

**Sonderbeilage:** Die deutschen Pfandbriefbanken

## Initiativen sorgen für Offenheit – nicht erst seit der Krise

Weitgehende Berichtspflichten im Pfandbriefgesetz – Transparente Marktinfrastruktur – Freiwillige Standards gewinnen weiter an Bedeutung

Börsen-Zeitung, 21.4.2012

Transparenz ist das Gebot der Stunde an den Märkten für festverzinsliche Wertpapiere. Im Fall des Pfandbriefs verbürgen bereits die hohen gesetzlichen Anforderungen an die Deckungswerte seine weithin geschätzte Produktqualität. Denn das Pfandbriefgesetz setzt einen strengen Rahmen für die gleichförmige, qualitativ hochwertige Produktausgestaltung. Die im Pfandbriefgesetz verankerten Berichtspflichten der Emittenten wirken dabei im Hinblick auf die Einhaltung hoher Kreditstandards bei der Gewinnung von Deckungsgeschäft zusätzlich qualitätssichernd.

Über die gesetzlichen Regelungen hinaus sorgen die Pfandbriefbanken mit eigenen Transparenzinitiativen nicht erst seit dem Beginn der Finanzkrise für Offenheit. Indem sie die Weiterentwicklung der gesetzlichen und außergesetzlichen Transparenzanforderungen vorantreiben, nehmen sie eine Vorreiterrolle im Hinblick auf sich ändernde Informationsbedürfnisse der Investoren ein und tragen zu einer besonders effizienten Marktinfrastruktur bei.

### Hoher Standardisierungsgrad

Dank ihrer einfachen Struktur und ihres hohen durch das Pfandbriefgesetz (PfandBG) bedingten Standardisierungsgrades eignen sich Pfandbriefe besonders, um Investoren regelmäßig über die Zusammensetzung der Deckungsmassen zu informieren. Mit der Aufnahme unterjähriger Berichtspflichten gemäß § 28 PfandBG beabsichtigten die Emittenten, konsequent zusätzliche Anreize zur Qualitätssicherung zu setzen. Mit seinem Inkrafttreten im Juli 2005 wurde die quartalsweise Veröffentlichung detaillierter Informationen über die Qualität und die Zusammensetzung der Deckungsmassen gesetzlich verpflichtend. Dadurch sollte ausgeschlossen werden, dass Pfandbriefanleger durch das Pfandbriefgesetz einen Nachteil

bzw. „Qualitätsverlust“ erleiden könnten.

Schließlich wurden mit dem neuen Gesetz drei zuvor für die Pfandbriefemission maßgebliche selbständige Rechtsgrundlagen vereinheitlicht, das Spezialbankprinzip verworfen und die Pfandbriefemission damit für Emittenten aller Art geöffnet. Die regelmäßige Veröffentlichung wichtiger Kennzahlen der Deckungsmassen vermittelt Anlegern seither ein genaues Bild von Art und Umfang der Deckungsmassen und ihrer Veränderungen im Zeitablauf. Auf diese Weise können interessierte Dritte unabhängig von den Urteilen der Ratingagenturen ihre eigene Einschätzung der Qualität der Deckungsmassen und Pfandbriefe fundieren. Die unterjährigen gesetzlichen Transparenzstandards der Pfandbriefbanken sind seither führend und suchen ihresgleichen unter den gedeckten Schuldverschreibungen anderer Länder.

### Straffer Zeitrahmen

Entscheidend für ihre hohe Akzeptanz ist, dass diese Transparenzvorschriften ständig fortentwickelt werden. In den bisherigen Novellen des Pfandbriefgesetzes wurde die ursprüngliche Fassung der Vorschrift deutlich erweitert bzw. präzisiert. Im März 2009 wurden die Institute zum Beispiel verpflichtet, Deckungswerte und Pfandbriefe mit einer Restlaufzeit von bis zu fünf Jahren in jährliche Fristenbänder einzugruppieren. Im Dezember 2010 wurde gesetzlich geregelt, dass die Veröffentlichung der Berichte jeweils einen Monat nach Quartalsende bzw. zwei Monate nach Jahresresultato zu erfolgen hat. Damit wurde den Emittenten ein straffer, aber geeigneter Zeitrahmen aufgegeben, innerhalb dessen sie die gesetzlichen Berichtspflichten spätestens erfüllt haben müssen.

