

## INTERVIEW MIT HENNING RASCHE UND LOUIS HAGEN

## „Die Rationalität der Investoren wird mitunter überschätzt“

Der Präsident und der scheidende Hauptgeschäftsführer des VDP über die Krisenresistenz des Pfandbriefs, das Ankaufprogramm der EZB und die Ratingdiskussion

Börsen-Zeitung, 18.6.2009

Herr Rasche, Sie haben Anfang dieses Jahres erklärt, dass der Pfandbrief keine Unterstützung brauche. Nun kauft die Europäische Zentralbank (EZB) Covered Bonds auf, darunter auch Pfandbriefe. Sollte die EZB die Pfandbriefe wieder aus dem Ankaufprogramm herausnehmen?

Rasche: Nein. Wir haben uns seinerzeit gegen eine Staatsgarantie für Pfandbriefe ausgesprochen. Denn wir befürchteten, dass wir davon nicht mehr losgekommen wären. Der Pfandbrief hat viele Krisen überstanden, und er wird auch diese Krise überstehen. Der Pfandbriefmarkt hat viel Unterstützung gefunden, auch von den Investoren. Das sieht man an den Absatzzahlen. Wir konnten und können auch in der Krise Pfandbriefe verkaufen. Wir begrüßen die Entscheidung der Notenbank, da sie gut für den europäischen und somit auch für den deutschen Markt ist.

Inwiefern?

Rasche: Die durch das Ankaufprogramm ausgelösten Spread-Einengungen helfen dem Covered-Bond-Markt. Dadurch sinken entsprechend die Kosten für Hypothekendarlehenfinanzierungen. Nun kann sich das eine oder andere Geschäft, das bei den hohen Spreads nicht machbar war, wieder rechnen.

Herr Dr. Hagen, wie ist es denn überhaupt dazu gekommen, dass eine Stützung notwendig wurde, wenn der Pfandbrief doch angeblich so sicher ist?

Hagen: Das Stützungsprogramm bezieht sich auf den gesamten europäischen Markt für Covered Bonds, nicht nur auf den deutschen Pfandbrief als einen Teil davon. Andere Produkte in Europa haben in der Krise keine Käufer mehr gefunden. Zumindest aber mussten massive Aufschläge bezahlt werden, um Papiere absetzen zu können.

Lässt sich daraus ableiten, dass die europäischen Covered Bonds eine schlechte Kopie des deutschen Pfandbriefs sind?

Hagen: Es gibt nur einen gemeinsamen Begriff. Dahinter verbergen sich aber verschiedene Produkte. Und gerade in der Krise zeigen sich eben die Unterschiede. Vor der Krise wurde kaum noch unterschieden. Die Spreads zwischen Pfandbriefen und europäischen Pendanten hatten sich angeglichen. Spätestens mit dem Kollaps von Lehman Brothers hat sich dann die Spreu vom Weizen getrennt.

Ist es dann für das Anlegerpublikum nicht irreführend, wenn in Deutschland davon gesprochen wird, dass die EZB Pfandbriefe aufkauft?

Rasche: Es ist dann irreführend, wenn in diesem Zusammenhang unter Covered Bonds immer nur der Pfandbrief verstanden wird. Pfandbriefe sind, wie gesagt, ein Teil des ganzen Marktes. Aber es wäre trotzdem nicht gut, wenn die EZB bei ihrem Ankaufprogramm die Pfand-

wegen seiner Sicherheit immer als Substitut für Staatsanleihen. Der Pfandbrief hat aber nicht die Performance gezeigt wie Bundesanleihen, denn zehnjährige Laufzeiten konnten 2008 einen Ertrag von über 20% realisieren. Pfandbriefe haben nur 7% zugelegt.

Rasche: 7% sind ja keine schlechte Rendite. Aber davon abgesehen kann man nicht bestreiten, dass der Pfandbrief seit Lehman nicht unge-

Der Staat garantiert über den Finanzmarktstabilisierungsfonds Soffin inzwischen Anleihen für bis zu fünf Jahre. Sie haben schon bei einer Garantiezeit von drei Jahren gesagt, dem Pfandbrief würde die Luft zum Atmen genommen. Haben Sie sich mit Ihrer Warnung geirrt?

