

INTERVIEW MIT JAN BETTINK, VDP

Pfandbriefbankenverband kündigt neue Emittenten an

Präsident: Viele Banken denken wegen teurer Refinanzierung und neuer Liquiditätsvorgaben über Marktdebüt nach – Staatsfinanzierung sollte schrumpfen

Börsen-Zeitung, 13.7.2010
Die Zahl der Pfandbriefbanken dürfte deutlich steigen. Viele einlagenstarke Banken erwägen derzeit ein Marktdebüt, um sich angesichts neuer Liquiditätsanforderungen eine langfristige Refinanzierungsquelle zu erschließen, wie Jan Bettink sagt, Präsident des Verbands deutscher Pfandbriefbanken (VDP) und Vorsitzender des Vorstands der Berlin-Hannoverschen Hypothekbank. Im Interview der Börsen-Zeitung, dem ersten in seiner neuen Funktion als Verbandschef, erklärt er auch, wie es in Zeiten der Staatsschuldenkrise um das Exposure von Deckungsstöcken gegenüber der Euro-Peripherie bestellt ist und warum die Ratingagenturen auf seiner Agenda ganz oben stehen.

■ **Herr Bettink, Pfandbriefe sind sicher, hat Ihr Verband jahrelang gepredigt. Hätten Sie gedacht, dass es doch noch einmal dazu kommen könnte, dass über die Sicherheit von Pfandbriefen diskutiert wird?**

Eine Diskussion über die Sicherheit von Pfandbriefen habe ich nicht wahrgenommen.

■ **Als die griechische Schuldenkrise eskalierte, gab es aber Anleger, die Pfandbriefe mieden, wenn in deren Deckungsstöcken griechische Staatsanleihen lagen.**

Bei dieser Frage geht es nicht um die Sicherheit des Pfandbriefs an sich. Meine Bank ist wie viele andere Institute jedenfalls nie auf die Sicherheit ihrer Pfandbriefe angesprochen worden. Es geht um die Zusammensetzung der Deckungsstöcke. Wegen der vierteljährlichen Publikationspflicht nach Paragraph 28 des Pfandbriefgesetzes können Sie genau sehen, was in einem Deckungsstock eines Hypothekpfandbriefs und eines öffentlichen Pfandbriefs drin ist. Da gibt es eben Unterschiede von Pfandbriefbank zu Pfandbriefbank. Die Investoren können daraus jederzeit ihre Schlüsse ziehen.

■ **Im Sekundärmarkt konnte man**

schon an den Risikoaufschlägen ablesen, welches Peripherie-Exposure eine Pfandbriefbank hatte.

Wir haben Differenzierungen bei Spreads des gleichen Produkts, das ist richtig. Aber der Grund liegt nach meiner Wahrnehmung nicht in einem erhöhten Griechenland-Exposure, sondern in einer bei der hohen Transparenz zwangsläufig zunehmenden Differenzierung am Markt zwischen einzelnen Emittenten. Und vielleicht ist es auch eine Folge von Limiten. Die Banken haben ihre Limite untereinander ja deutlich reduziert. Davon sind natürlich auch die Pfandbriefe betroffen, denn wenn ich mir jetzt einen Pfandbrief einer Bank kaufe, dann ist das ja formal ein Kredit, den ich dieser Bank gebe.

■ **Vor der Krise jedenfalls lagen die Spreads von Pfandbriefen in etwa auf gleichem Niveau.**

Scheinbar, das ist aber lange schon nicht mehr so. Differenzierung gab es auch schon vor der Jahrtausendwende. Nehmen wir einmal die leidvolle Geschichte meines Hauses. 2002, als es der BerlinHyp, vorsichtig formuliert, sehr schlecht ging. Damals mussten wir, um eine Emission platzieren zu können, auch mehr Rendite anbieten als andere Häuser.

■ **Gibt es denn Überlegungen des Verbandes, aktiv zu werden, was Vorgaben für die Zusammensetzung des Deckungsstocks angeht?**

Es gibt gesetzliche Rahmenbedingungen, was in einen Deckungsstock hinein darf und was nicht, und die gelten für alle Emittenten. Wenn wir uns die Meldungen nach Paragraph 28 Pfandbriefgesetz anschauen, stellen wir fest, dass der Anteil der PIIGS-Staaten auch in der Summe immer noch so klein ist, dass er deutlich unter der Überdeckung liegt. Per Ende März 2010 lag der aggregierte Anteil der fünf PIIGS-Staaten bei 8,6%, über alle öffentlichen Deckungsstöcke hinweg, und wir haben derzeit – nominal wie barwertig – eine Überdeckung von 16%. Vor dem Hintergrund ist solch eine Dis-

kussion aktuell nicht erforderlich. Wenn jetzt etwa eine Pfandbriefbank zur Hälfte Papiere von PIIGS-Staaten im Deckungsstock hätte, dann würde der Markt eine solche Übertreibung regeln. Wir sehen eine solche Übertreibung aber nicht.

