

Hypothekarkredit & Pfandbrief

Der Pfandbrief – er steht und steht und steht...

Starke und zuverlässige Größe – Pfandbriefbanken und VDP sind darum bemüht, dass die Benchmark am Covered-Bond-Markt „made in Germany“ bleibt

Börsen-Zeitung, 8.3.2008
Die Wirkung von Erdbeben auf Gebäude gleicht derjenigen der Subprime-Krise auf die Finanzmärkte in so mancher Hinsicht. Die Zerstörungen im Epizentrum sind am gravierendsten, und vermeintlich sichere Bauwerke stürzen wie Kartenhäuser zusammen. Die Erdbebenwellen verursachen auch in weiterer Entfernung zum Teil verheerende Schäden. Keiner kann sagen, ob mit dem Hauptbeben das Schlimmste überstanden ist oder ob die Nachbeben noch so heftig ausfallen, dass manch

Covered Bonds wurde die Frage gestellt, ob die Qualitätsmerkmale des Pfandbriefs sich materiell von denen anderer Produkte unterscheiden. Gefördert wurde dies durch die generöse Verteilung von Triple-A-Bewertungen für Covered Bonds und Mortgage Backed Securities (MBS). Die Pfandbriefbanken stellten in dieser Phase Überlegungen an, wie sie den Pfandbrief attraktiver für Investoren und Emittenten gestalten könnten.

Doch spätestens im August 2007 wurde das nicht enden wollende Sommermärchen abrupt gestoppt. Die Austrocknung der Märkte für Mortgage Backed Securities und die erhöhten Aufschläge, die Investoren seit der Verbreitung der Subprime-Schockwellen für unbesicherte Bankschuldverschreibungen verlangen, erschweren Kreditinstituten den Zugang zu Kapital oder verteuern ihn erheblich. Mit einem Schlag weiteten sich die Aufschläge von Verbriefungen gegenüber dem Referenzzins deutlich aus.

Auch am Covered-Bond-Markt differenzieren Investoren nunmehr deutlich zwischen unterschiedlichen Covered-Bond-Produkten und Pfandbriefen. So haben im Durchschnitt aller Laufzeiten beispielsweise UK Covered Bonds, die auf privatrechtlicher Grundlage strukturiert werden, um etwa 40 Basispunkte und spanische Cédulas um etwa 25 Basispunkte gegenüber Pfandbriefen ausgeweitet. Einzig die gesetzlich geregelten gedeckten Schuldverschreibungen aus Frankreich (Obligations Foncières) konnten sich wie der Pfandbrief vergleichsweise stabil halten (siehe Grafik).

Jumbos kaum betroffen

Doch auch am Pfandbriefmarkt sind die von Subprime ausgehenden Erschütterungen nicht ganz spurlos vorübergegangen. Sie erreichten den Markt für großvolumige Pfandbriefemissionen im August 2007, als zunehmender Verkaufsdruck bei einigen ausländischen Covered Bonds für Unruhe unter den Market Makern sorgte. Zudem kam es zu Turbulenzen auf dem für Absicherungsgeschäfte wichtigen Swapmarkt, und selbst der Handel mit Staatsanleihen war vorübergehend von ungewöhnlich hoher Volatilität geprägt.

Vor diesem Hintergrund wurde auf europäischer Ebene vom neu gegründeten ECBC „8 to 8 committee“, dem die acht wichtigsten Emittenten und Market Maker angehören, empfohlen, die strengen Vorgaben für die Market Maker zum Stellen von An- und Verkaufskursen im Interbankenhandel zu lockern. Auch wenn Jumbo-Pfandbriefe kaum von den Turbulenzen betroffen waren, trugen die im Verband deutscher Pfandbriefbanken (VDP) organisierten Pfandbriefbanken die Lockerungen mit Rücksicht auf die schwierige Situation für die Market Maker schweren Herzens mit. Das galt auch für das dreitägige Aussetzen des Interbank Market Making im November, als die Zuspitzung der Volatilität an den internationalen Finanzmärkten diese außergewöhnliche