Hagen: Zum damaligen Zeitpunkt befanden wir uns in einer anderen Marktsituation. Es war unsere Be-

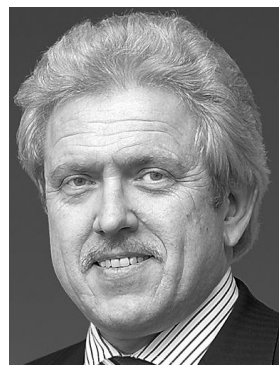
## ZU DEN PERSONEN

## Die zwei vom See

ski/jur – Henning Rasche und Louis Hagen orientieren sich in unterschiedliche Himmelsrichtungen. Doch verbindet den Präsidenten und den Hauptgeschäftsführer des Verbandes deutscher Pfandbriefbanken (VDP) weiterhin mindestens dreierlei: Beide tragen auch privat zur Belebung des Immobilienmarktes bei, beide zieht es an einen See, beide werden weiter beruflich miteinander zu tun haben, Hagen (51) freilich in neuer Funktion. Rasche ist dabei, seinen Le-



Louis Hagen



Henning Rasche

bensmittelpunkt von Frankfurt ans Zwischenahner Meer, einen Binnensee nahe Oldenburg, zu verlagern. Hagen, der auf der morgigen Mitgliederversammlung des VDP als Hauptgeschäftsführer verabschiedet wird und in den Vorstand der Münchener Hypothekendarlehenbank wechselt, hat gerade unweit des Starnberger Sees ein Haus mit

schoren davongekommen ist. Er hat gelitten. Der Pfandbrief ist eine Bankschuldverschreibung, und wenn die Banken leiden, leidet auch der Pfandbrief, allerdings in einem weit geringeren Ausmaß als die ungedeckten Bankschuldverschreibungen.

Liegt das am Produkt als solchem, oder leidet der Pfandbrief, weil seine Emittenten in starkem Maße von der Krise betroffen sind?

Hagen: Am Produkt liegt es sicher nicht.

Ist der Pfandbrief heute für Sie ein Credit-Produkt oder ein Zinsprodukt wie Bundesanleihen?

Rasche: In den Jahren vor der Krise haben alle versucht, Pfandbriefe und Covered Bonds als Zinsprodukte zu verkaufen. Aber es zeigt sich ein klarer Bezug des Pfandbriefs zum Emittenten.

Ist die Sicherheit des Pfandbriefs, das System des separierbaren Deckungsstocks im Falle einer Insolvenz des emittierenden Instituts, nicht so in den Köpfen der Investoren verankert, wie es der Fall sein sollte?

Rasche: Die Rationalität der Investoren wird mitunter überschätzt. Bei Käufen und Verkäufen spielen auch irrationale Aspekte eine Rolle. Lehman war ein Schock. Da hat es auch Diskussionen darüber gegeben, dass der Euro-Währungsraum dem Ganzen nicht standhalten könnte. Das war irrational. Der Pfandbrief wurde von dieser negativen Stimmung erfasst. Wir haben aber keine massiven Verkäufe gesehen. Die Beträge, die in den Markt gekommen sind, waren gering. Es gab Preise, die musste man schon als irre einstufen. Aber zu diesen Preisen wurden keine großen Volumina gehandelt. Von 400 Basispunkten Spread für einen Pfandbrief wurde berichtet, aber dafür hat man keine Stücke bekommen. Die Marktphase war einfach nicht rational.

reichlich Platz für die segelbegeisterte Familie und den Hund gekauft.