■ **Bevor es zu einer solchen Übertreibung kommen kann, könnten Sie sich aber auch überlegen, wo Ihre Toleranzschwelle liegt. Denkbar wäre doch eine Art Selbstverpflichtung, die man als Gütesiegel verkaufen könnte.**

Der Pfandbrief braucht kein zusätzliches Gütesiegel. Er ist nach wie vor die unangefochtene Qualitäts-Benchmark auf dem internationalen Covered Bond-Markt. Außerdem bin ich zuversichtlich, dass jeder Emittent von selbst vernünftig genug ist, auch weil er an seine Marktgängigkeit denken muss. Und ich kann mir nicht vorstellen, dass es derzeit die Tendenz gibt, den Anteil an PIIGS-Staaten zu erhöhen. Im Übrigen: Die Diskussion, die wir jetzt führen, erscheint mir leicht protektionistisch.

■ **Weshalb das?**

Ich kann mich noch erinnern, dass der Ansatz noch vor drei bis vier Jahren umgekehrt war: Wenn Sie 90% oder 95% Bundesanleihen im Deckungsstock hielten, dann hieß es: „Um Gottes Willen, keine Diversifikation.“ Damals wurde von den Ratingagenturen und auch von Investoren ausdrücklich gewünscht: „Macht doch mal mehr in anderen Ländern, damit man da mal einen Ausgleich hat.“ Ich glaube, die Krise ist der Beweis gewesen, dass die Qualität des Rechtsrahmens des Pfandbriefes unstrittig und ein Grundvertrauen der Investoren vorhanden ist. Wenn Sie sich die Spreads von Pfandbriefen während der Krise im Vergleich zu den Reaktionen von griechischen oder von portugiesischen Anleihen anschauen, dann sehen Sie: Der Pfandbrief hat nicht einmal gehustet.

■ **Aber dem Vertrauen der Investoren haben doch die Käufe von**

Pfandbriefen durch die EZB nachgeholfen, oder?

Die EZB hat europaweit Covered Bonds gekauft. Wir sind der Überzeugung, dass der deutsche Pfandbrief-Markt diese Form der Unterstützung von allen Covered Bond-Märkten am wenigsten gebraucht hat. Am meisten profitiert von den Käufen der EZB haben andere Covered Bonds. Und es würde mich sehr wundern, wenn man das nicht auch an den Spread-Ausweitungen von Covered Bonds sehen würde, jetzt nachdem das Programm der EZB ausgelaufen ist. Die Spread-Ausweitungen bei anderen, etwa in Spanien, werden sicherlich höher sein als bei uns.

■ Wären Sie dafür, dass die EZB ihr Programm fortsetzt oder wieder auflegt?

Wir sind grundsätzlich der Meinung, dass es für den deutschen Pfandbrief nicht erforderlich ist.

■ Das Market Making für Jumbo-Pfandbriefe ist in der Krise ja zusammengebrochen. Wäre es sinnvoll oder Erfolg versprechend, es wieder aufzunehmen?

Alle wünschen sich liquide Märkte. Jetzt haben wir aber Zeiten, wo wir realistisch sein und Idealvorstellungen zur Seite legen müssen. Ein Market Making wie vor der Krise wird es, denke ich, so schnell nicht wieder geben. Aber das liegt nicht am Pfandbrief selbst oder an den Emittenten der Pfandbriefe. Das Market Making ist damals eingestellt worden von den Investmentbanken, die aus Gründen der Liquidität oder der Vorsicht nicht mehr bereit waren, eine solche Verpflichtung einzugehen. Die Qualität des Pfandbriefes machen wir auch daran fest, dass liquiditätsorientierte Investoren in der Krise auch ohne Market Making nie ein Problem hatten, aus ihrer Position in Pfandbriefen herauszukommen, wenn sie es denn wollten. Das war bei keinem anderen Produkt der Fall. Wir arbeiten aber an einem Ersatz des Market Making, weil wir glauben, dass es sinnvoll ist, die Liquidität des Marktes auch auf diese Weise zusätzlich abzusichern und zu institutionalisieren.

