

HYPOTHEKARKREDIT PFANDBRIEF

Regulatorisches Umfeld darf den Pfandbrief nicht beeinträchtigen

Aktuelle Gesetzesnovelle stärkt Traditionsprodukt – Basel und Brüssel sollten die Sicherheit und makellose Kredithistorie honorieren

Börsen-Zeitung, 4.9.2010
Die Finanzkrise hat deutlich gemacht, dass Investoren Qualität, Einfachheit und Transparenz eines Finanzprodukts in schwierigen Zeiten besonders honorieren. Die hohen Qualitätsstandards des Pfandbriefgesetzes und seine simple Struktur haben den Pfandbrief zu einer der wenigen Anlageklassen gemacht, die gestärkt aus der Finanzkrise hervorgegangen sind. Er geriet als eine der letzten privaten Schuldverschreibungen in den Strudel der Finanzkrise und hat sich als eine der ersten wieder freigeschwommen. Gegenüber allen anderen Covered Bonds hat er sich deutlich abgesetzt und weist heute die mit Abstand geringsten Risikoaufschläge gegenüber Swaps aus, die sich seit September 2009 praktisch wieder auf Vorkrisenniveau bewegen.

Pfandbriefe waren in jeder Phase der Krise bei Investoren platzierbar, auch dies ist eine Eigenschaft, die nur sehr wenige vergleichbare Produkte für sich beanspruchen können. Selbst nach der Insolvenz der Investmentbank Lehman Brothers, als das Weltfinanzsystem zu kollabieren drohte, wurde das Vertrauen der Anleger in den Pfandbrief dank seines einzigartigen regulatorischen Unterbaus nicht nachhaltig erschüttert. Er bot damit den Emittenten auch in kritischen Phasen jederzeit Zugang zu langfristiger Liquidität – und dies zu vergleichsweise günstigen Konditionen. Ein Gewinner der Krise also? In der Wertschätzung der Investoren und Emittenten zweifellos. Jedoch: Die Herausforderungen aus dem regulatorischen Bereich sind erheblich. Sie drohen dieses krisenresistente Refinanzierungsinstrument und das auf ihm basierende Geschäftsmodell zu beeinträchtigen.

Komplexe Neuregelungen

Seit der Insolvenz von Lehman Brothers und dem anschließenden Überschwappen der Finanzmarktkrise von den USA nach Europa vor beinahe zwei Jahren arbeiten Politik und Bankenaufseher weltweit nicht

nur an einer Neufassung des Aufsichtsregimes für Banken. In Europa steht zugleich die Überarbeitung des Aufsichtsrechts für Versicherer – Stichwort Solvency II – an. Dass beides als Lehre aus der Krise unverzichtbar ist, dürfte heute niemand ernsthaft bestreiten. Aber die Neuregelungen sind komplex und sie drohen den Pfandbrief als einen der wenigen Stabilitätsanker – unbeabsichtigt – in übermäßiger Weise zu treffen.

Die Qualität bewahren

Der Rechtsrahmen der Pfandbriefemission wird im fünften Jahr seines Bestehens bereits zum dritten Mal novelliert. Das Tempo des Gesetzgebers in der Abfolge der verschiedenen Novellen des Pfandbriefgesetzes spiegelt die große Geschwindigkeit, mit der sich das Wettbewerbsumfeld und die Anforderungen der Anleger weiterentwickeln, wider. Gerade im Lichte der krisenbedingten Verwerfungen an den Finanzmärkten ist es eines der bedeutendsten Anliegen der Pfandbriefbanken, die Qualität des Pfandbriefs zu bewahren und – wo und wenn möglich – zu verbessern. Die Fähigkeit, erforderlichenfalls auch gesetzgeberisch schnell und effizient auf Marktänderungen zu reagieren, schätzen professionelle Anleger und sehen in dieser Dynamik eine der Stärken des Pfandbriefsystems. Bereits die erste große Novelle brachte im März 2009 mit der sogenannten 180-Tage-Regelung, die erstmals einen Liquiditätspuffer im Deckungsstock geschaffen hat, einen Qualitätssprung. Die aktuell in Arbeit befindliche Novellierung des Pfandbriefgesetzes widmet sich erneut dem Thema Liquidität im Deckungsstock mit dem Ziel, eine jederzeitige Liquiditätsversorgung des Deckungsstocks auch nach einer möglichen Insolvenz der emittierenden Bank sicherzustellen und so zusätzliche Mechanismen für eine zeitgerechte und vollständige Bedienung der Pfandbriefinvestoren zu etablieren. Dies wird dadurch erreicht, dass der nach der Insolvenz einer Pfandbriefbank

