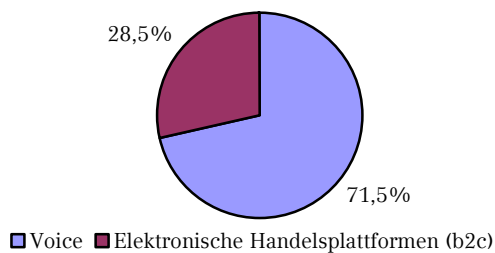
Die Erhebung betraf auch die Frage auf welche Art und Weise die Handelsgeschäfte in Jumbo Covered Bonds vorgenommen wurden. Dabei stellte sich heraus, dass rund 60% des zwischen Banken im Sekundärmarkt gehandelten Volumens über das Telefon ge- und verkauft wurden. Diese Zahl beinhaltet sowohl das direkte Geschäft zwischen Banken als auch Abschlüsse über einen Broker. Eine Unterteilung in diese beiden Kategorien war leider nicht möglich, da entsprechende Daten nur von wenigen Banken vorgehalten wurden. Die restlichen rund 40% des Interbanken-Sekundärmarkthandels entfielen auf elektronische Handelsplattformen, die nur Market Makern zur Verfügung stehen (b2b). Dabei fielen die Antworten der Banken durchaus unterschiedlich aus. So reichte der Anteil der Telefonhandelsgeschäfte von 11% bis zu 97% bei den einzelnen Instituten, der Anteil der Geschäfte über elektronische Handelsplattformen dementsprechend von 3% bis 89%. Interessant ist, dass Banken mit einem recht geringen Sekundärmarkt-Handelsvolumen sich in der Regel für einen größeren Teil ihrer Handelsgeschäfte elektronischer Handelsplattformen bedienen, als solche, die sehr aktiv im Jumbo Covered Bond Markt engagiert sind.

Nutzung von Handels-Medien im Jumbo Covered Bond Sekundärmarkt (%)



Ein ähnliches Bild ergibt sich bei einem Blick auf die verwendeten Medien bei den Handelsgeschäften, die zwischen Banken und Investoren abgeschlossen wurden. Mit mehr als 70% war der Anteil, der über das Telefon vollzogenen Geschäfte allerdings noch größer, als im Interbankengeschäft. Mit weniger als 30% spielten daher elektronischen Handelsplattformen, die Investmentbanken und Investoren zugänglich sind (b2c), eine deutlich geringere Rolle. Die Erhebung ergab in diesem Zusammenhang ferner, dass keine der befragten Banken elektronische Handelsplattformen für mehr als 50% ihres Kundengeschäfts benutzten. Einige gaben auch an, ausschließlich Geschäft über das Telefon zu machen. Im Gegensatz zur Tendenz im Interbankengeschäft, werden die elektronischen Medien im Geschäft mit Kunden am stärksten von den Banken genutzt, die besonders aktiv im Jumbo Covered Bond Sekundärmarkt engagiert sind.

**Eingesetzte Medien: Jumbo Covered Bonds
Handel mit Kunden (%)**



Nach ihren Erwartungen für die künftige Bedeutung der einzelnen Handelsmedien befragt, machen die Banken jedoch deutlich, dass sie von wachsenden Marktanteilen der elektronischen Handelsplattformen ausgehen. Rund vier Fünftel der Befragten prognostizierten eine steigende Bedeutung, ein Fünftel schätzte deren Bedeutung auch künftig gleichbleibend ein. Beim Telefon-Brokerage glaubte nur ein Siebtel an eine steigende Bedeutung, während ein Fünftel weniger Abschlüsse über dieses Medium erwartet und die große Mehrheit von zwei Dritteln die Meinung vertraten, es werde keine Änderungen erfahren. Am negativsten beurteilten die Banken den direkten Interbanken-Telefonhandel, dem rund zwei Fünftel einen Bedeutungsverlust voraussagten, während die verbleibende Mehrheit von gleichbleibenden Marktanteilen in der Zukunft ausging.

Market Maker fordern regelmäßige Aufstockungen

Auf die Frage, wie die Market Maker in den befragten Investmentbanken die Liquidität am Jumbo Covered Bond Sekundärmarkt bewerten, zeigte sich knapp ein Drittel sehr zufrieden mit der derzeitigen Situation. Jeweils etwas mehr als ein Drittel bezeichneten sie hingegen als zeitweise zufriedenstellend bzw. als verbesserungswürdig. Zur Verbesserung der Liquiditätssituation wünschen sich die Market Maker von den Emittenten vor allem die Aufstockung kleinerer und illiquider Jumbos. Auch wurde den Emittenten vereinzelt empfohlen, eine transparentere Aufstockungs- und Emissionspolitik zu betreiben. Darüber hinaus sollten sie nach Meinung einiger Market Maker besser überprüfen, inwieweit die Investmentbanken ihren Quotierungsverpflichtungen nachkommen.

Die Zukunft des Jumbo Covered Bond Sekundärmarkthandels

Die Ergebnisse der ersten Jumbo Covered Bond Sekundärmarktumfrage des vdp zeigen, dass es sich um einen aktiven Markt von bedeutender Größe handelt. Jumbo Covered Bonds sind keine Finanzprodukte, die ausschließlich gekauft werden, um dann regelmäßig als Bestandteile des Anlagevermögens respektive des Depot-A einen Zinsertrag zu generieren. Sie werden von Banken und von Investoren während ihrer Laufzeit aktiv ge- und verkauft, wobei für die Geschäfte unterschiedlichste Medien eingesetzt werden. Auf Grund ihrer hohen Liquidität und ihres Benchmarkformats werden Jumbos auf einer ganzen Reihe unterschiedlicher elektronischer Handelsplattformen sowohl im b2b- als auch im b2c-Bereich gehandelt, was einen deutlichen Beitrag zu den hohen gehandelten Volumina liefert.

Um die erhobenen Zahlen jedoch in einem größeren Kontext bewerten zu können, wird es erforderlich sein, die Umfrage in regelmäßigen Abständen zu wiederholen. Das sehen auch die teilnehmenden Investmentbanken so.

Eine deutliche Mehrheit (rund 85%) sprach sich dafür aus, eine solche Umfrage –vorzugsweise einmal jährlich- zu wiederholen. Wenn dies gelingt, lassen sich Zeitreihen aufbauen, die zeigen werden, wie sich dieser Markt, der gemessen am Neuemissionsvolumen von Anleihen im Benchmarkformat immerhin der größte Fixed Income Markt Europas außerhalb von Staatsanleihen ist, weiter entwickelt. Es wäre erfreulich, wenn sich an zukünftigen Umfragen möglichst viele Investmenthäuser beteiligen, um ein besonders umfassendes und stabiles Ergebnis zu erreichen.

Pressekontakt:

Dr. Helga Bender, Tel.: 030 20915-330

E-Mail: bender@pfandbrief.de

Bodo Winkler, Tel. 030 20915-360

E-Mail: winkler@pfandbrief.de

* Die Erhebung wurde anonym durch den vdp in Zusammenarbeit mit Allen&Overy durchgeführt. Fragebögen wurden durch den vdp an die ihm bekannten im Jumbo Covered Bond Markt aktiven Investmentbanken versandt. Die Antworten nahm Allen&Overy entgegen und leitete sie in anonymisierter Form an den vdp weiter. Von den 32 angeschriebenen Investmentbanken antworteten 15. Durch Clusterung konnte anschließend auf den Gesamtmarkt geschlossen werden.