■ Es gibt in Ihrem Verband Bemühungen, eine elektronische Handelsplattform zu installieren.

Wir wollen das grundsätzliche Commitment der Preisstellung nicht mehr mit einer Verpflichtung auf feste Bid-Offer-Spreads verbinden, sondern mit einer Schaffung von Preistransparenz im Markt. Deswegen nennen wir es auch nicht Handelssystem, sondern Request-for-Quote-System. Auf dem System sollen Institute Preise stellen, die aber nicht notwendigerweise auf dem gleichen System abgewickelt werden. Wir wollen schlicht und einfach auf einer Plattform und auf einem

Weg Transparenz herstellen in der Überzeugung, dass diese Transparenz dem Investor ein Gefühl dafür gibt, wo ein Bond preislich liegt. In guten Marktphasen müsste die Transparenz eigentlich dazu führen, dass ein Druck auf den Spread entsteht. In schwierigen Marktphasen hingegen weitet sich der Bid-offer-Spread aus, und das ist auch zulässig.

■ Wie weit ist das Vorhaben?

Die Mindeststandards sind fertig. Was wir im Moment diskutieren, ist, auf welchem Wege wir Transparenz bereitstellen, und das ist nicht ganz so einfach.

■ Warum ist es so schwierig, Regeln für die Transparenz zu finden?

Weil Sie eine Diskussion führen müssen über das mögliche Ausmaß der Transparenz. Sie müssen in der Lage sein, täglich alle wesentlichen Deals zu zeigen. Und Sie müssen alle Banken, die ja in der Regel eigene Systeme unterhalten, auf dieses eine System bekommen.

■ Wo werden die Preise dann technisch gemeldet?

Genau das ist eine der Fragen, die noch offen sind.

■ Kann es nicht auch ein Problem sein, dass die Banken gar kein Interesse an Transparenz haben? Sie haben doch selbst gesagt, dass das geplante System die Bid-offer-Spreads unter Druck setzen dürfte – in den USA etwa versucht man schon seit Jahrzehnten ohne Erfolg, den Handel von Bonds auf ein Börsensystem zu bringen.

Es gibt in der Tat unterschiedliche Vorstellungen darüber, wie die Transparenz hergestellt wird. Aber dass es grundsätzlich Transparenz geben soll, ist, glaube ich, mehrheitsfähig. Ein zweiter Aspekt kommt hinzu: Seit etwa einem Monat liegen Entwürfe der EU-Kommission zur Nachhandelstransparenz auf Bondmärkten vor. Nach deren Umsetzung haben wir eine regulatorische Vorgabe. Gegen diese Nachhandelstransparenz wird man sich nicht wehren können. Aus Diskussionen im Verband habe ich aber auch den Eindruck, dass dies ein Thema ist, das im Moment in der Priorität nach hinten gerutscht ist. Wir haben da in den vergangenen Monaten nichts vermisst. Diese Absprachen galten ja vor allem für Jumbo-Emissionen, und von denen haben wir in diesem Jahr bisher wenige gesehen. Und wir erwarten auch nicht, dass diese Emissionen wieder deutlich zunehmen werden.

■ Warum?

Die meisten Emittenten haben sich zuletzt eher für Privatplatzierungen oder für Benchmark-Emissionen über 500 Mill. Euro entschie-

den. Die haben erstens den Vorteil, dass Sie als Emittent Kosten sparen, und zum zweiten können Sie ihre Passiv-Seite granularisch besser aussteuern. Und drittens: Sie müssen nach der letzten Novelle des Pfandbriefgesetzes als Emittent für 180 Tage Liquidität in ihrem Deckungsstock vorhalten. Und wenn Sie große Fälligkeiten haben, dann müssen Sie sich für 180 Tage einen Riesenbetrag unbesichert besorgen. Das kostet Geld und Liquidität in einer Zeit, in der die unbesicherte Liquidität für Banken teurer geworden ist. Das wird dazu führen, dass sich Jumbo-Pfandbriefe in der nächsten Zeit tendenziell weiter zurück entwickeln werden, zumal das Neugeschäft bei vielen Instituten ja auch nicht gerade üppig ist. Deshalb werden wir es sicher auch erleben, dass Fälligkeiten nicht ersetzt werden.

■ Wie sieht das denn zum Beispiel bei der BerlinHyp aus?