und einmalige Maßnahme erforderte, um dem Markt Luft zu verschaffen und möglichen schweren Schaden abzuwenden. Die von den Market Makern verfolgte Gleichsetzung aller Jumbo-Covered-Bonds konnte von den Pfandbriefbanken jedoch zunehmend weniger akzeptiert werden. Zu deutlich waren die Preisunterschiede der unterschiedlichen Produkte geworden, als dass sie eine Gleichbehandlung beim Market Making noch gerechtfertigt hätten. Als dann im Dezember die Geld-Briefspanne im Interbankenhandel auf das Dreifache der normalen Spanne erhöhte und die Mindestvolumina auf 5 Mill. Euro heruntergenommen wurden, machten die Pfandbriefbanken deutlich, dass sie dies nicht lange akzeptieren würden.

Entschlossen interveniert

Aufgrund der entschlossenen Intervention der Pfandbriefbanken quotieren die Market Maker im Interbankenhandel seit Jahresbeginn wieder Geld-/Briefkurse für Pfandbriefe zu doppelten Spannen für das Standardvolumen von 15 Mill. Euro. Da dies von den Market Makern nicht für alle Covered Bonds durchgehalten werden konnte, wurde schließlich festgelegt, dass für Papiere, die mit einem Aufschlag größer als 20 Basispunkte gegenüber Swaps handeln, weitere Spannen bei geringeren Volumina vereinbart werden können. Da kein einziger Jumbo-Pfandbrief auf diesem Niveau handelt, wurde mit der Regelung faktisch die Teilung des Marktes herbeigeführt. Unabhängig von diesem Kompromiss fordern die Pfandbriefbanken weiterhin die Rückkehr zu den in den Mindeststandards für Jumbo-Pfandbriefe vorgesehenen normalen Geld-/Briefspannen ein.

Wichtig ist es zu betonen, dass die Market Maker gegenüber Investoren zu jeder Zeit An- und Verkaufskurse gestellt haben. Trotz der angesprochenen Einschränkungen ist festzuhalten, dass die Auswirkungen der Subprime-Krise auf den Pfandbriefmarkt weitaus geringer waren als auf anderen Märkten. Angesichts vollständig ausgetrockneter Verbriefungsmärkte kann die Ausweitung der Geld-/Briefspannen im Interbankenhandel um wenige Cents durchaus als Luxusproblem bezeichnet werden.

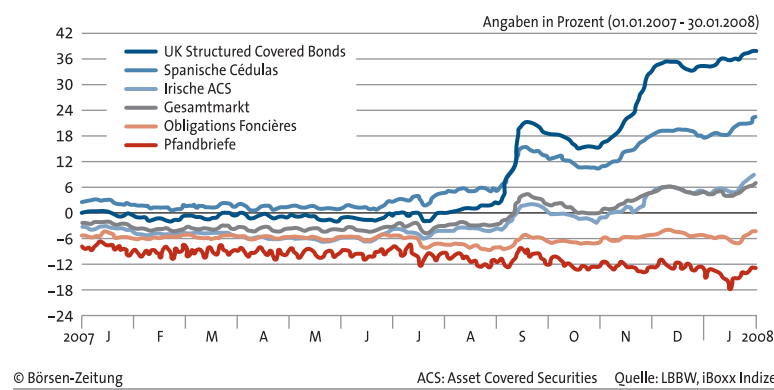
Schwachstellen beseitigen

Ungeachtet dessen haben die Ereignisse Schwachstellen offengelegt. Die Pfandbriefbanken haben den Dialog mit den Investoren intensiviert, um die richtigen Lehren aus der aktuellen Situation zu ziehen. Aus den Gesprächen mit Anlegern lässt sich folgern, dass

- Market Making ein unverzichtbares Ausstattungsmerkmal des Jumbo-Pfandbriefmarktes ist;
- der Sekundärmarkt mehr Transparenz benötigt;
- der Pfandbrief nicht mit anderen Covered Bonds gleichzusetzen ist, sondern nach wie vor die Benchmark in puncto Qualität darstellt. Letzteres wird durch die sehr stabile Performance der Jumbo-Pfandbriefe im Vergleich zu anderen Covered Bonds belegt.

