

Pfandbriefe und Covered Bonds

„Das Ausland wird wieder an Bedeutung für das Pfandbriefgeschäft gewinnen“

Das Umfeld für den deutschen Pfandbrief und damit auch den vdp als Hauptinteressenvertreter könnte wahrlich einfacher sein: Das Emissionsvolumen sinkt seit einigen Jahren kontinuierlich, in erster Linie den öffentlichen Pfandbriefen geschuldet. Die Zahl der „echten“ Immobilienbanken nimmt weiter ab. Die anhaltenden Anleihekäufe der EZB treiben angestammte Investoren aus dem Markt. Basel IV stuft die Immobilienfinanzierung immer noch als arg riskant ein. Die Geldpolitik hat gefährliche Folgen für Preise und Margen. Und die Harmonisierungsbestrebungen der EU fordern ebenfalls Zugeständnisse und erhöhen den Wettbewerb. Der Präsident bleibt aber zuversichtlich und kämpferisch: Das Emissionsvolumen der Hypothekendarlehen werde im laufenden Jahr spürbar steigen. Die Beleihungswertermittlung verhindere auch bei einer Marktkorrektur negative Korrekturen am Pfandbriefmarkt. Trotz der zunehmenden Heterogenität der Mitglieder gebe es immer noch genug Institute, die den Pfandbrief als willkommene Refinanzierungsalternative schätzen – Tendenz steigend. Von daher lautet sein Fazit: Es sind immer noch gute Zeiten für den Pfandbrief! **Red.**

I&F Herr Hagen, Sie sind seit gut einem Jahr Präsident des vdp. Wie haben Sie dieses erste Jahr wahrgenommen?

Zunächst mal war es für mich als ehemaliger Hauptgeschäftsführer des vdp eine schöne Sache, wieder näher an den Verband heranzurücken. Das erste Jahr als Präsident habe ich als sehr spannend empfunden. Das beherrschende Thema war und ist die Weiterentwicklung von „Basel III“, die aufgrund ihrer potenziell weitreichenden Bedeutung in der Branche zu Recht auch „Basel IV“ genannt wird. Diese könnte je nach Ausgestaltung alle Immobilienfinanzierer und damit insbesondere die Pfandbriefbanken massiv beeinträchtigen. Ich halte die drohenden erhöhten Eigenkapitalanforderungen für ungerechtfertigt, da diese schlicht und ergreifend mit dem Risikogehalt der Geschäfte nicht übereinstimmen. Die deutschen Verhandlungsführer

in Basel, also BaFin und Bundesbank, haben in Sachen gewerbliche Immobilienfinanzierung und Spezialfinanzierungen bereits viel erreicht. Letzter Baustein ist nun die endgültige Ausgestaltung des Output-Floors.

I&F Wie ist hier der Status quo?

Es herrschte lange Zeit große Ungewissheit, da die Amerikaner unter ihrem neuen Präsidenten alle internationalen Vereinbarungen auf den Prüfstand gestellt und sogar den US-Repräsentanten in Basel abgezogen haben. Mittlerweile sind die Amerikaner zurück am Verhandlungstisch, geführt von Janet Yellen. Auf dem jüngsten Treffen des sogenannten GHOS-Gremiums, also der Notenbankchefs und Bankenaufseher der jeweiligen Länder, konnte eine Einigung über die Höhe des Output-Floors noch nicht erzielt werden. Allerdings haben die Amerikaner ihre ursprüngliche Forderung eines Floors von 80 Prozent auf 75 Prozent reduziert. Eine Position, die der Mehrheit im Baseler Ausschuss zwar entgegenkommt, aber noch nicht entspricht. Ich befürchte, dass eine komplette Verhinderung des Output-Floors, wie es beispielsweise die Franzosen immer noch fordern und auch von der DK gefordert wird, politisch nicht durchsetzbar sein wird.

Herr Ingves, dessen auslaufendes Mandat als Vorsitzender des Baseler Ausschusses bis auf Weiteres verlängert

wurde, hat nun die wichtige Aufgabe, den neuen Baseler Accord zu einem Abschluss zu bringen.

I&F Mit welcher Höhe könnten Sie als Vertreter einer großen Pfandbriefbank und Präsident des Verbandes leben?