Wir werden alle Fälligkeiten, die wir in diesem Jahr haben, auslaufen lassen. In Summe handelt es sich dabei um 4 bis 5 Mrd. Euro. Auf der Aktivseite stehen dem Fälligkeiten aus relativ margenarmem Geschäft gegenüber, das wir strategisch nicht weiterverfolgen wollen.

■ Und wie sieht Ihr branchenweiter Ausblick auf die Emissionen in diesem Jahr aus?

Wir haben zu Jahresbeginn eine Umfrage unter unseren Mitgliedsinstituten durchgeführt. Danach rechnen wir für 2010 mit Emissionen von insgesamt 100 Mrd. Euro, davon werden 48 Mrd. Öffentliche Pfandbriefe, 50 Mrd. Hypothekendarlehenpfandbriefe und 2 Mrd. Schiffspfandbriefe sein. Wir haben allein bei öffentlichen Pfandbriefen Fälligkeiten über 104 Mrd. Euro, das heißt, nur knapp die Hälfte wird ersetzt. Das Neugeschäft auf der Hypothekendarlehenpfandbriefseite wird ebenfalls verhalten sein, vielleicht auf dem Vorjahresniveau, weil in Deutschland derzeit aus den verschiedensten Gründen nicht viel neu gebaut wird.

■ Wäre der Markt überhaupt aufnahmefähig für Jumbo-Emissionen öffentlicher Pfandbriefe?

Ich denke schon. Die jüngsten Emissionen sind alle gut gelaufen.

■ Das sind doch gute Perspektiven für Ihre Refinanzierungskosten.

Klar, die Refinanzierungsmöglichkeiten durch Pfandbriefe sind gut, und deswegen glauben wir auch, dass es künftig noch mehr Pfandbriefemittenten geben wird. Unser Verband weiß aus vielen Gesprächen, dass sich Institute, die bei uns noch nicht Mitglied sind, überlegen, wie sie ihre Refinanzierung künftig erstens günstig und zweitens längerfristig stabil aufstellen sollen.

■ Wie kommt das?

In den vergangenen 18 Monaten waren einlagenorientierte Institute die Gewinner, denn sie haben Depositionen in großem Umfang bekommen. Die Laufzeiten der Einlagen aber sind relativ kurz geworden. Das heißt: Die langfristige Stabilität dieser Refinanzierungsquelle ist, wenn ich Kreditgeschäft betreiben will, mit einem kleinen Fragezeichen zu versehen. Es gibt unseres Wissens bereits 32 Sparkassen, die eine Pfandbriefbanklizenz haben, aber von denen hat erst ein kleiner Teil Pfandbriefe emittiert. Wir wissen, dass viele einlagenstarke Institute sich Gedanken darüber machen, künftig Pfandbriefe zu emittieren. Und das dürfte sich über alle Säulen des deutschen Kreditgewerbes hinweg fortsetzen, denn die unbesicherte Refinanzierung über den Kapitalmarkt wird schwieriger und teurer. Auch deswegen, weil die Refinanzierung durch Einlagen im Zuge neuer Liquiditätsanforderungen nicht einfacher wird. Die Banken versuchen daher, sich langfristige Liquidität zu besorgen.

■ **Welche Art von Pfandbriefen würden diese Neulinge denn begeben?**

Das wären dann vermutlich überwiegend Hypothekendarlehen. Da kann auch einmal ein öffentlicher Pfandbrief dabei sein, aber wir glauben insgesamt, dass das Staatsfinanzierungsgeschäft eher rückläufig sein wird. Das war ja schon bisher ein sehr margenschwaches Geschäft, und vor dem Hintergrund der zu erwartenden regulatorischen Belastungen, von der Bankenabgabe bis hin zur Leverage Ratio, wird man das margenschwache Geschäft in vielen Häusern zurückfahren.

■ **Und Emittenten werden Sparkassen sein?**

Wir müssten eigentlich auch von entsprechenden Plänen bei Volksbanken hören, aber wir hören es vor allem von den Sparkassen und von einigen Auslandsbanken.

■ **Die bräuchten dazu aber erst einmal eine Lizenz.**

Eine Banklizenz und eine Pfandbrieflizenz. Und sie brauchen das entsprechende Know-how, beim Treuhänder angefangen, über die Beleihungswertermittlung bis hin zum Risikomanagement der Dekungsmassen.