Rasche wurde 2005 zum VDP-Präsidenten gewählt, die aktuelle Amtsperiode des 56-Jährigen läuft bis 2010. Er ist zwar (noch?) kein hauptamtlicher Vorsitzender – die Diskussion über eine solche Position läuft –, seit seinem Ausscheiden aus dem Vorstand der Eurohypo Ende 2008 aber quasi 60-Prozent-Präsident. Der zeitaufwendige Einsatz kommt der Verbandsarbeit sehr zugute, etwa in Form der notwendigen intensiven Kommunikation z. B. mit Emittenten, Investoren oder Regulatoren. Obnehin ist er seit 2005 säulenübergreifende Pfandbriefbankenverband unter der Ägide des promovierten Juristen Hagen, Hauptgeschäftsführer seit 2001, konsequent professionalisiert und zu einem sehr effizienten Dienstleister nicht nur seiner Mitglieder weiterentwickelt worden. (Börsen-Zeitung, 18.6.2009)

fürchtung, dass die staatlich garantierten Bankschuldverschreibungen den Pfandbrief verdrängen könnten. Davor haben wir gewarnt, was meiner Ansicht nach auch vom Parlament gehört worden ist. Denn es ist ja nicht so, dass die Banken heute unbegrenzt fünfjährige Anleihen emittieren könnten. Es gibt eine Begrenzung im Volumen auf 30%, und außerdem müssen die Banken eine solche Anleihe gegenüber dem Soffin rechtfertigen. Wir wissen heute, dass die Banken in Deutschland staatlich garantierte Emissionen in relativ moderatem Umfang nutzen, da sie sehr teuer sind. Das ist aus meiner Sicht auch vernünftig. Ich sehe nicht, dass wir uns mit unserer Warnung geirrt haben. Es waren Bedenken, die wir völlig zu Recht vorgetragen haben.

Welche Lehren ziehen Sie aus der Krise?

Hagen: Ich denke, wir können feststellen, dass ein Produkt wie der Pfandbrief das richtige Produkt in Krisensituationen ist. In Zeiten, in denen Risiko wenig Beachtung findet, kann der Pfandbrief seine Stärken nicht so richtig ausspielen. In einer Situation wie der jetzigen zeigt sich, dass das Produkt vom Grundsatz her passt und sehr stabil ist.

Rasche: Der Glaube an die immerwährende Liquidität für erstklassige Assets hat sich als unzutreffend erwiesen, das ist meine Lehre aus der Krise. Und dies hatte auch Auswirkungen auf den Pfandbrief. Wir haben diesbezüglich aber sehr schnell reagiert und den Liquiditätspuffer der Banken, der für die Deckungsmasse einzubauen ist, von 90 auf 180 Tage ausgeweitet.

Wo sehen Sie noch weiteren Handlungsbedarf?

Rasche: Von den Investoren hören wir, dass sie sich noch mehr Transparenz über die Struktur der Deckungsmasse wünschen. Sie möchten sich ein eigenes Bild machen können, was wohl auch damit zusammen-

hängt, dass sie den Ratingagenturen nicht mehr so trauen wie noch vor der Krise. Bei der Betrachtung des Marktes haben wir in der Krise gesehen, dass das Jumbo-Modell mit Market Making sich als nicht resistent erwiesen hat. Hier müssen wir uns darüber Gedanken machen, wie wir die Zufriedenheit der Investoren mit der Liquidität des Marktes wiederherstellen können.

Gibt es dafür schon Ansätze?

Rasche: Das Thema Market Making wird bei uns gerade intensiv diskutiert. Die Investoren möchten wieder handeln, sie sind unzufrieden mit den Investmentbankern und mit der Intransparenz des Marktes. Am liebsten hätten sie das alte System wieder zurück. Doch das ist unmöglich. Den Market Makern fehlt schlicht die Bilanz, Geschäfte auf die Bücher zu nehmen. Wir brauchen eine Plattform, bei der man relativ kurz nach dem Umsatz sieht, wie viele Millionen umgegangen sind, um wie viel Uhr, welche Gattung und zu welchem Preis. Markttransparenz ist, was interessiert.

Wie wollen Sie die Deckungsmasse transparenter gestalten?

