

Die Zeiten der Riesen-Jumbos sind vorbei

**B**is zum Fall Lehman war der Pfandbrief sehr angesehen. Zwar lief der Handel seit Ausbruch der Finanzkrise nicht immer reibungslos, doch die Neuemissionen lagen weiter auf hohem Niveau – kein Wunder, denn der Pfandbrief gilt als eines der sichersten Finanzmarktprodukte. Doch seit Lehman geht auch auf dem Pfandbriefmarkt nur noch wenig. Henning Rasche, der Ende des Jahres den Vorstand der Eurohypo verlässt und sich ganz auf seine Tätigkeit als Präsident des Verbandes deutscher Pfandbriefbanken (vdp) konzentriert, erklärt, wie die Zukunft des Pfandbriefes in einer veränderten Finanzwelt aussieht. Die Fragen stellte WiKu-Chefredakteurin Elwine Happ-Frank.

**Wirtschaftskurier:** Der Pfandbrief ist eines der sichersten Finanzprodukte. Dennoch konnte er sich nicht der Krise entziehen. Derzeit wird nur ein geringes Volumen emittiert und der Handel liegt praktisch brach. Wie kann man den Pfandbriefmarkt wieder in Schwung bringen?

**Henning Rasche:** Vorweg, wenn wir vom brachliegenden Handel sprechen, ist damit in erster Linie der Interbanken-Handel mit Pfandbriefen gemeint. Der durchschnittliche private Pfandbriefanleger merkt davon nichts. Dennoch ist die Situation höchst unbefriedigend. Das Wichtigste ist, dass das Vertrauen in die Märkte wieder zurückkehrt. Wenn das der Fall ist, dann ist der Pfandbriefmarkt meines Erachtens der erste Markt, der wieder anspringt. Derzeit werden ja nur staatsgarantierte Produkte gekauft. Angesichts der steileren Zinsstrukturkurve wird aber die Nachfrage nach Papieren mit längeren Laufzeiten wieder zunehmen. Dafür ist der Pfandbrief das geeignete Produkt. Ich denke, dass Papiere mit fünf- bis zehnjährigen Laufzeiten im nächsten Jahr wieder durchstarten werden.

**WiKu:** Meinen Sie, dass die Signale, die vom Weltfinanzgipfel Mitte November

## IM WORTLAUT

Der Pfandbrief wird im Begleittext des Finanzmarktstabilisierungsgesetzes erwähnt. Der Auszug im Wortlaut:

„Pfandbriefe sind durch die besonderen Regelungen in Deutschland schon jetzt sicher – in der über 200-jährigen Geschichte des Produktes ist noch nie ein deutscher Pfandbrief ausgefallen. Die Bundesregierung wird dafür Sorge tragen, dass dies auch in Zukunft so bleibt.“

# Der Pfandbriefmarkt wird sich als erster erholen

**Henning Rasche ist Präsident des Verbandes deutscher Pfandbriefbanken (vdp). Emissionen in Höhe von 12 Mrd. bis 15 Mrd. Euro pro Monat notwendig, derzeit sind**

ausgingen, dazu führen, dass das Vertrauen zurückkehrt?

**Rasche:** In Washington wurden ja erst die Grundlagen für eine neue Finanzmarktordnung gelegt. Bis die positiven Auswirkungen davon zu spüren sind, vergeht sicherlich einige Zeit. Ein entscheidender Faktor für die weitere Entwicklung ist, dass es keine neuen Hiobsbotschaften aus der Finanzwirtschaft gibt. Doch dieses Jahr wird es keine großen Pfandbriefemissionen mehr geben, die Bücher sind im Wesentlichen zu.

**WiKu:** Wie hoch ist das Emissionsvolumen derzeit?

**Rasche:** Bis zum Fall Lehman kann man das Neuemissionsvolumen noch als hervorragend bezeichnen. Es war so hoch wie vor dem Beginn der Subprime-Krise. Im Juni 2008 etwa haben die Pfandbriefbanken knapp 21 Mrd. Euro emittiert. Dann kam die Lehman-Pleite und seither schwanken die Emissionen zwischen 1,3 Mrd. bis 1,8 Mrd. Euro pro Woche. In

normalen Zeiten sind pro Monat etwa 12 Mrd. bis 15 Mrd. Euro notwendig, um Prolongationen und das Neugeschäft zu finanzieren. Allerdings halten sich derzeit viele Institute mit Neugeschäft zurück und schmelzen dort, wo es geht, Bestände ab.