Wie gesagt, eigentlich brauchen wir keinen Output-Floor. Die internen Ratingsysteme wurden von der deutschen Aufsicht auf Herz und Nieren geprüft und abgenommen. Wieso sollte man also den Ergebnissen nicht vertrauen dürfen? Wenn man aber nicht an einem Output-Floor vorbeikäme, dann wären 60 Prozent ein noch akzeptabler Kompromiss, der nur bei wenigen Mitgliedsinstituten noch Auswirkungen auf das Geschäft hätte. Eine solche Größenordnung wäre nur für wenige Häuser noch ein begrenzender Faktor. In einem solchen Fall ist dann eher die Leverage Ratio von drei Prozent der limitierende Faktor. Je höher der Output-Floor aber geht, desto mehr Institute sind betroffen, weil die Eigenkapitalanforderungen die Belastungen aus der Leverage Ratio übersteigen. Je mehr Banken betroffen sind, desto größer ist die Gefahr einer Umlage der Kosten auf die Kreditnehmer.

I&F Aber ist es nicht ein Stück weit erschreckend, dass ein so risikoreiches Geschäft wie die klassische Hypothekendarlehenfinanzierung in Deutschland zugunsten der angelsächsischen Kapitalmarktorientierung benachteiligt wird?

Das ist einer der großen Kritikpunkte, die wir in den Diskussionen immer wieder anführen. Die Amerikaner, die von Basel IV kaum betroffen sind, weil sie Immobilienfinanzierungen nicht auf den Büchern behalten, sondern verbrieft und über den Kapitalmarkt refinanzieren, sorgen mit ihren Forderungen für zusätzliche Belastungen bei europäischen Instituten. Dadurch sichern sich die US-Anbieter ein Stück weit auch Wettbewerbsvorteile. Das ist nicht einzusehen. Unabhängig davon kommen die von den Banken in Europa eingesetz-

Zur Person



Quelle: obs/vdp

Dr. Louis Hagen

Präsident, Verband deutscher Pfandbriefbanken (vdp) e.V., Berlin

ten internen Modelle teils zu sehr unterschiedlichen Ergebnissen. Hier wären mehr Einheitlichkeit und eine größere Vergleichbarkeit wünschenswert. Das ist aber nicht über einen Output-Floor zu regeln, sondern dadurch, dass einheitliche Standards von internen Modellen vereinbart und diese einheitlich geprüft werden. Die EZB hat sich diesem Thema im Rahmen der sogenannten TRIM (Targeted Review of Internal Models) ja bereits angenommen.

„Die Amerikaner sorgen mit ihren Forderungen für zusätzliche Belastungen bei europäischen Instituten.“

I&F Ein Kritikpunkt ist, dass es immer wieder die Deutschen sind, die mit Sonderwünschen aufgrund ihrer einzigartigen Bankstrukturen kommen und Änderungsbedarf anmelden. Können Sie das nachvollziehen?

Es ist immer schwierig, nationale Besonderheiten im Rahmen einer internationalen Harmonisierung zu berücksichtigen. Aber ich meine, dass es durchaus berechtigt ist, auf die gewachsenen und erfolgreichen Strukturen in Deutschland und die aus der Regulatorik folgenden Konsequenzen hinzuweisen. So gibt es eben strukturelle Besonderheiten, die in Deutschland zu einem sehr stabilen Immobilienmarkt und soliden Finanzierungsformen geführt haben. Statt die deutschen Kreditinstitute dafür zu bestrafen, sollte man versuchen, europaweit stabile Strukturen zu etablieren.

I&F Das Geschäft leidet aber doch schon: Das Emissionsvolumen bei Pfandbriefen sinkt seit einigen Jahren. Das ist in erster Linie dem Rückgang der Volumina der öffentlichen Pfandbriefe geschuldet, aber auch die Hypothekendarlehen wachsen nicht – trotz vieler neuer Emittenten und trotz der großen Zuwächse bei Immobilienfinanzierungen. Wie ist das zu erklären?

Das Wachstum der Hypothekendarlehen im vergangenen Jahr mit rund sechs Prozent ist für deutsche Verhältnisse in der Tat sehr, sehr ordentlich. Dabei steigt insbesondere die Nachfrage nach langfristigen Immobilienfinanzierungen, während die Refinanzierung vor allem über Einlagen tendenziell kürzer wird, wodurch die Zinsänderungsrisiken steigen. Dass sich diese Entwicklung nicht eins zu eins in einem Zuwachs des Pfandbriefgeschäfts niederschlägt, der

eine fristenkongruente Refinanzierung ermöglicht, liegt zum einen am relativ hohen Aufwand für neue Emittenten, das Pfandbriefgeschäft aufzubauen. Zum anderen liegt es schlicht und einfach an der EZB. Deren Refinanzierungsangebot im Rahmen der TLTRO ist ebenfalls langfristig und auch für bestehende Pfandbriefemittenten zum Teil günstiger als der ohnehin schon günstige Pfandbrief.

