

Premiumprodukt Pfandbrief ist noch zeitgemäß

Kein Anlass für Schwarzmalerei – Permanente Pflege und Weiterentwicklung durch die Emittenten und den Gesetzgeber notwendig

Von Henning Rasche *)

Börsen-Zeitung, 23.6.2007

Während der Covered-Bond-Zug auf vollen Touren fährt, scheint der Pfandbrief eine Ruhepause einzulegen: Wachstum und Innovation im Ausland, Stagnation und Langeweile auf dem Pfandbriefmarkt? In der Fachpresse ist vom „Angriff auf die deutsche Bastion“ zu lesen. Was ist dran an den Schlagzeilen, läuft der Pfandbrief tatsächlich Gefahr, ins Abseits zu geraten – ist der Pfandbrief noch zeitgemäß?

Die Fakten

Gemessen am Umlauf ist der Pfandbrief im Jahr 2006 im sechsten aufeinander folgenden Jahr geschrumpft. Seit dem Höchststand von 1106 Mrd. Euro im Jahr 2000 ist der Umlauf um 157 Mrd. Euro auf 949 Mrd. Euro zurückgegangen. Da das Volumen aller am deutschen Rentenmarkt emittierten festverzinslichen Wertpapiere im gleichen Zeitraum um 849 Mrd. auf 3435 Mrd. Euro zulegte, ist der Marktanteil des Pfandbriefs gemessen am Umlauf festverzinslicher Wertpapiere von 44% um 16 Prozentpunkte auf heute 28% gefallen.

Der Blick auf das Jumbo-Segment, das internationale Aushängeschild der Pfandbriefemittenten, bestätigt den Trend: Mit 343 Mrd. Euro behaupteten Jumbo-Pfandbriefe 2006 gemessen am Umlauf mit einem Marktanteil von 45% zwar weiterhin den bedeutendsten Anteil. Drei Jahre zuvor lag deren Marktanteil mit mehr als 410 Mrd. Euro noch bei 76%. Und bei den Neuemissionen lagen Jumbo-Pfandbriefe 2006 mit 42 Mrd. Euro oder 21% schon im zweiten Jahr in Folge an zweiter Stelle hinter den Emissionen spanischer Emittenten im Umfang von 65 Mrd. Euro (33%). Was sind die Hintergründe dieser Entwicklung?

Scheinbarer Ansehensverlust

Bei genauerer Analyse ihrer Treiber lassen sich einige spezifische Gründe für den scheinbaren Bedeutungsverlust öffentlicher Pfandbriefe sowie von Hypothekenpfandbriefen aufzeigen.

1999 setzten die Emittenten 235 Mrd. Euro öffentliche Pfandbriefe ab. Im vergangenen Jahr waren es insgesamt 129 Mrd. Euro und damit mehr als 100 Mrd. Euro weniger. Diese Entwicklung fußt auf einer Reihe von Aspekten:

1. Bedingt durch die Wiedervereinigung, konnten die Pfandbriefemittenten die Kreditvergabe an öffentliche Stellen in den neunziger Jahren zunächst deutlich ausweiten. Die Emittenten mussten im Staatskreditgeschäft unter dem Druck der Maas-trichterkriterien zur Einführung des Euro sowie des eigenständigen Kapitalmarktauftritts der Länder („Länderjumbo“) einen Dämpfer im Geschäft mit den öffentlich-rechtlichen Händen hinnehmen.

2. Der Wegfall der staatlichen Garantien für öffentlich-rechtliche Kreditinstitute im Sommer 2005 hat die Konsolidierung des Staatskreditgeschäfts im Inland beschleunigt. So wurde im Kreditgeschäft mit öffentlich-rechtlichen Kreditinstituten 2006 ein Rückgang der Darlehenszusagen um 29 Mrd. von 48 auf 19 Mrd. Euro verzeichnet. Das Neugeschäft aus dem Ausland hat den Ausfall dieses Teils des Staatskreditgeschäfts bisher jedoch nicht vollständig kompensiert.

3. Einige Emittenten sind mit eigenen Töchtern in Luxemburg vertreten und verfügen mit dem Lettre de Gage über einen zusätzlichen Absatzkanal am Kapitalmarkt. Ein Emittent hat den Schwerpunkt seines Emissionsgeschäfts mit 44 Mrd. Euro Umlaufvolumen an Asset Covered Securities nach Irland verlagert.