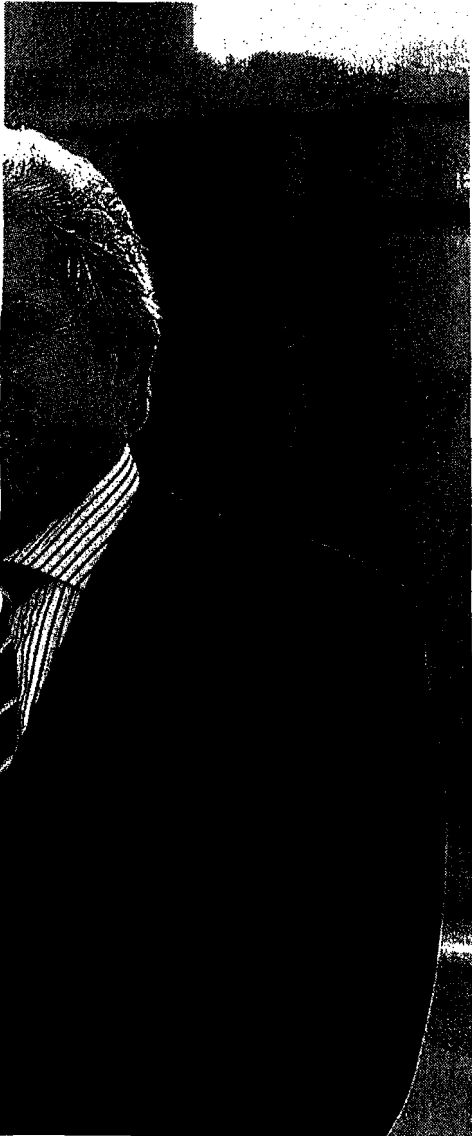
**WiKu:** Im Sommer wurde die Einführung eines elektronischen Handelssystems diskutiert. Wie weit sind die Überlegungen?

**Rasche:** Seit Lehman liegt auch dieses Projekt auf Eis. Unabhängig davon finden derzeit aber Transaktionen statt, wenn auch maximal im niedrigen einstelligen Millionen Euro-Bereich oder darunter. Aber wir müssen dem Investor eigentlich eine höhere Grundliquidität bieten. Deshalb werden wir die Einführung des elektronischen Handelssystems weiter vorantreiben.

**WiKu:** Welche Vorteile hätte das?

**Rasche:** Das bisherige System des Market Making wird in Zukunft nicht mehr

## Interview mit vdp-Präsident Henning Rasche



In normalen Zeiten sind Pfandbrief-Emissionen etwa 5 Mrd. bis 7 Mrd. Euro. F.: Eurohypo

funktionieren. Das geplante Request-for-Quote-System ist sehr transparent. Man kann genau nachvollziehen, wie hoch die abgewickelten Umsätze sind, man sieht, in welchen Pfandbriefgattungen und mit welchen Laufzeiten sie stattfinden, und man kann nachvollziehen, welcher Market Maker einen guten Job macht.

**WiKu:** Derzeit steht eine Novelle zum Pfandbriefgesetz an. Welche Veränderungen könnten das Produkt noch sicherer und attraktiver machen?

**Rasche:** Ein Thema, das in diesem Zusammenhang diskutiert wird, ist die Verlängerung der Liquiditätsvorhaltung im Deckungsstock von 90 auf 180 Tage. Wir stehen dieser Forderung einiger Investoren offen gegenüber. Pfandbriefbanken, die fristenkongruent finanziert sind, haben damit kein großes Problem, bei großen Inkongruenzen ist eine solche Absicherung allerdings nicht billig. Eine weitere Forderung ist die nach mehr Transparenz.

**WiKu:** Wie steht es denn mit der Werthaltigkeit der Deckungsmasse? Könnten aufgrund der Entwicklungen an den gewerblichen Immobilienmärkten Probleme entstehen?

**Rasche:** 85% der Immobilien in den Deckungsmassen befinden sich in Deutschland. Die Blasenbildung mit in der Folge starken Preisrückgängen betrifft nur einige Auslandsmärkte. Die leichte Abschwächung der deutschen Immobilienmärkte, die derzeit zu beobachten ist, ist kein Problem. Schließlich werden nur 60% des sehr konservativ ermittelten Beleihungswertes zur Deckung verwendet.

**WiKu:** Der Pfandbrief ist nur im Begleittext des Finanzmarktstabilisierungsgesetzes erwähnt. Reicht das, um den Investoren die Sicherheit zu geben, die sie wollen?