■ **Sollten jetzt mehr Sparkassen Pfandbriefe emittieren, dann wäre das natürlich schön für den Verband deutscher Pfandbriefbanken, weil er neue Mitglieder begrüßen könnte. Aber wie fänden es die bisherigen Mitglieder, wenn sie neue Konkurrenten erhalten?**

Wir gehen ja nicht davon aus, dass die Sparkassen, die eine Pfandbrieflizenz, aber noch keine Pfandbriefe emittiert haben, den Markt nun fluten werden. Wir reden auch nicht über Jumbo-Emissionen. Investoren wollen heute Sicherheit, und sie wollen Transparenz. Deswegen ist ja die Nachfrage nach Pfandbriefen so groß. Daher wäre es kein Problem, noch mehr Pfandbriefe zu platzieren.

■ **Wenn das Request-for-Quote-System derzeit eine niedrigere Priorität hat, wie sieht denn dann Ihre Agenda als frischgebackener Verbandspräsident aus?**

Die aktuelle Novelle des Pfandbriefgesetzes ist auf dem besten Weg. Wir gehen davon aus, dass wir im Oktober damit durch sind. Ein wichtiges Ziel ist es, die Zukunftsfähigkeit des pfandbriefbasierten Geschäftsmodells nachhaltig zu sichern. Der VDP ist als „Gralshüter“ gefordert, bedingungslos an der Qualität des Pfandbriefs festzuhalten und permanent Qualitätsverbesserungen anzustreben. Im ständigen Kontakt mit Anlegern erfahren wir, wo der Schuh drückt und wo wir den Pfandbrief also noch weiter verbessern könnten.

■ **Haben Sie nicht eigene Vorstellungen?**

Der Köder muss dem Fisch schmecken, und nicht dem Angler! Deswegen hören wir so genau hin, was unsere Investoren sagen. Das Thema Ratingagenturen steht ebenfalls ganz weit oben auf unserer Prioritätenliste.

■ **Kein erfreuliches Thema?**

Das uns wohl weiterhin begleiten wird – auch wenn wir erfreulicherweise feststellen können, dass etwa große Investoren sich eben nicht mehr nur nach Ratings, sondern nach ihrer eigenen Kredit-Analyse richten. Wir versuchen gleichwohl, die Ratingagenturen besser zu ver-

stehen, und die Modelle, die sie den Emittenten diktieren. Diese Diskussion führen die Emittenten teilweise bilateral, aber auch der Verband ist da in Gespräche eingebunden. Unser Ziel ist, das Verständnis der Agenturen für das Produkt Pfandbrief zu schärfen, der – anders als Verbriefungen – eben auf einem Gesetz basiert. Da liegt noch ein weiter Weg vor uns.

■ **Woran erkennen Sie das?**

Wir hatten zum Beispiel die Situation, dass S&P nach ihrer Anfang des vergangenen Jahres vorgeschlagenen neuen Rating-Methodologie zu dem aus unserer Sicht seltsamen Schluss kam, dass zum Beispiel spanische Multi-Cedulas zu den wenigen Covered Bond Arten gehört hätten, die unabhängig vom Emittenten-Rating ein Triple-A-Rating hätten bekommen können. Die Vorarbeiten des Verbandes, der letztes Jahr eine 180-Tage-Liquiditätsregelung eingebracht und vor kurzem ein Emissionsrecht für den Sachwalter vorgeschlagen hat und somit die Grundlage dafür, die EZB anzusprechen, werden nach unserem Eindruck nicht angemessen gewürdigt.

■ **Woran liegt das?**

Zunächst einmal vermutlich daran, dass die Vorschläge nicht so greifbar sind und sie nicht aus dem Structured-Finance-Umfeld kommen. Ein zweiter Aspekt ist, dass wir nur schwer nachvollziehen können, warum es keine Vorschriften gibt, wie Agenturen mit bestimmten Informationen um- und an den Markt gehen. Ratingagenturen, die etwa wie S&P ankündigen, 60% aller Covered Bonds drohe ein Downgrade, in Deutschland am Ende aber nur zwei Emissionen herunterstufen, oder eine Agentur wie Fitch, die mitten im Datensammelungsverfahren ankündigt, sie setze alle Emittenten mit einem Gewerbeimmobilien-Portfolio auf die Prüfliste für eine Herabstufung, beeinflussen Markterwartungen. In Deutschland gelten für jede Meldung einer Aktiengesellschaft die Regeln der Ad-hoc-Mitteilung, um kursrelevante Informationen kontrolliert in den Markt zu geben. Etwas Vergleichbares sollte auch für Ratingagenturen gelten.

.....
► **Das Interview führten Thomas List und Bernd Neubacher.**