von einem Sachwalter verwalteten Deckungsmasse als nicht-insolventer Teilbank die Stellung eines Kreditinstituts zuerkannt wird. Für den Sachwalter und in letzter Konsequenz die Pfandbriefinvestoren ist dies bedeutend, weil der Sachwalter so in der Verwaltung des Deckungsstocks im Interesse der Investoren deutlich mehr Flexibilität erhält.

Sachwalterliquidität

Im Kern geht es darum, wie sich der Sachwalter nach Insolvenz der Pfandbriefbank zum Ausgleich unvermeidlicher Inkongruenzen, die sich aus unterschiedlichen Zahlungsterminen von Deckungswerten und Pfandbriefen ergeben, die notwendige Liquidität beschaffen kann, um Pfandbriefgläubiger bis zum letzten Pfandbrief zeitgerecht und in voller Höhe bedienen zu können. Die Novelle schafft hier in zweierlei Hinsicht Erleichterung. Zum einen wird mit der Schaffung der Pfandbriefbank mit beschränkter Geschäftstätigkeit die Basis dafür gelegt, dass der Sachwalter als Gegenpartei der Europäischen Zentralbank im Rahmen ihrer geldpolitischen Geschäfte akzeptiert werden kann. Zudem umfasst diese Lizenz auch die Erlaubnis für das Pfandbriefgeschäft, sodass künftig die Liquiditätsbeschaffung über den Kapitalmarkt im Wege der Emission eigener Pfandbriefe durch den Sachwalter möglich sein wird.

Daneben werden die zentralen Bestimmungen zur Abschottung der Deckungswerte von der Insolvenzmasse in § 30 Abs. 1 PfandBG neu gefasst und neue, leichter verständliche Begriffe eingeführt. Die Deckungsmassen werden als insolvenzfreie Vermögen bezeichnet. Es wird klargestellt, dass das vom Sachwalter verwaltete Vermögen nicht Bestandteil der Insolvenzmasse, sondern vom Insolvenzverfahren völlig getrennt ist – und zwar von Anfang an und nicht erst als Ergebnis einer Herauslösung aus der Insolvenzmasse.

Umfassende Transparenz

Ergänzend zu den bereits umfangreichen Transparenzvorschriften des § 28 PfandBG wird für die Veröffentlichung der Angaben über die Deckungswerte und Pfandbriefverbindlichkeiten eine Frist von einem Monat eingeführt. Für das vierte Quartal soll diese Frist bei zwei Monaten liegen. Die bereits heute umfassende gesetzliche Transparenz wird durch die außergesetzliche Transparenzinitiative der Pfandbriefbanken verstärkt, mit dem Ziel, veröffentlichte Institutsdaten durch einheitliche Meldekriterien und gemeinsame Publikation auf der vdp-Website besser vergleichbar, leichter zugänglich und effizienter bearbeitbar zu machen.

Dies alles zeigt: Die Pfandbriefbanken haben die Finanzkrise zum Anlass genommen, ihr bewährtes Produkt qualitativ noch besser zu machen. Dass es in der Krise gut funktioniert hat, ist kein Anlass, sich auf dem Erreichten auszuruhen, sondern Ansporn, die Qualitätsschraube entschlossen weiter anzuziehen.

