

Deutsches Original, amerikanische Kopie

Wie sich die geplanten Covered Bonds in den USA von deutschen Pfandbriefen unterscheiden

Die internationale Finanzmarktkrise hat nicht nur tiefrote Zahlen und milliarden schwere Abschreibungen in den Bilanzen von Banken rund um den Globus hinterlassen. Sie hat auch die Finanzalchimisten entzaubert, die bis zum Ausbruch der Krise die Entwicklung und die weltweite Verbreitung vermeintlich innovativer, strukturierter Kapitalmarktprodukte maßgeblich geprägt hatten.

Deren rasanter Wertverfall hat zu der massiven Vertrauenskrise in der Bankenwelt beigetragen. Investoren setzen heute wieder vor allem auf Sicherheit und Transparenz. Damit sind plötzlich Finanzprodukte aus dem alten Europa, von den tonangebenden Wall-Street-Bankern zuvor als rückständig und altbacken belächelt, en vogue. Das gilt auch für den deutschen Pfandbrief. Er genießt neuerdings sogar in den von der Finanzmarktkrise besonders arg gebeutelten USA hohe Wertschätzung.

So hatte unlängst Finanzminister Henry Paulson Leitlinien seines Hauses für die Emission von mehr oder weniger an das deutsche Pfandbriefsystem angelehnten Covered Bonds vorgelegt, um diesen in den USA zum Durchbruch zu verhelfen. Zeitgleich kündigten die vier größten amerikanischen Banken an, erstmals solche Schuldverschreibungen zu

emittieren; also durch Immobilienkredite besicherte, pfandbriefähnliche Wertpapiere.

Heute ist allen Experten klar: Die Krise hatte ihre Hauptursache darin, dass sich die Banken – unter Nutzung der Ratingagenturen – ihrer Verantwortung mühelos entledigen konnten. Wer einen Kredit nicht in seinen Büchern behält, muss sich um dessen Qualität nicht kümmern. Beim Pfandbrief ist das anders: Hier verbleibt jeder Kredit in der Bankbilanz – eine Voraussetzung für eine verantwortungsbewusste Kreditpolitik.

Paulsons Leitlinien sind nun zwar an das deutsche Pfandbriefsystem mit seinen strengen Regeln angelehnt. Doch der US-Kopie fehlen – wie übrigens auch einigen anderen Produkten aus dem Covered-Bond-Spektrum – wesentliche Eigenschaften. Während die Qualität des deutschen Pfandbriefs gesetzlich fest verankert ist, handelt es sich bei den US-Richtlinien um unverbindliche Empfehlungen. Die Investoren aber suchen nach den Exzessen der Vergangenheit heute einfache, transparente und solide Produkte mit einem klaren rechtlichen Rahmen. Die amerikanischen Leitlinien lassen den Emittenten jedoch immer noch viel zu große Gestaltungsfreiheiten und bieten den Investoren demzufolge nur unzureichenden Schutz.

Ein weiterer gravierender Nachteil der US-Variante kommt im Falle der Insolvenz eines Emittenten zum Tragen: Das deutsche Pfandbriefgesetz ist darauf ausgerichtet, dass Tilgung und Zinszahlungen in vollem Umfang und exakt zu den bei der Emission festgelegten Terminen sichergestellt sind. Demgegenüber



LOUIS
HAGEN

Hauptgeschäftsführer
des Verbandes
Deutscher
Pfandbriefbanken

dürften Inhaber von amerikanischen Covered Bonds nur unzureichend gegen den Insolvenzfall abgesichert sein. Paulsons Richtlinien selbst gehen darauf gar nicht ein, so dass die tatsächliche Insolvenzsicherung sich aus den spezifischen Konstruktionen der Papiere und den allgemeinen Rechtsgrundlagen in den USA ergäbe. Letztere sind aber nicht auf den Sonderfall der Covered Bonds ausgerichtet. Darüber hinaus kann in den USA speziell bei einer Bankeninsolvenz die staatliche Einlagensicherung FDIC in das Verfahren eingreifen – mit schwer abzuschätzenden

Folgen für die Covered-Bond-Inhaber.

Zudem sind beispielsweise die Regelungen, mit welchem Wertansatz Immobilien in die Deckungsmasse des Bonds aufgenommen werden können, wesentlich laxer als die deutschen. In der aktuellen Verfassung der US-Immobilienmärkte ist dies ein gravierender Nachteil. Unter diesen Umständen ist es fraglich, ob sich die Hoffnungen erfüllen werden, die nicht nur das US-Finanzministerium in Covered Bonds setzt. Ein Produkt ohne Geschichte und ohne gute gesetzliche Basis wird weder die Probleme des US-Immobilienmarktes lösen noch das zerrüttete Vertrauen in das US-Finanzsystem wieder herstellen können. Ein erster Schritt ist zwar getan, aber das US-Finanzministerium wäre gut beraten, sich um eine Kopie des Pfandbriefs zu bemühen, die dem Original etwas näher kommt.

Der Grund für den grundsätzlichen Sinneswandel in USA ist nahe liegend: Den Verantwortlichen an der Wall Street und in Washington ist bewusst geworden, dass ihrem Finanzsektor ein altmodisches, solides und leicht verständliches Qualitätsprodukt fehlt – zur Erweiterung der Refinanzierungsbasis der Banken und zur Versorgung der Bevölkerung mit Immobiliendarlehen.

Nirgendwo sonst hat die von den USA ausgegangene internationale Finanzkrise so schwere Schäden angerichtet wie bei den dortigen Banken. Ihre Versorgung mit bezahlbarer Liquidität stockt. Nicht genug damit, dass die Krise mit einem Pfandbriefsystem wohl so nicht stattgefunden hätte. Auch ihre Folgen wären damit beherrschbar geblieben – vermutlich ohne dramatische Eingriffe des Staates. Die US-Geldhäuser hätten sich am Kapitalmarkt stets zu günstigen Konditionen Liquidität beschaffen können. Das zeigen die Erfahrungen in Deutschland: Hierzulande sind die Emissionen von Pfandbriefen trotz Finanzkrise sogar gestiegen, und die Risikoaufschläge haben sich nur wenig verändert.

Manchem Beobachter mag es wie eine Ironie der Geschichte erscheinen, dass ausgerechnet der modernste Finanzmarkt der Welt sein Heil in einem mehr als zwei Jahrhunderte alten, aus Preußen stammenden Konzept sucht. Ohne Zweifel ist der Versuch, Covered Bonds als alternatives Refinanzierungsinstrument auch in den USA zu etablieren, als Rückbesinnung auf vergessene Tugenden ein Schritt in die richtige Richtung. Doch, wie gesagt, empfiehlt sich ein genauer Blick auf die Details.

gastautor@handelsblatt.com