Hagen: Wir sitzen diesbezüglich mit Investoren schon länger zusammen, auch um zu erfahren, was sie genau wissen möchten. Mit zu vielen Informationen können sie genauso wenig anfangen. Wichtig ist die Vergleichbarkeit. Dazu muss man sich auf gewisse Kennziffern einigen, woran wir arbeiten. Eine Gesetzesänderung ist dabei gar nicht nötig, eher gewisse Standards, auf die sich die Emittenten einigen.

Teilen Sie vor diesem Hintergrund auch die Auffassung, dass die Mindestgrößen für Jumbo-Pfandbriefe zu reduzieren sind?

Rasche: Ich halte das durchaus für einen überlegenswerten Vorschlag. Wir sollten uns über die Mindestgrößen unterhalten, das werden wir auch tun. Aber wir sollten auch im Hinterkopf behalten, dass die großen Kunden größere Emissionen fordern, nicht kleinere.

Wie schätzen Sie die Ratingvorschläge von Standard & Poor's (S&P) ein? Von den neuen Kriterien könnten ja auch Pfandbriefe betroffen sein, schließlich geht S&P davon aus, dass 60% der Programme nicht den neuen Kriterien genügen werden.

Rasche: Ich stehe auf dem Standpunkt, und dies haben wir S&P gegenüber auch bereits sehr deutlich gemacht, dass die Agentur hier allzu holzschnittartig vorgeht. Aus unserer Sicht werden gerade die Besonderheiten des deutschen Systems nicht zur Kenntnis genommen. Das deutsche System beinhaltet, dass der Pfandbrief eingebettet ist in ein Umfeld, geprägt von der Unterstützung der Regierung und der Banken. Eine holzschnittartige Matrix kann dem nicht gerecht werden.

Was würde es für das Investorenvertrauen bedeuten, sollten tatsächlich auch Pfandbriefe in neuem Umfang herabgestuft werden?

Hagen: Erstens sind wir derzeit noch in einem intensiven Dialog mit S&P, die auch einige Stellungnahmen verdauen müssen, die wir und viele andere ihnen geschickt haben. Zweitens meine ich, dass die Auswirkungen von Herabstufungen generell heute nicht mehr so gravierend sind, wie dies früher einmal der Fall war. Die Investoren haben heute nicht mehr dieses blinde Vertrauen in das Urteil der Ratingagenturen. Zudem, und das war auch früher schon so, gibt es noch viele weitere Faktoren, die preisentscheidend sind.

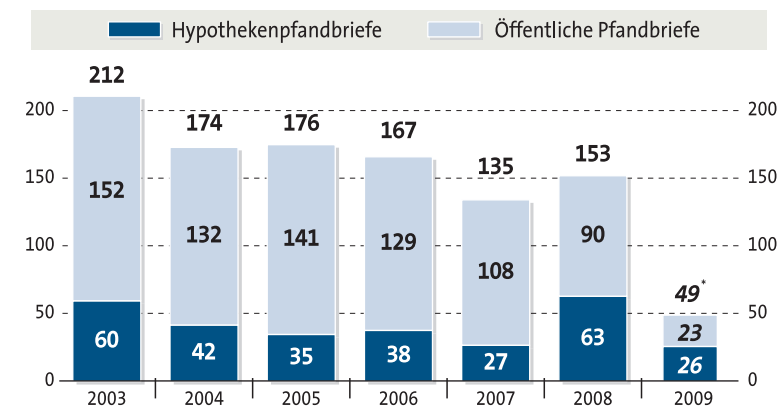
Wie wird es in dieser Frage nun weitergehen?

Hagen: Wir hatten vor etwa einem Monat noch einmal ein Gespräch mit Vertretern von S&P aus New York, London und Frankfurt. Dabei wurde uns mitgeteilt, dass in etwa acht Wochen, von heute aus also in etwa vier Wochen, die Kriterien festgezurr werden. Dann passieren diese das entsprechende Komitee bei S&P und werden kommuniziert. Von diesem Zeitpunkt an möchte man den Emittenten drei bis sechs Monate Zeit geben, sich auf die neuen Anforderungen einzustellen.