### Wo liegt das richtige Maß?

Das Thema Transparenz gehört aber weit über den Geltungsbereich des

PfandBG hinaus zu den zentralen Anliegen der Anleger weltweit. Das Covered Bond Investor Council, CBIC, eine Interessenvertretung einiger großer internationaler Covered-Bond-Anleger, hat kürzlich die erste Konsultationsrunde zu Berichtspflichten für Emittenten von Covered Bonds abgeschlossen. Denn um Covered Bonds unterschiedlicher Herkunft nach einheitlichen Kennzahlen analysieren und vergleichen zu können, ist es unerlässlich, auf eine einheitliche Datenbasis zuzugreifen zu können, so das CBIC.

Die Pfandbriefbanken unterstützen die Initiative des CBIC grundsätzlich. Jedoch liegt es auf der Hand, dass es angesichts der Vielfalt nationaler Covered-Bond-Modelle und der besonderen Eigenheiten beispielsweise nationaler Immobilienmärkte keinen „One size fits all“-Ansatz geben kann. Es wäre daher aus Sicht der Pfandbriefemittenten zunächst ein sinnvoller erster Schritt, national einheitliche Berichtsstandards analog denen des Pfandbriefgesetzes zu etablieren. Die Pfandbriefemittenten ihrerseits haben einige wichtige Kennzahlen identifiziert, die auf Anregung des vdp mit der nächsten Novelle des Pfandbriefgesetzes in den Katalog der Berichtspunkte gemäß § 28 PfandBG aufgenommen werden sollen. Dazu gehören

- die Zins- und Währungsrisiken auf der Aktiv- und Passivseite,
- das durchschnittliche „Alter“ der hypothekarisch gesicherten Finanzierungen,
- der Anteil der EZB-fähigen Deckungswerte an den Deckungsmassen sowie
- die Untergliederung des Laufzeitenprofils der Pfandbriefe und zugehörigen Deckungswerte in sechsmonatige Fristenbänder bis zu einer Restlaufzeit von zwei Jahren.

Darüber hinaus wird angeregt, die „weiteren Deckungswerte“ untergliedert nach öffentlichen Schuldnern bzw. Banken und ungedeckten bzw. gedeckten Bankschuldverschreibungen zu veröffentlichen.

Forderungen nach darüber hinausgehenden Ergänzungen des § 28 PfandBG sind getrieben durch den zunehmenden Wettbewerb auf dem kontinuierlich wachsenden Covered-Bond-Markt und die Tatsache, dass Kreditaspekte heute angesichts der breiteren Spanne des Kreditpektrums der Emittenten stärker in den Vordergrund rücken. Vermeintlich veränderte Informationsbedürfnisse der Covered-Bond-Anleger sind dabei häufig der Welt der Verbriefungen bzw. den Methoden und Ansätzen der Ratingagenturen entlehnt. Die britische Aufsichtsbehörde fordert von ihren heimischen Covered-Bond-Emittenten die Veröffentlichung von Daten auf Einzeldarlehensebene („loan level data“).

Eine solche Transparenztiefe ist im Fall des Pfandbriefs aufgrund der strikten gesetzlichen Qualitätsstandards der Deckungswerte nicht erforderlich. Es sind Zweifel angebracht, ob Investoren daraus tatsächlich einen nennenswerten zusätzlichen Nutzen ziehen könnten. Im Gegensatz stellt sich vielmehr die Frage, ob mehr Transparenz der Emittenten zwangsläufig mehr Akzeptanz für die Emissionen oder die Produkte im Allgemeinen bringt. Oder verkehrt sich der Nutzen zusätzlicher Berichtspflichten ab einem bestimmten Transparenzniveau sogar in sein Gegenteil?