Im laufenden Jahr steht aber ein Wachstum gegenüber dem Vorjahr zu Buche. Unsere Prognose war ein Emissionsvolumen von etwa 55 Milliarden Euro. Zur Jahreshälfte liegen wir bei 27 Milliarden Euro. Wenn sich das zweite Halbjahr wie geplant entwickelt, wird 2017 das Jahr 2016 um rund zehn Milliarden Euro an Emissionen übertreffen.

I&F Wie sind diese Emissionen angesichts von Mini- und Negativzinsen mit Blick auf ihre Attraktivität für Investoren zu bewerten?

Der Pfandbriefmarkt ist maßgeblich beeinflusst durch die EZB, einerseits aufgrund der Geldpolitik, andererseits durch die Ankaufprogramme. Die EZB ist derzeit der größte Käufer im Markt für Pfandbriefe und Covered Bonds. Das ist eine Quasiabsatzgarantie für die Emittenten, die damit nicht gezwungen sind, höhere Renditen anzubieten. Die Preise sind also künstliche Preise, die für viele Investoren nicht attraktiv sind. Allerdings bietet der Pfandbrief weiterhin ein Pick-up gegenüber Staatsanleihen und hat damit eine relative Attraktivität.

I&F Wie lange wird die EZB noch dominieren der Akteur auf den Pfandbriefmärkten sein? Werden Investoren, die derzeit verdrängt werden, dann zurückkehren?

Die EZB hat in ihrem dritten Kaufprogramm für Covered Bonds seit Oktober 2014 ein Portfolio im Wert von über 220 Milliarden Euro angehäuft. Obwohl wir seit November 2014, als die EZB Covered Bonds im Wert von 14 Milliarden Euro ankauft, abnehmende monatliche Ankaufvolumina beobachten, dürfte die EZB allein mit der Wiederanlage fällig

werdender Covered Bonds von 2018 bis 2023 ein jährliches Ankaufvolumen von mindestens 25 Milliarden Euro am Markt umsetzen. Der echte Ausstieg der EZB aus dem Covered-Bond-Markt dürfte also noch eine Weile auf sich warten lassen, wenn Fälligkeiten wieder angelegt werden.

Klar ist, dass der Ausstieg der EZB aus dem Kaufprogramm die Verzerrungen am Markt verringern und ihn für institutionelle Anleger wieder attraktiver machen würde. Gleichwohl dürfte sich die EZB nicht unnötig festlegen und stattdessen alle geldpolitischen Optionen offenhalten wollen.

I&F Welche Signale gehen von der Entwicklung auf den Immobilienmärkten aus, mit den immer weiter steigenden Preisen?

Die Risiken auf den Immobilienmärkten sind immer noch geringer als die Risiken auf den Aktien- und den Bondmärkten. Nichtsdestoweniger, je länger dieser Zyklus andauert, desto näher rückt sein Ende. Spannend ist dann die Frage: Wie wird er enden? Abrupt mit einem Einbruch oder langsam auslaufend? Kehrt er sich anschließend um?

I&F Wie bereitet man sich auf solche Szenarien vor? Was bedeutet ein wie auch immer geartetes Ende des Zyklus für die Deckungsmassen?

Mit Blick auf das Deckungsgeschäft bin ich entspannt. Die Beleihungswertermittlung verhindert, dass die Emittenten die Preissteigerungen in voller Höhe mitnehmen können. Im Gegenteil: Die Schere zwischen Beleihungswert und Marktwert geht immer weiter auseinander. Diese Deckelung ist auch ein Grund, warum das Pfandbriefvolumen trotz der hohen Immobilienkreditvergabe nicht stärker wächst. Es gibt immer mehr Finanzierungen oberhalb von 60 Prozent des Beleihungswertes.

Ein anderes Bild ergibt die Betrachtung der Emittenten selbst. Hier können durchaus Risiken entstehen. Es ist aber die Aufgabe eines jeden einzelnen Instituts, dabei die richtigen Abwägungen zu treffen.

„Statt die gewachsenen und erfolgreichen deutschen Kreditinstitute zu bestrafen, sollte man versuchen, europaweit stabile Strukturen zu etablieren.“

I&F Wird vernünftig gehandelt?

Im Großen und Ganzen schon. In der privaten Immobilienfinanzierung sorgt der schon immer vorherrschende harte Wettbewerb für eine gewisse Disziplin. Die Margen sind noch auskömmlich, auch wenn hier und da, also noch nicht auf breiter Front, die Beleihungsausläufe steigen.