Um die Transparenz am Sekundärmarkt zu erhöhen, wird diskutiert, den Telefonhandel unter Banken auf

Swapspreeds Jumbo-Pfandbrief vs. Covered Bonds



eine elektronische Handelsplattform zu übertragen. Die Pfandbriefbanken begrüßen diese Überlegungen und stehen im Dialog mit den Marktteilnehmern mit dem Ziel, den Sekundärmarkt von Jumbo-Pfandbriefen transparenter zu machen und seine Funktionsfähigkeit weiter zu verbessern.

Bevorzugte Konditionen

Angesichts der im In- und Ausland anerkannten Bonität der Pfandbriefe können die Pfandbriefbanken anders als im Fall von MBS auch in schwierigen Zeiten Liquidität zu bevorzugten Konditionen aufnehmen. Der Pfandbriefmarkt als „Markt der letzten Instanz“ mobilisiert Liquidität, wo sie andernfalls nicht mehr oder nur zu deutlich

schlechteren Konditionen verfügbar ist. Neben den Benchmark-Emissionen ab 1 Mrd. Euro (Jumbo-Pfandbriefe) begeben Pfandbriefbanken zusätzlich in großem Umfang traditionelle Inhaberpfandbriefe und Namenspfandbriefe und stoßen damit auf stetige und hohe Nachfrage bei Investoren. Dafür sorgt die feste Verwurzelung und langjährige Tradition des Pfandbriefs bei Abnehmern aus Versicherungen, Banken sowie Pensions- und Investmentfonds am deutschen Markt. In den Monaten August bis Dezember des Jahres 2007 – also nach Beginn der Subprime-Krise – haben die Pfandbriefbanken mit traditionellen Inhaberpfandbriefen und Namenspapieren 50 Mrd. Euro am Markt aufgenommen. Zusammen mit Jumbo-Emissionen und Aufstockungen summierte

sich dies auf 58 Mrd. Euro. Im Januar konnten sogar zwei Jumbo-Pfandbrief-Debüts beobachtet werden. Mit dem von der HSH Nordbank emittierten Jumbo-Schiffspfandbrief wurde diese Pfandbriefart erstmals als geratetes Jumbo-Format emittiert. Und mit dem Jumbo-Pfandbrief der Postbank betrat ein neuer Emittent die Pfandbriefbühne und manifestierte seine nachhaltigen Absichten auch mit dem Beitritt zum vdp.

Der richtige Weg

Da die Refinanzierungsvorteile über Pfandbriefe gegenüber ungedeckten Schuldverschreibungen seit dem Sommer letzten Jahres unübersehbar markant geworden sind, ist anzunehmen, dass weitere neue Emittenten folgen werden. Nun zeigt sich deutlich, dass die vielfach kritisierte Strategie des vdp, die Qualitätsmerkmale des Pfandbriefs hochzuhalten und ihn als Premium- und nicht als Massenprodukt zu positionieren, der richtige Weg ist. Doch auch Bewährtes lässt sich verbessern. Bereits Ende 2006, anderthalb Jahre nach Inkrafttreten des Pfandbriefgesetzes, hat der vdp begonnen, eine Vorschlagsliste für eine mögliche Novelle des Pfandbriefgesetzes zu erstellen. Im Zentrum der Vorschläge steht nunmehr die Verbesserung der Pfandbriefqualität durch

- die Adressierung des kurzfristigen Liquiditätsrisikos der Deckungsmassen,

Fortsetzung Seite B 2



Von Henning Rasche

Präsident des Verbandes deutscher Pfandbriefbanken (vdp) und Vorstandsmitglied der Eurohypo AG

angeknackstes Gebäude auch noch zusammenfällt. Panik liegt in der Luft. Es dauert lange, bis wieder Ruhe einkehrt und neues Vertrauen entsteht.