### „Transparenz-Overkill“

Der Verband deutscher Pfandbriefbanken hat es sich in der Vergangenheit zum Prinzip gemacht, für eine Aufnahme derjenigen Informationen, die von allen oder einer Mehrheit der Anleger als wünschenswert bezeichnet wurden, in den gesetzlichen Pflichtenkreis zu werben, Einzelforderungen einzelner Investorengruppen hingegen nicht zu unterstützen. Denn die Rückmeldungen zahlreicher Anleger bestätigen die Vermutung, dass ein Übermaß an Transparenz einen „Transparenz-Overkill“ zur Folge haben kann – und zwar insbesondere bei jenen kleinen und mittleren Investoren, die mangels Marktmacht auf gesetzliche Transparenzangaben angewiesen sind.

### Vergleich geht fehl

Die zum Teil wesentlich umfangreicheren Berichtspflichten bei Verbriefungen ändern an diesem Befund nichts. Der häufig angestellte Vergleich mit Pfandbriefen geht ohnehin fehl. Denn bei Pfandbriefen sind die Vermögenswerte bereits in ein striktes bankenregulatorisches Umfeld eingebettet, müssen hohen Qualitätsanforderungen genügen und unterliegen der besonderen Aufsicht der BaFin. Während Verbriefungen und zum Teil sogar be-

stimmte Covered Bonds auf einzelvertraglicher Grundlage ausgestaltet werden, erfolgen Pfandbriefemissionen ausschließlich in einheitlicher Struktur auf Basis des strengen Pfandbriefgesetzes.

Für Anleger bedeutet dies, dass sie sich bei ihrer Kreditanalyse auf die Lektüre des Gesetzestextes und die Fundamentaldaten der begebenden Bank beschränken können und vor einer Anlageentscheidung keine Emissionsprospekte im Umfang von mehreren hundert Seiten durcharbeiten müssen. Denn die wesentlichen Produkteigenschaften des Pfandbriefs sind bis ins Detail vorgeschrieben und daher standardisiert. Die Emissionen unterscheiden sich dann im Wesentlichen durch die Krediteinschätzung zum Emittenten selbst und die Zusammensetzung der Deckungsmassen.

### Einheitliche Definitionen

Die Pfandbriefbanken tragen im Rahmen der permanenten Marktpflege über die gesetzlichen Berichtspflichten hinaus zu einer bedarfsgerechten und effizienten Marktinfrastruktur bei. Dank der Transparenzinitiative sind seit September 2010 alle Transparenzberichte der vdp-Mitgliedsinstitute gemäß § 28 PfandBG zeitnah auf der Website des Verbandes verfügbar. Die individuellen Berichte und darüber hinaus die aggregierten Zahlen sind dort innerhalb der gesetzlichen Frist zentral in verschiedenen Datenformaten abrufbar. Entscheidend für den großen Erfolg dieser Initiative war die Verständigung der Emittenten auf einheitliche Definitionen und Formate der Berichtsziffern. Die Analysemöglichkeiten der interessierten Öffentlichkeit werden durch die Transparenzinitiative, das einheitliche Verständnis der zu veröffentlichenden Kennzahlen und die zentrale Verfügbarkeit deutlich verbessert. Eine E-Mail-Alert-Funktion informiert interessierte Nutzer, sobald die Institutsberichte komplett in aktualisierter Form vorliegen.

Die Bemühungen des Verbandes um eine Verbesserung der Transparenz haben bereits eine gute Tradition: Mit der Berechnung der vdp-Pfandbriefkurven erhalten insbesondere professionelle Immobilieninvestoren schon seit fast einem Jahrzehnt börsentäglich eine Kurve der Einstandskonditionen der Emittenten am Markt und damit eine Basis zur Kalkulation ihrer Kreditmargen und Finanzierungskosten.