**Rasche:** Ich begrüße es, dass der Pfandbrief nur im Begleittext erwähnt wird und nicht explizit

Bestandteil des Finanzmarktstabilisierungsgesetzes ist. Dann wäre der Pfandbrief ein staatsgarantiertes Produkt und damit wäre die eigentliche Pfandbrief-Idee tot. Im Übrigen hat der Pfandbrief als privatrechtlich geregeltes Produkt bislang alle Krisen überstanden.

**WiKu:** Das Staatskreditgeschäft liegt ja derzeit danieder und damit auch der öffentliche Pfandbrief?

**Rasche:** Staatskreditgeschäft ist in der Regel Kapitalmarktgeschäft. Staatliche Anleihen müssen – anders als Kredite – in der Bilanz täglich zu Marktpreisen angesetzt werden. Aufgrund der derzeitigen Situation entstehen negative Neubewertungsrücklagen, die die Eigenkapitalsituation belasten. Derzeit wird versucht, diese Situation durch modifizierte bilanzielle Bewertungsregeln zu korrigieren. Aber dennoch – manche Banken haben sehr hohe Bestände an Staatsfinanzierungen in ihren Büchern, die sie nun reduzieren wollen, weil das an sich sichere Staatsfinanzierungsgeschäft unter diesen Umständen für sie zu einem Problem geworden ist.

**WiKu:** Wie wird sich die öffentliche Hand in Zukunft finanzieren?

**Rasche:** Den Sparkassen sind ja gerade in der letzten Zeit enorme Mittel aufgrund der Umallokation von Geldern von Kapitalmarktprodukten und Geldmarktfonds zu traditionellen Sparformen zugeflossen. Auf kommunaler Ebene ist daher die Finanzierung insbesondere kleinerer Projekte kein Problem. Viele Großprojekte liegen jedoch derzeit auf Eis, weil sich die Finanzierungsfrage stellt. Die

Sparkassen werden das wohl nicht alleine stemmen.

**WiKu:** Welche Auswirkungen hat die Finanzkrise auf das Geschäftsmodell der Immobilienbanken? Ist die Zeit der reinen, auf das Immobilien- und Staatsfinanzierungsgeschäft beschränkten Pfandbriefbanken vorbei, geht der Trend zur Integration in größere Bankkonzerne?

**Rasche:** Das ist keine zwingende Entwicklung. Es gibt derzeit noch viele kleinere, unabhängige Pfandbriefbanken. Sicherlich haben in der momentanen Situation Institute, die zu einem Bankkonzern ge-

hören, einen Vorteil. Diese Pfandbriefbanken können sich derzeit im unbesicherten Bereich über das Mutterinstitut, das über ein breites Kundengeschäft mit Sicht- und Spareinlagen verfügt, finanzieren.

**WiKu:** Versicherungen und die Pensionskassen gehörten zu den Haupt-

abnehmern von Pfandbriefen. Die Münchener Rück hat angekündigt, dass sie ihre Anlagen im Bankensektor diversifizieren will. Welche Auswirkungen hat das auf den Pfandbriefmarkt?

**Rasche:** Ich denke, diese Aussage betrifft weniger den Pfandbrief, sondern eher unbesicherte Inhaber-Schuldverschreibungen von Banken. Dieses Produkt wird es in den kommenden Jahren sehr schwer haben. Dagegen ist der Pfandbrief das Produkt der Zukunft. Es gibt auch Signale von Versicherungen in diese Richtung. Insgesamt werden wir aber einen rückläufigen Pfandbriefmarkt haben. Vor ein paar Jahren betrug das Gesamtvolumen noch 1,1 Bill. Euro, im vergangenen Jahr waren es 843 Mrd. Euro. Ursache für den Rückgang ist die Abnahme der öffentlichen Pfandbriefe, die anhalten wird. Auch die Zeiten der ganz großen Jumbos mit einem Volumen von 2 Mrd. bis 5 Mrd. Euro sind wohl erst einmal vorbei. Investoren verlangen heute eher kleine, maßgeschneiderte Emissionen mit Volumina weit unter Jumbo-Format.

**WiKu:** Heißt das, dass die Bedeutung des Pfandbriefs abnimmt?

**Rasche:** Nein, derzeit beträgt der Anteil der Pfandbriefe am Wertpapierumlauf des deutschen Rentenmarkts etwa ein Viertel. Von den anderen drei Vierteln sind ein Großteil unbesicherte Bankschuldverschreibungen. Da dieses Thema in nächster und, wie ich meine, auch in fernerer Zukunft keine so große Rolle mehr spielen wird, nimmt die relative Bedeutung des Pfandbriefs wahrscheinlich zu.

„Ich denke, dass Papiere mit fünf- bis zehnjährigen Laufzeiten im nächsten Jahr wieder durchstarten werden.“  
Henning Rasche