Die Einführung der risikosensitiven Systematik von Basel II in der Europäischen Union Anfang 2008 war ein Meilenstein für den Aufsichtsrahmen der Kreditinstitute. Diesen nun – im Angesicht der Krise – in sinnvoller Weise weiterzuentwickeln, ist das Gebot der Stunde. Eine Vielzahl internationaler Vorschläge zur Erweiterung und Neugestaltung von Basel II wurde in den vergangenen Monaten vorgetragen mit dem Ziel, die Widerstandsfähigkeit des Weltfinanzsystems zu erhöhen. Die im Rahmen der Umsetzung von Basel III in EU-Recht als Capital Requirements Directive IV (CRD IV) bekannten Vorschläge beinhalten teils systemkonforme, teils jedoch auch systemfremde Aufsichtselemente. Die aus Sicht der Pfandbriefbanken besonders kritischen Elemente sind – die Leverage Ratio, eine Schuldenobergrenze, bei der die Bilanzsumme ins Verhältnis zum Eigenkapital gesetzt wird, und – die Liquidity Coverage Ratio oder Liquiditätspuffer.

Es darf als sicher gelten, dass diese aufsichtsrechtlichen Initiativen niemals als Lex Pfandbrief gedacht waren, also nicht auf den Pfandbrief als krisenbewährtes Refinanzierungsinstrument zielen sollten. Das ändert aber nichts daran, dass die zuvor genannten Elemente, insbesondere die Leverage Ratio, die auf Immobilien- und Staatsfinanzierungen spezialisierten Geschäftsmodelle der Pfandbriefemittenten in besonderer Weise treffen und dass diese durch die geplanten Anforderungen Schaden nehmen könnten.

Gefahr durch Leverage Ratio

Die Leverage Ratio als festes Ver-

hältnis von Eigenkapital und Bilanzsumme ist entgegen der Systematik von Basel II kein risikosensitives Maß. Ihre Einführung als verbindlich einzuhaltende Kennzahl (in Säule 1 des Baseler Akkords) träge die Pfandbriefbanken aufgrund ihres großen Bestands an niedrig risikogewichteten Vermögenswerten in den Deckungsmassen in besonderem Maße. Eine Leverage Ratio, die die Bilanzsumme auf das 33,3fache des Kernkapitals beschränken würde, träge das extrem kreditrisikoarme und deshalb margenschwache Staatsfinanzierungsgeschäft besonders. Dass dies nicht sachgerecht sein kann, weil es Banken benachteiligt, die gezielt und spezialisiert kreditrisikoarmes Geschäft betreiben, zeigt ein Blick auf das im Jahr 2005 durch das Pfandbriefgesetz ersetzte Hypothekenbankgesetz. Dort gab es bereits eine Art Leverage Ratio in Form der sogenannten Umlaufgrenze für Pfandbriefe, die den Pfandbriefumlauf eines (spezialisierten) Instituts – der besonderen Struktur des Geschäfts geschuldet – auf das 60-Fache des Eigenkapitals beschränkte. Allerdings ist darauf hinzuweisen, dass die alte Umlaufgrenze deutlich weniger restriktiv wirkte, weil sie zum einem im Zähler die außerbilanziellen Positionen nicht in Betracht zog, zum anderen im Nenner auf einem breiteren Eigenkapitalbegriff aufbaute.

Sinnvoller als die Einführung der Leverage Ratio als harte Kennzahl im Rahmen der ersten Säule erscheint es deshalb, die Obergrenze im Sinne einer zusätzlichen aufsichtlichen Informationsgröße dauerhaft in der zweiten Säule des Baseler Regelwerks zu verankern. Eine Überschreitung zöge dann keine unmittelbaren aufsichtlichen Reaktionen nach sich, sondern gäbe Anlass zur Stellungnahme.

Liquiditätspuffer

Die Einführung eines Liquiditätspuffers soll Institute zukünftig in die Lage versetzen, im Krisenfall einen Monat ohne zusätzliche Liquiditätsquellen auszukommen. Die Pfandbriefbanken begrüßen die geplante Einführung eines solchen Liquiditätspuffers. Bereits seit der Novelle des Pfandbriefgesetzes im Jahr 2009 erfüllen sie strenge Liquiditätsanforderungen für die Deckungsmassen. Seither sind sie insbesondere verpflichtet, täglich die kumulierten Nettofälligkeiten der nächsten 180 Tage zu errechnen und mit liquiden Aktiva zu unterlegen. Für die gegenwärtigen Verhandlungen in Basel und Brüssel bedeutet dies, dass ein Weg gefunden werden muss, eine doppelte Liquiditätsvorhaltung aufgrund unterschiedlicher gesetzlicher Vorschriften zu vermeiden.