Unter den Erwartungen

Im Jahr 2003 setzten die Pfandbriefbanken mit 60 Mrd. Euro eine vorläufige Rekordmarke beim Erstab-satz von Hypothekenpfandbriefen. Im vergangenen Jahr wurde mit 38 Mrd. Euro gut ein Drittel weniger abgesetzt. Diese Entwicklung ist nicht befriedigend, muss jedoch im Lichte verschiedener Faktoren bewertet werden:

1. Das inländische Immobilienfinanzierungsgeschäft mit Privatkunden hat sich in der jüngeren Vergangenheit gravierend verändert. So konnten insbesondere Direktbanken, die sich im Wesentlichen über Einlagen refinanzieren, den traditionellen Finanzierungsinstituten maßgeblich Marktanteile abnehmen. Einige Pfandbriefbanken haben sich aus Rentabilitätsgründen aus dem Privatkundengeschäft verabschiedet und konzentrieren sich auf die Finanzierung gewerblicher Immobilien im In- und Ausland. In der Folge wurden damit weniger private Immobilienfinanzierungen über Pfandbriefe refinanziert. Da der Mietwohnungsbau seit Mitte der neunziger Jahre rückläufig war, konnte dieses Segment nicht zur Kompensation beitragen. Gleiches gilt für den Gewerbebau.

2. Nicht erfüllt haben sich bislang die an die Einführung des Refinanzierungsregisters im Jahr 2005 geknüpften Erwartungen. So sollte damit insbesondere kleineren Instituten zur Refinanzierung ihres Immobilienfinanzierungsgeschäfts der Zugang zum Kapitalmarkt über Pfandbriefe erleichtert werden. In der Praxis haben sich die vom Gesetzgeber verfolgten Ziele noch nicht realisiert. So ermöglicht das Refinanzierungsregister zwar die Nutzung der auf der Bilanz eines anderen Kreditinstituts befindlichen Immobilienfinanzierungen durch eine Pfandbriefbank ohne die aufwendige Übertragung der Grundpfandrechte. Aber dennoch kommt die Einrichtung des Refinanzierungsregisters nicht ohne die Erfüllung verwaltungs- und IT-technischer Anforderungen sowie der Voraussetzungen des Pfandbriefgesetzes wie zum Beispiel der Beleihungswertermittlung aus. Bei mehreren Instituten wird an der Einrichtung von Refinanzierungsregistern

gearbeitet. Bisher jedoch ist der erwartete Zuwachs bei Hypothekenpfandbriefen noch ausgeblieben.

3. Die zu beobachtende Eigenkapitalknappheit forciert Überlegungen der Banken zur Eigenkapital-Entlastung durch Verbriefung von Immobilienkrediten. Die durch aktives Portfoliomanagement im Rahmen von Mortgage-Backed-Securities (MBS-)Transaktionen freigesetzten Limite werden für neues Kreditgeschäft genutzt, erhöhen aber nicht den Refinanzierungsbedarf über Hypothekenpfandbriefe.

4. Im Ausland generieren Pfandbriefbanken mittlerweile jeden zweiten Euro ihres Immobilienfinanzierungsgeschäfts. Werden im Inlandsgeschäft etwa 50% in Deckung genommen, wird im Auslandsgeschäft nur jeder fünfte Euro über den Pfandbrief refinanziert. Dies liegt zum einen an den komplexen Finanzierungsstrukturen ausländischer gewerblicher Immobiliendarlehen, die nur schwer in Deckung zu nehmen

sind. Zum anderen mangelt es aber auch an der grundsätzlichen Deckungsfähigkeit eines Teils der Auslandsdarlehen.

Schon oft Pate gestanden

Der Pfandbrief hat – insbesondere seit der Entwicklung des Jumbosegments – Schule gemacht: Er stand Pate bei der Entwicklung vieler pfandbriefähnlichen Schuldverschreibungsmärkte in Europa und darüber hinaus. Im Jumbo-Segment konkurrieren aktuell mit 40 Emittenten aus 12 Ländern um die Gunst der Anleger. Darüber hinaus haben zusätzliche 12 europäische Länder Covered-Bond-Gesetze geschaffen oder sind dabei, es zu tun, so dass Europas Covered-Bond-Landkarte nur noch wenige weiße Flecken aufweist.

Es ist eine Selbstverständlichkeit, dass dort, wo Covered Bonds neu eingeführt werden, zunächst ein dyna-

misch steigendes Emissionsvolumen zu verzeichnen ist, noch dazu, wenn in manchen dieser Märkte das rasante Wachstum der Immobilienmärkte zu hohem Finanzierungsumd und in der Folge Refinanzierungsbedarf geführt hat. Da der Pfandbriefmarkt gleichzeitig in eine Konsolidierungsphase eingetreten ist, wirkt das Wachstum der anderen Covered-Bond-Märkte bedeutender, als es tatsächlich ist.