Das besondere Augenmerk der Pfandbriefbanken gilt schließlich in jüngster Zeit vor allem der Transpa-

hat die EU-Kommission ihren Entwurf zur Überarbeitung der EU-Finanzmarkttrichtlinie (Mifid) veröffentlicht, der eine weitgehende Vor- und Nachhandelstransparenz für den Anleihehandel vorsieht, um den Anlegerschutz durch marktweite Preistransparenz zu stärken. Während die Pfandbriefbanken die Forderungen nach einer verbesserten Nachhandelstransparenz grundsätzlich bejahen, werden wegen der Charakteristika der internationalen Bondmärkte durch die geplante Vorhandelstransparenz – also die Verpflichtung, Kursofferten zu veröffentlichen – im überwiegend nichtbörslichen Anleihehandel auch negative Folgen für die Funktionsfähigkeit und Liquidität dieser Märkte befürchtet. Die Vorschläge der Kommission hinsichtlich der Vorhandelstransparenz erscheinen daher nicht praktikabel und sind nach Auffassung des vdp weder im Interesse der Anleger und Emittenten noch der handelnden Banken.

### vdp-Sekundärmarktkurve

Die seit Januar des laufenden Jahres börsentäglich auf der Website des Verbandes veröffentlichte vdp-Sekundärmarktkurve ist in diesem Zusammenhang als Vorgriff auf die Nachhandelstransparenz, wie sie in der Mifid vorgesehen ist, zu verstehen. Allerdings entstand sie unabhängig davon, um entsprechenden Investorenwünschen nachzukommen. Anleger können auf der Website des Verbandes börsentäglich ermittelte durchschnittliche Spreads für Jumbo-Pfandbriefe mit einer Restlaufzeit von mehr als 24 Monaten abrufen. Vorgesehen ist, zur Jahresmitte auch solche Pfandbriefe mit einem Emissionsvolumen von mindestens 500 Mill. Euro und einer Restlaufzeit von mindestens zwölf Monaten abzubilden. Mit Hilfe der vdp-Sekundärmarktkurve wird insbesondere mittleren und kleineren Anlegern ein zeitnahe Überblick über marktgerechte Kurse großvolumiger Pfandbriefe vermittelt.

### Intensive Dialoge

Die sich abzeichnenden regulatorischen Weichenstellungen für gedeckte Anleihen im Rahmen von Basel III sowie Solvency II und ihre privilegierte Stellung im deutschen Restrukturierungsgesetz rücken Pfandbriefe noch stärker als bisher in den Fokus professioneller Investoren. Angesichts des ebenso stetig wachsenden Angebots gedeckter Schuldverschreibungen ist eine – nach Art und Umfang sinnvolle – Vertiefung der Transparenz neben fundamentalen Kreditaspekten entscheidend für das Urteil der Anleger und die Wettbewerbsposition von Pfandbriefen im komplexer werden-

### Fortsetzung Seite B 2

renz der Preisbildung im Handel mit Pfandbriefen. Ende Oktober 2011

den Covered-Bond-Universum. Es gilt, auch hier der unbestrittenen Stellung des Pfandbriefs als Benchmark unter den Covered Bonds gerecht zu werden. Über die gesetzlichen Anforderungen hinaus werden deshalb Industrie-Initiativen

und freiwillige Standards, wie sie die Pfandbriefbanken zuletzt mit ihrer Sekundärmarktinitiative umgesetzt haben, weiter an Bedeutung gewinnen. Die Pfandbriefbanken werden ihren erfolgreichen Weg im intensiven Dialog mit Anlegern, Ge-

setzgeber und der Aufsicht auch in Zukunft weiter verfolgen.

.....  
Jens Tolckmitt, Hauptgeschäftsführer des Verbandes deutscher Pfandbriefbanken (vdp)