Rasche: Wenn es wirklich zu massiven Downgrades über alle Assetklas-

## Der Pfandbriefmarkt seit 2003

Erstabsatz in Mrd. Euro



© Börsen-Zeitung

\*) Januar bis Mai 2009

Quelle: VDP

sen hinweg kommen sollte, werden meines Erachtens auch die Investoren nicht darum herumkommen, ihre Regeln anzupassen. Dann muss man sich möglicherweise von dem ausschließlichen „AAA“ in den Anlagerichtlinien, wie sie einige Fonds jetzt haben, verabschieden.

Hagen: Auch sollten wir uns nicht zu sehr auf die Aktionen von S&P fokussieren. Auch mit Moody's haben wir Diskussionen. Die haben zwar ihre Ratingmethodologie nicht geändert, stellen aber nun extrem veränderte Anforderungen an die Deckungsmassen. Aus unserer Sicht war die Vorgehensweise von S&P insofern vorbildlich, als sie sehr transparent gearbeitet haben.

Seit März sind mit der Novellierung des Pfandbriefgesetzes auch Flugzeug-Pfandbriefe möglich. Wann kommt der erste, und welches Marktvolumen halten Sie für realistisch?

Hagen: Dass der Flugzeug-Pfandbrief jetzt aufgenommen wurde, geht schon auf die Schaffung des Pfandbriefgesetzes zurück. Schon damals wurde der Regierung der Auftrag gegeben zu prüfen, ob dies nicht ein sinnvolles Produkt wäre. Im Vorfeld der Novelle hat man das Interesse am Markt ermittelt und ging von einem Neufinanzierungsvolumen von Flugzeugen von ca. 44 Mrd. Euro pro Jahr aus. Das hat sich heute sicherlich geändert. Jetzt sind wir in eine Marktsituation geraten, bei der man davon ausgehen muss, dass so schnell kein Flugzeug-Pfandbrief abheben wird. Auch das Volu-

„Ich stehe auf dem Standpunkt, und dies haben wir S&P gegenüber auch bereits sehr deutlich gemacht, dass die Agentur hier allzu holzschnittartig vorgeht.“

Henning Rasche

men wird in Zukunft wohl eher bescheiden ausfallen. Es ist eben ein Nischenprodukt, das nur für eine begrenzte Anzahl von Emittenten überhaupt in Frage kommt.

Gibt es Wünsche an den Gesetzgeber, die aus Ihrer Sicht in dieser Legislaturperiode offen geblieben sind?

Hagen: Was das Pfandbriefgesetz angeht, sind bei mir eigentlich keine Wünsche offen geblieben. Aber weil sich die Welt um uns herum ständig verändert, kommen möglicherweise auch sehr schnell wieder Dinge hoch, die neue Wünsche auslösen.

Ihr Nachfolger, Jens Tolckmitt, kann sich also erst einmal zurücklehnen, wenn er ins Amt kommt?

Hagen: Nein, das kann er gerade nicht. Der Pfandbrief und das zugehörige Gesetz erfordern eine permanente Anpassung an die Bedürfnisse der Emittenten und der Investoren. Allein in der Zeit, in der ich das Privileg hatte, Hauptgeschäftsführer des Verbandes deutscher Hypothekendarlehenbanken (VDH) und dann des Verbandes deutscher Pfandbriefbanken (VDP) zu sein, haben wir zwei entscheidende Novellen des Hypothekendarlehenbankgesetzes gehabt, dann die

Schaffung des Pfandbriefgesetzes und jetzt schon wieder die erste Novelle des neuen Gesetzes. Es ist wie eine permanente Baustelle, auf der man sich befindet. Aber ich denke, Herr Tolckmitt hat keine Großbaustelle vor sich, kennt das Metier und findet ein hoch professionelles Team vor.