Bei dem Wettbewerb, der mit dem Entstehen der internationalen Assetklasse Covered Bonds aufkommen ist, handelt es sich nicht um einen Verdrängungswettbewerb. Es geht vielmehr darum, welche Rahmenbedingungen zur Emission von Covered Bonds den Emittenten die günstigsten Refinanzierungsbedingungen bescheren und die besten Voraussetzungen für ihre Wettbewerbsfähigkeit im hartumkämpften Aktivgeschäft schaffen. Haben die dargestellten Entwicklungen negative Kon-

Fortsetzung Seite Bz

sequenzen für die Investoren? Ein Blick auf den Spread-Verlauf für Jumbo-Pfandbriefe zeigt, dass Investoren angesichts des relativen Bedeutungsrückgangs des Pfandbriefs nicht trauern müssen, da der Risikoaufschlag von Pfandbriefen gegenüber Swaps in den vergangenen Jahren stark zurückgegangen ist. Möglich ist diese Outperformance nur, weil das Pfandbriefgesetz unter den gesetzlichen Regelungen zur Emission von Covered Bonds zur Benchmark avanciert ist.

Zudem haben die Emittenten aus den Fehlern des überhitzten Marktes Ende der neunziger Jahre gelernt. Die Emissionspolitik ist investorenfreundlicher geworden. Viele Emittenten nutzen inzwischen das Pot-System bei der Begebung neuer Jumbo-Pfandbriefe. Der Pfandbrief hat die Gunst der Anleger behalten, und diese rekrutieren sich dank des erfolgreichen Covered-Bond-Marktes mehr und mehr aus dem Ausland.

Vielfältige Produktvarianten

Die geläufige Beschränkung der Analyse auf das Jumbo-Segment stellt dabei den Blick auf die tatsächliche Größe und marktprägende Bedeutung des Pfandbriefs im Covered-Bond-Markt. Der Pfandbriefmarkt bietet Investoren über das Jumbo-Segment hinaus eine große Vielfalt an Produktvarianten: Traditionelle Pfandbriefe stoßen ebenso wie maßgeschneiderte, strukturierte Papiere auf gute Nachfrage. Als Namenspapiere ausgestaltete Pfandbriefe bereichern das Spektrum zusätzlich – sie stehen insbesondere bei Versicherungen und Pensionsfonds hoch im Kurs. Tatsächlich überragte der Pfandbriefabsatz insgesamt, das heißt einschließlich traditioneller und Namenspapiere, im Jahr 2006 mit fast 170 Mrd. Euro das Volumen der Neuemissionen aller ausländischen Jumbo-Covered-Bond-Emittenten. Masse und Klasse sind zweierlei Maß. Der Pfandbrief

ist mit einem Umlaufvolumen von fast 1 000 Mrd. Euro nach den Papieren der öffentlichen Hände die zweitgrößte Assetklasse am deutschen Rentenmarkt.

Die Pfandbriefbanken erreichen mit ihrem traditionellen Refinanzierungsinstrument Einstandspreise am Kapitalmarkt, die aktuell nur sehr knapp über denen der öffentlichen Hände liegen. Der reale Bedeutungsrückgang des Pfandbriefs ereignet sich auf sehr hohem Niveau. Es besteht deshalb kein Anlass für Schwarzmalerei. Die eingangs gestellte Frage kann nach Analyse der Fakten deshalb nur bejaht werden: Der Pfandbrief ist noch zeitgemäß.

Das heißt freilich nicht, dass die Pfandbriefbanken Antworten auf Fragen, die der rückläufige Trend aufwirft, scheuten. Denn damit der Pfandbrief in einem sich immer schneller entwickelnden Wettbewerbsumfeld am globalen Kapitalmarkt besteht, ist die permanente Pflege und Weiterentwicklung des Pfandbriefsystems durch die Emittenten und den Gesetzgeber erforderlich.

Der Pfandbrief ist das Premiumprodukt unter den deutschen Bankschuldverschreibungen. Anpassungen an veränderte Marktbedingungen sind an dieser Vorgabe zu messen. Alle diesbezüglichen Überlegungen bewegen sich dabei im Spannungsfeld zwischen der Förderung der Attraktivität des Pfandbriefs für die Emittenten einerseits und für die Investoren andererseits, das heißt: zwischen Erleichterungen und Erweiterungen bei der Pfandbriefnutzung auf der einen Seite und Verbesserungen seiner Qualität auf der anderen Seite. Die Pfandbriefbanken arbeiten in ihrem Verband, dem vdp, gemeinsam daran, dass der Pfandbrief auch in Zukunft zeitgemäß, das heißt von den Investoren gesucht und für die Emittenten wirtschaftlich ist.

.....
 *) Henning Rasche ist Präsident des Verbands deutscher Pfandbriefbanken e.V. (vdp)