Schließlich begrüßen die Pfandbriefbanken ausdrücklich, dass der Pfandbrief nach jüngsten Plänen als

High Quality Liquid Asset für Liquiditätspuffer anerkannt werden soll. Das wird seiner hohen Qualität und Liquidität und der starken Performance in der Krise gerecht. Allerdings muss nun auch sichergestellt werden, dass die Nebenbedingungen, an die die Aufnahme in den Liquiditätspuffer gekoppelt werden soll, tatsächlich so ausgestaltet werden, dass sie auch erfüllbar sind. So ist das Erfordernis, über einen Zeitraum von zehn Jahren Bid-Ask-Spreads von weniger als 50 Basispunkten nachzuweisen, schon deshalb unerfüllbar, weil eine entsprechende Datenhistorie, die einen Verstoß gegen diese Bedingung nachweisbar ausschließt, nicht existiert. De facto würde damit dann doch die Aufnahme von Pfandbriefen und anderen Covered Bonds in den Liquiditätspuffer verhindert.

Weiteres Großprojekt

Ein weiteres regulatorisches Großprojekt, das das Potenzial hat, den Covered Bond als Anlageklasse empfänglich zu treffen, ist Solvency II, das neue Eigenkapitalregime für Versicherungsunternehmen. Bislang hängen die Eigenkapitalunterlegungspflichten der Versicherer nicht unmittelbar vom Risikogehalt der Anlageprodukte ab, in die investiert wird. Doch bereits 2013 sollen die Versicherer eine solche risikobasierte Eigenkapitalunterlegung einführen. Zu den Auswirkungen der geplanten Regelungen lässt sich nur vorläufig Stellung nehmen: Während Staatsanleihen ein Risikogewicht von null zugeordnet werden soll, wird die Eigenkapitalunterlegung von Pfandbriefportfolien ebenso wie Unternehmensanleihen von Rating und Duration der Emissionen abhängen. Die drohende Schlechterstellung von Pfandbriefen im Vergleich zu Staatsanleihen, aber auch im Vergleich zur direkten Anlage in einzelne Hypotheken ist aus Sicht der Emittenten besonders problematisch, weil sie zu Portfolioverschiebungen Anlass geben könnte. Sie ist nicht sachgerecht, weil sie die hohe Qualität des Pfandbriefs negiert und aus aufsichtlicher Sicht unerwünschte Arbitragemöglichkeiten eröffnet. Zwar sind die Regelungen zu Pfandbriefen mittlerweile überarbeitet worden, aber von einer angemessenen Behandlung ist diese Assetklasse noch immer ein gutes Stück entfernt.

Im regulatorischen Umfeld der Pfandbriefbanken werden aktuell viele Stellschrauben neu justiert. Der Pfandbrief vereint bereits heute viele Qualitäten wie seine Einfachheit, Transparenz und makellose Kredithistorie, die Investoren in und nach der Krise suchen. Ziel aller Bemühungen für eine bessere Regulierung sollte sein, den Pfandbrief zu fördern und seine Rahmenbedingungen zu optimieren. Während die

aktuelle Novelle des Pfandbriefgesetzes eindeutig in diese Richtung geht, muss mit Blick auf Basel und Brüssel die Frage erlaubt sein, warum mit dem Pfandbrief ausgerechnet eines der wenigen Kapitalmarkt-

produkte, die den Banken während der Krise verlässlich Zugang zu frischen Mitteln gewährten, beeinträchtigt zu werden droht, statt seine besondere Sicherheit und ma-

kellose Kreditgeschichte zu berücksichtigen und zu honorieren.

.....
Jens Tolckmitt, Hauptgeschäftsführer des Verbandes deutscher Pfandbriefbanken e.V.

Covered-Bond-Spreads

Angaben in Basispunkten