Herr Dr. Hagen, welche Bilanz ziehen Sie für sich persönlich als scheidender Hauptgeschäftsführer?

Hagen: Ich ziehe für mich eine sehr positive Bilanz meiner Tätigkeit für den VDP und hoffe, dass dies andere auch so sehen. Ich habe das Glück gehabt, in einer Zeit für den Verband zu arbeiten, die mit ihren vielen Veränderungen sehr interessant war. Zu denken ist da beispielsweise an die Internationalisierung der Assetklasse Covered Bonds mit all ihren Tücken und die Initiierung einer europäischen Organisation, des European Covered Bond Council (ECBC), durch den VDP. Wir haben es, ausgehend von einer Welt der Spezialbanken, geschafft, den Verband breiter aufzustellen. Glücklicherweise haben damals auch die Spezialbanken selbst erkannt, dass sie aus ihrer Nische heraus müssen. Sie sind diesen Weg mit uns gegangen, bis zum Pfandbriefgesetz und damit auch bis zur Öffnung des Verbandes über die drei Säulen hinweg. Im Jahr 2001, als ich als Hauptgeschäftsführer anging, hatten wir 24 Mitgliedsinstitute. Als das Pfandbriefgesetz geschaffen wurde, waren es nur noch 20, und aus heutiger Sicht, unter Betrachtung der Konsolidierung, die stattgefunden hat, wären es nur noch 14 Banken.

Da hätte ein eigener Verband kaum noch Sinn gemacht?

Hagen: Diese Frage musste man sich in der Tat stellen. Heute sind wir bei 36 Mitgliedsinstituten, und wir vertreten 98% des Pfandbriefmarktes. Ich habe zu Beginn meiner Tätigkeit eine solide Basis vorgefunden, die man ausbauen konnte. Insofern kann ich sagen, das ist gelungen. Aber das ist nicht das Ende. Es ist Potenzial vorhanden, dass dieser Verband neue Mitglieder gewinnt. Wir sehen ja derzeit auch neue Emittenten im Markt.

Wie sehen Sie denn die Konsolidierung unter den Hypothekendarlehen- bzw. Pfandbriefbanken weitergehen?

Rasche: Auf jeden Fall würde eine weitere Konsolidierung Probleme für die Investoren heraufbeschwören. Zu wenige Namen auf dem Markt ist gleichbedeutend mit einer geringen Streuung der Investments. Schon vor diesem Hintergrund kann ich auch die Diskussion über einen Zusammenschluss der Hypo Real Estate mit der Eurohypo nicht verstehen. Das wäre absolut kontraproduktiv für alle.

Hagen: Auf der anderen Seite sehen wir neue Emittenten, die auf dem Markt auftreten, weil das Produkt Pfandbrief gezeigt hat, dass es krisenresistent ist. Es ist für die Banken wichtig, ein Produkt zu haben, auf das man sich verlassen kann. Allerdings wird es eben auch noch etwas dauern, bis diese neuen Emittenten ein entsprechendes Volumen aufgebaut haben, das es für die Investoren wiederum interessant macht, darauf ausweichen zu können. Insofern mache ich mir um das Produkt Pfandbrief keine Sorgen.

Das Interview führten Kai Johansen, Julia Roebke und Bernd Wittkowski.

briefe außen vor ließe. Denn das könnte ja so interpretiert werden, dass der Pfandbrief von minderer Qualität ist als andere europäische Covered Bonds. Damit würden die Verhältnisse auf den Kopf gestellt. Andererseits hilft es dem Pfandbrief sicher nicht unbedingt, wenn er aufgrund des EZB-Programms in der öffentlichen Wahrnehmung mit anderen Covered Bonds gleichgestellt wird.

Vor der Krise galt der Pfandbrief

„Der Pfandbrief und das zugehörige Gesetz erfordern eine permanente Anpassung an die Bedürfnisse der Emittenten und der Investoren. (...) Es ist wie eine permanente Baustelle, auf der man sich befindet.“

Louis Hagen