Die Analogie zu den Kapitalmärkten liegt auf der Hand. Was mit den Problemen in einem begrenzten Segment des US-Hypothekenmarktes begann, hat sich zu einer weltweiten Vertrauenskrise auf den Finanzmärkten ausgeweitet. Es ist heute nicht absehbar, wann und wo sie enden wird. Finanzprodukte, die dank bester Ratings als sicher galten, sind quasi dem Erdboden gleichgemacht worden oder zumindest beträchtlich ins Wanken geraten. Es ist eine Situation entstanden, die keinen der am Finanzmarktgeschehen Beteiligten zum Gewinner macht. Aber es ist auch eine Zeit, in der sich viele einiger vergessener oder zumindest lange nicht beachteter Qualitäten besinnen. Zweifelsfrei gilt das für den Pfandbrief, der gegenwärtig einmal mehr seine Standfestigkeit in beeindruckender Weise beweist – ähnlich wie so manches Haus schon zahlreiche Erdbeben überstanden hat.

Ende des Sommermärchens

Über einen sehr langen Zeitraum herrschten beste Bedingungen für eine rasante Konjunktur an den Finanzmärkten. Als Folge andauernden Sonnenscheins wurden Risiken nicht mehr wahrgenommen und die Preisaufschläge schmolzen nur so dahin. So verringerten sich die Preisunterschiede von Verbriefungen und Covered Bonds gegenüber dem Pfandbrief drastisch und waren zuletzt nur noch hauchdünn.

Neue komplexe Produkte kamen auf den Markt und wurden von Investoren wohlwollend und mit großem Appetit aufgenommen. In dieser Phase zweifelten nicht wenige an der Attraktivität des Pfandbriefs. Für manchen Emittenten erschien der Refinanzierungsvorteil des Pfandbriefs gegenüber unbesicherten Anleihen oder Verbriefungen als zu gering, um den hohen Aufwand der Pfandbriefemission zu rechtfertigen. Angesichts der sich einengenden Spreads gegenüber anderen

AUS DEM INHALT

Der Pfandbrief – er steht und steht und steht... Von Henning Rasche B 1	Die Immobilie mit Steuervorteil Von Francesco Fedele B 4	Auch ein Vorzeigeelement bedarf der permanenten Pflege Von Horst Bertram B 7
Strukturierte Covered Bonds führen kein Nischendasein mehr Von Omar Selim und Fritz Engelhard B 2	Obligations Foncières fanden rasch internationale Anerkennung Von Dr. Ralf Grossmann B 5	Vertrauen ist wichtig Von Bernd Volk B 7
Premiumprodukt beweist seine Stabilität aufs Neue Von Dr. Robert Grassinger und Andreas Schenk B 3	Refinanzierungsmix innerhalb des Pfandbriefs hat sich bewährt Von Uwe Burkert und Florian Eichert B 6	Risikowahrnehmung verändert sich bei mangelnder Zuversicht Von Jörg Birkmeyer B 8
Subprime-Krise unterstreicht die Bedeutung des Pfandbriefs Von Franz Josef Kaufmann B 4	Ein neuer Trend – Covered Bonds aus Nicht-AAA-Staaten Von Florian Hillenbrand und Franz Rudolf B 6	Verbriefte Kreditportfolien stoßen auf Skepsis Von Ulrich Lotz und Gaby Wörner B 8



Leistungsstark >>

- >> Schnelle Entscheidungen und hohe Beweglichkeit am Markt
- >> AAA für Hypothekendarlehen und öffentliche Pfandbriefe
- >> Erstklassige Portfolioqualität
- >> Partner im genossenschaftlichen FinanzVerbund

Sprechen Sie mit unserem Treasury-Spezialisten:
Rafael Galuszkiewicz +49 (0) 89 / 53 87 - 106