Größere Veränderungen zeigen sich in der gewerblichen Finanzierung. Nach der Finanzmarktkrise war die Margensituation in diesem Geschäft sehr zufriedenstellend, da nur noch wenige Institute am Markt agierten. Hier hat sich die Welt komplett gedreht. Der Wettbewerb ist enorm groß, die bekannten Akteure sind wieder im

Markt aktiv und es sind einige neue Spieler zusätzlich auf den

Markt gekommen. Entsprechend sinken die Margen extrem und die Ausläufe zum Beleihungswert steigen.

„Wir beobachten, dass der Anteil der Hypothekendarlehen an den Erstemissionen seit Jahren zulegt.“

I&F Einige Institute versuchen diesem Druck zu entkommen, indem sie auf ausländische Märkte mit besseren Margen ausweichen. Wird sich dieser Trend verstärken?

Ich denke schon. Bereits heute gibt es Häuser, die erfolgreich auf Auslandsmärkten agieren. Von daher wird das Ausland auch wieder an Bedeutung für das Pfandbriefgeschäft gewinnen.

I&F Daneben steigt auch die Konsolidierung unter den Immobilienfinanzierern. DG Hyp und WL sind ein Beispiel, die Deutsche Hypo ist auf dem Markt. Wie ist diese Entwicklung aus Sicht des vdp zu bewerten?

Konsolidierung ist ein Trend, der in der gesamten Kreditwirtschaft zu beobachten ist. Es ist aber nicht Sache eines Verbandes, das zu kommentieren. Denn eine solche Entscheidung ist immer Sache der Verantwortlichen und Eigentümer in den jeweiligen Häusern. Für den Verband ist wichtig, dass es weiterhin ausreichend Institute gibt, die ihren Refinanzierungsbedarf über den Pfandbrief decken.

Insgesamt bleibt da festzuhalten, dass die Folgen der Öffnung des Pfandbriefgesetzes immer sichtbarer werden. Seit 2005 haben sich das Geschäft und damit auch

die Geschäftsaufstellungen sehr verändert. Der Immobilienfinanzierungsmarkt ist heute sehr viel heterogener. Der Pfandbrief wird zunehmend von Universalbanken als zusätzliches Refinanzierungsinstrument genutzt, die klassischen Spezialisten findet man seltener. Das zeigt sich auch daran, dass der Verband typische Einlageninstitute, wie PSD-Banken, Sparda-Banken und Sparkassen, als neue Mitglieder gewinnen konnte.

I&F Aber müssten Ihnen nicht die Spezialisten lieber sein als die Universalbanken?

Das kann man so pauschal nicht sagen. Entscheidend ist, welche Rolle der Pfandbrief im Refinanzierungsmix spielt. Je

größer die Bedeutung des Pfandbriefs in den jeweiligen Häusern ist, desto ausgeprägter ist auch die Bereitschaft, sich für die Qualität des Produktes einzusetzen.

I&F Wird es mit der von Ihnen angesprochenen zunehmenden Heterogenität der Mitglieder nicht immer schwieriger, gemeinsame Nenner zu finden?

Nein. Da alle Institute das Interesse haben, sich möglichst günstig refinanzieren zu können, feilen alle gleichermaßen an ihren Marktauftritten und haben ein Auge darauf, dass die gesetzlichen Rahmenbedingungen dies gewährleisten.

I&F Fehlen die großen Flaggschiffe wie ehemals beispielsweise eine Eurohypo?

Das ist in der Tat eine Veränderung gegenüber früheren Zeiten. Diese marktbestimmenden Institute gibt es heute nicht mehr. Ich bemerke aber nicht, dass dies die Verbandsarbeit oder die Marktbedeutung des Pfandbriefs beeinträchtigt.

I&F Nimmt die Bedeutung eines hoch spezialisierten Verbandes wie des vdp zu, je mehr das Pfandbriefgeschäft in das universelle Bankgeschäft hineinwächst?

Die Zusammenarbeit mit den anderen Bankenverbänden hat sich sicherlich intensiviert. Das liegt zum einen an der breiten Basis an Pfandbriefemittenten.

Zum anderen spielt der ganze Themenkomplex Immobilienfinanzierung eine immer größere Rolle innerhalb des vdp. Durch zahlreiche Aktivitäten vor allem in Sachen Transparenz – etwa durch die umfangreichen Preis- und Transaktionsdatenbanken der vdpResearch – und gemeinsame Qualitätsstandards wie beispielsweise durch die HypZert hat sich der vdp hier zu einem Kompetenzzentrum entwickelt. Dieses Spezialwissen wird von den kreditwirtschaftlichen Verbänden in der DK sehr geschätzt und von einer Vielzahl von Kreditinstituten säulenübergreifend gern genutzt.

