

## Der Emissionskalender

# Stabiler Pfandbrief

Sicherheit ist für viele Anleger derzeit das höchste Gut. Das ist einer der Gründe dafür, dass in den vergangenen Wochen die Rendite von Bundesanleihen von 4,7 auf derzeit rund 4,3 Prozent zurückgegangen ist. Traditionell gelten in Deutschland – neben Staatsanleihen – Pfandbriefe als sicherer Hafen für Krisenzeiten. Aber wie haben sie sich bislang in der jüngsten Krise geschlagen, die ihren Ursprung auf dem amerikanischen Hypothekenmarkt hat? Immerhin besteht die Besicherung vieler Pfandbriefe aus Immobilienkrediten, manche aus den Vereinigten Staaten. Dennoch hat sich der Pfandbrief, der ein Grundstock in den Anlage-depots der deutschen Lebensversicherer und zugleich bei Privatanlegern ist, bisher gut geschlagen.

Ganz spurlos allerdings ging die Krise an den Pfandbriefen nicht vorbei. Auch hier haben sich die Spannen zwischen An- und Verkaufskursen ausgeweitet. Für einen durchschnittlichen Hypothekendarlehen mit sieben Jahren Laufzeit sei dieser Abstand von etwa acht Stellen auf zehn bis zwanzig Stellen gestiegen, heißt es im Handel. Somit beträgt die Spanne jetzt 0,1 bis 0,2 Prozent des Nennwerts. Das ist für ein Wertpapier, von dem sich Anleger vor allem Sicherheit und Liquidität versprechen, eine auffällige Ausweitung. Die Größenordnung ist allerdings viel geringer als bei den sogenannten Asset Backed Securities (ABS), den forderungsbesicherten Anleihen von Zweckgesellschaften.

Bei vielen dieser Titel, deren Bonität häufig ebenso hoch bewertet ist wie die von Pfandbriefen, ist der Handel in den vergangenen Tagen gänzlich zum Erliegen gekommen, bei anderen sind die Kurse stark gefallen, und auch die Spannen zwischen An- und Verkaufskursen sind – sofern ein Handel überhaupt stattfindet – gestiegen. Die Fondsgesellschaft DWS meldet für die Titel ihres ABS-Fonds einen durchschnittlichen Abstand von 5 Prozent zwischen An- und Verkaufskursen. Noch einmal zum Vergleich: Der entsprechende Wert, der einen Hinweis auf Handelbarkeit und Nervosität gibt, beträgt bei den meisten Pfandbriefen derzeit weniger als 0,2 Prozent.

Zugleich sind die Renditeaufschläge für Pfandbriefe, die man als Risikoprämie gegenüber Staatsanleihen verstehen kann, geringfügig um 2 bis 4 Basispunkte gestiegen. Für Privatanleger ist das eine Größenordnung, die man vernachlässigen kann. In einer Marktphase, in der reihenweise Geldmarktfonds geschlossen werden müssen, der Handel von forderungsbesicherten ABS-Verbriefungen zum Er-

liegen kommt und die Kurse von Aktien und Risikoanleihen bedenklich an Wert verlieren, sind das beruhigende Werte.

Pfandbriefe sind zwar wie viele ABS-Verbriefungen mit Immobilienkrediten besichert, das aber in einer unterschiedlichen Struktur. Der Markt für Hypothekendarlehen bietet den Investoren mehr Homogenität. Wer einen Pfandbrief und das dazugehörige Gesetz kennt, hat relativ wenig Mühe, sich mit anderen Titeln vertraut zu machen. Bei ABS-Verbriefungen, deren Marktvolumen inzwischen ein Mehrfaches der Pfandbriefe ausmacht, gibt es dagegen Hunderte verschiedener Strukturen. Um sie im Detail zu verstehen, muss der Anleger jedes Mal dicke Vertragstexte lesen. Die Liquidität der Pfandbriefe ist auch deshalb größer, weil sie häufig mit einem Mindestvolumen von einer Milliarde Euro emittiert werden. Es gibt zwar auch einige ABS-Emissionen dieser Größe, aber sie sind seltener, und zudem sinkt das Volumen, weil der Nennbetrag sukzessive und nicht erst zum Ende der Laufzeit getilgt wird.

Am wichtigsten aus Sicht der Anleger ist die unterschiedliche Besicherung. Für Pfandbriefe steht zunächst die Hypothekendarlehenbank gerade und haftet mit ihrem Eigenkapital. Im Gegensatz dazu verfügen die Zweckgesellschaften, die Verbriefungen emittieren, über fast keine Eigenmittel. Das Eigenkapital der Pfandbriefemittenten mag zwar im Verhältnis zu den riesigen ausstehenden Beträgen nicht sehr hoch wirken. Aber es signalisiert zumindest, dass die Emittenten ein Interesse an der Qualität der Besicherung haben. Es würde zuerst sie treffen.

Wenn ein Pfandbrief-Emittent in die Insolvenz gehen sollte – bisher ist das noch nie geschehen, auch nicht nach der Schief-lage der Allgemeinen Hypothekendarlehenbank Rheinboden –, würde der Deckungsstock vom restlichen Vermögen getrennt und für die Bedienung der Pfandbriefe reserviert. Die Qualität dieser Deckung ist entscheidend: Von jedem Kredit dürfen die Emittenten für die Besicherung höchstens 60 Prozent des Beleihungswertes zählen, der wiederum etwas – im Regelfall etwa 15 bis 20 Prozent – geringer als der Marktwert der Immobilie sein sollte. Verluste an Zins und Tilgung müssen Pfandbrief-anleger also erst dann befürchten, wenn der Emittent insolvent ist, in großer Zahl die im Deckungsstock befindlichen Kredite ausfallen und schließlich der Marktwert der zu Kreditbesicherung zur Verfügung stehenden Immobilien drastisch – also um mehr als 50 Prozent – fällt.

STEFAN RUHKAMP