Im FinanzVerbund der Volksbanken Raiffeisenbanken

www.muenchenerhyp.de

- die Einbeziehung von Zusatzsicherheiten in die Deckungsmassen sowie

- die Anpassung der Regelungen zu Staatsfinanzierungen als Deckungswerte an die EU-Bankenrichtlinie. Diese zielt auf eine gegenüber dem EU-Recht strengere Begrenzung der Deckungsforderungen auf solche der sogenannten Bonitätsstufe 1 und auf die Beibehaltung der bestehenden regionalen Begrenzung.

Die vom vdp angeregten Novellierungsvorschläge enthalten ferner eine Reihe von verwaltungstechnischen Erleichterungen, wie die verbesserte Nutzbarkeit des Refinanzierungsregisters bei Konsortialkrediten und rechtstechnische Klarstellungen.

Der „Flugzeugpfandbrief“

Eine Neuerung im Pfandbriefuniversum ist der Vorschlag, als weitere Pfandbriefgattung den „Flugzeugpfandbrief“ zu schaffen. Bereits im Rahmen des Gesetzgebungsverfahrens zum Pfandbriefgesetz hatte der Finanzausschuss des Bundestages 2005 die Bundesregierung

gebeten, die Schaffung gesetzlicher Regelungen für einen Luftfahrzeugpfandbrief zu prüfen. Angesichts des hohen Refinanzierungsbedarfs von Flugzeugfinanzierungen sollen nun die rechtlichen Voraussetzungen zur Emission von Flugzeugpfandbriefen in das Pfandbriefgesetz aufgenommen werden. Da Flugzeugfinanzierungen sich klar von den übrigen Deckungswerten unterscheiden, werden dabei eigene Deckungsmassen für Flugzeugpfandbriefe gebildet.

Durch Pfandrechte an Flugzeugen abgesicherte Darlehensforderungen sind in sehr ähnlicher Weise wie die Pfandrechte an Schiffen als Deckungsmasse für Pfandbriefe qualifiziert. Sowohl Schiffe als auch Flugzeuge sind langlebige Wirtschaftsgüter, und ebenso wie bei Schiffen sind im Fall der Flugzeuge die für einen Pfandbrief notwendigen rechtlichen Sicherungsinstrumente verfügbar. Das Registerpfandrecht an einem Flugzeug ist qualitativ ein ebenso hochwertiges und verlässliches Sicherungsrecht wie die Schiffshypothek. Die Refinanzierungsmöglichkeit über Pfandbriefe wird die Wettbewerbsfähigkeit der aus Deutschland operierenden Institute stärken. Inmitten der von Subprime ausge-

henden Erschütterungen der Kapitalmärkte stellt der Pfandbrief eine starke und zuverlässige Größe dar. Investoren entdecken die traditionellen Werte, für die Pfandbriefe stehen, neu. Das Pfandbrief-Fenster ist deshalb auch in der Krise offen und vermittelt den Pfandbriefbanken bevorzugten Zugang zu Liquidität. Dadurch werden der deckungsfähige Teil ihres Kreditgeschäfts und damit ihre Wettbewerbsposition auf den Kreditmärkten in schwierigem Umfeld gestärkt.

Günstige Vorzeichen

Die Interessenbündelung im vdp gewährleistet seit vielen Jahrzehnten eine permanente Pflege des Pfandbriefs, die sich nun einmal mehr auszahlt. Der Erfolg in der gegenwärtigen Krise bestärkt die Pfandbriefbanken, diesen Weg fortzusetzen. Die Pfandbriefbanken und ihr Verband setzen alles daran, dass die Benchmark am Covered-Bond-Markt „made in Germany“ bleibt. Mit der Weiterentwicklung des Pfandbriefgesetzes und der gewünschten Erhöhung der Transparenz am Sekundärmarkt für Jumbo-Pfandbriefe sind die Vorzeichen dafür günstig.