I&F Wie sieht die Zukunft der verschiedenen Pfandbriefgattungen aus? Die Volumina bei öffentlichen Pfandbriefen sind stark rückläufig, einige Institute wie die Commerzbank haben sich komplett aus Schiffspfandbriefen zurückgezogen, wie ist Ihre Einschätzung?

Wir beobachten, dass der Anteil der Hypothekendarlehen an den Erstemissionen seit Jahren zulegt. Selbst im Bestand liegt der Anteil der Hypothekendarlehen mittlerweile bei mehr als der Hälfte. Dieser Trend zugunsten der Hypothekendarlehen dürfte anhalten. Gleichwohl sehen wir eine langfristig tragfähige Rolle für die traditionelle Staatsfinanzierung und deren Refinanzierung durch öffentliche Pfandbriefe. Flugzeug- und Schiffspfandbriefe sind und bleiben Nischenprodukte. Wenn wir das Niedrigzinsumfeld verlassen, dürfte die Attraktivität der Pfandbriefemission insgesamt noch zunehmen.

I&F Werden neue Pfandbriefarten hinzukommen, es gab einmal Überlegungen in Richtung Mittelstandsfinanzierung?

Wir sehen in absehbarer Zukunft keine weiteren Pfandbriefarten. Pfandbriefe sind nun mal keine Verbriefungen, mit denen man letztlich alles verpacken kann.

I&F Wird die Marktbedeutung grüner Pfandbriefe weiter steigen?

Sogenannte „Green Bonds“ sind aktuell ein sehr dynamisches Marktsegment. Zurzeit ist es für Emittenten relativ attraktiv, ungedeckte „grüne“ Emissionen an den Markt zu bringen. Die Attraktivität grüner Pfandbriefe für einzelne Emittenten ebenso wie die Bedeutung des

Marktsegments wird insgesamt zunehmen, da immer mehr Investoren nach nachhaltigen Anlageformen suchen und der Pfandbrief durch die Kombination von Nachhaltigkeit und Sicherheit besticht. Die EZB-Politik verhindert aktuell aber eine Differenzierung der Märkte. Dennoch lohnt es sich bereits heute, die Investorennachfrage zu befriedigen. Irgendwann garantiert die EZB nicht mehr den Absatz und dann ist man froh, wenn man eine breite Investorenbasis hat.

I&F Stichwort Harmonisierung der Covered Bonds auf europäischer Ebene: Wie ist hier der Stand?

Der Pfandbrief ist unabhängig vom Volumen das Topprodukt im Covered-Bond-Markt. Außer in Dänemark gibt es nur hier in Deutschland einen eigenen Ver-

band, der sich speziell einem solchen Produkt widmet. Daraus ergibt sich eine gewisse – hart erarbeitete – Vorreiterrolle und Meinungsführerschaft für den vdp. Wir im vdp haben die Debatte über die Harmonisierung natürlich bereits im frühesten Stadium eng begleitet und unsere Positionen bei den verschiedenen Instanzen und Institutionen eingebracht. Von daher können wir uns mit dem, was derzeit auf dem Tisch liegt, gut anfreunden. Die Vorschläge folgen in vielerlei Hinsicht unseren Gedanken.

Man darf nicht vergessen: Der Pfandbrief wird es allein nicht richten können; die ganzen Privilegien im Aufsichtsrecht und der Regulatorik, die es zwischenzeitlich gibt, wären nicht möglich, wenn jedes Produkt für sich gesprochen hätte und keine Abstimmung auf europäischer Ebene verfolgt worden wäre. Wir brauchen

also grundlegende einheitliche Qualitätsstandards von Covered Bonds für den dauerhaften Erhalt ihrer regulatorischen Privilegien. Allerdings darf dies nicht zu einer kompletten Vereinheitlichung führen, die den Anreiz für nationale Fortentwicklungen im Keim ersticken würde.

Wünschenswert ist zudem eine ausreichende begriffliche Differenzierung zwischen klassischen Covered Bonds, die unter die CRR fallen einerseits, und denjenigen Papieren, die in der EU-Covered-Bond-Richtlinie enthalten sein werden andererseits. Letztgenannte fasst die Definition deutlich weiter, sodass diese Papiere weniger streng reguliert sind. Hier sollten auch im Investoreninteresse unterschiedliche Begrifflichkeiten gefunden werden, um Verwechslungen und mögliche Spill-over-Effekte auszuschließen. ■■■