

# Kein Wettbewerbsvorteil zum Nulltarif

Ein modernes und flexibles Pfandbriefmanagementsystem garantiert eine optimale Nutzung des deutschen Pfandbriefs

**Börsen-Zeitung, 21.4.2012**  
Zum 1. Januar 2013 tritt die Capital Requirement Directive (CRD) IV in Kraft, mittels derer die aufsichtsrechtlichen Neuerungen aus dem Basel-III-Kontext in europäisches Recht umgesetzt werden sollen. Dies betrifft auch den deutschen Pfandbrief, der sich in seiner über 100-jährigen Historie als ausfallsicher erwiesen hat. Diverse Gremien erarbeiten derzeit Vorschläge für eine Novelle des Pfandbriefgesetzes, die voraussichtlich in das Gesetzespaket zur Umsetzung der CRD IV in nationales Recht eingebracht werden sollen.

## Zunehmende Regulierungen

Dass gerade der Pfandbrief Adressat weiterer regulatorischer Anforderungen geworden ist, ist Folge unterschiedlicher Initiativen zur Stabilisierung und Qualitätssicherung des Pfandbriefs, die seit dem Jahr 2002 andauern. War bis zu Beginn dieses Regulierungstrends die pfandbriefliche Deckungsrechnung und Registerführung von Themen wie der rein physikalischen Sicherheitenverwahrung und einer simplen nominalen Deckungsrechnung geprägt, wurde das Aufgabenspektrum um das Management von Pfandbriefemissionen zunehmend interessanter. Mit der Einführung einer barwertigen Deckungsrechnung noch vor Aufgabe des Spezialbankenprinzips im Jahre 2005 wurden bereits Grundlagen für ein modernes, aber auch anspruchsvolleres allgemeines Pfandbriefgesetz gelegt.

Bis zum Jahr 2005 war der Pfandbrief nur Spezialbanken (Hypothekenbanken und öffentlichen Banken) als Refinanzierungsinstrument vorbehalten. Mit dem Wegfall der Gewährträgerhaftung konnten von diesem Zeitpunkt an neben den nicht mehr öffentlichen Landesbanken und Sparkassen auch viele allgemeine Geschäftsbanken von den Vorteilen der Refinanzierungskosten des Pfandbriefs profitieren. Da ein Pfandbriefdeckungsstock als ein im Insolvenzfall eigenständig überlebender und fortzuführender Teil der Gesamtbilanz – also als „Bank in der Bank“ – anzusehen ist, prägen in den Folgejahren weitere Überlegungen zur Qualitätssicherung des Pfand-

briefs, insbesondere hinsichtlich der Liquidität, den Alltag der Pfandbriefbank.

Das Pfandbriefgesetz schreibt vor, dass ein Deckungsstock jederzeit so strukturiert sein muss, dass aus den eingehenden Cash-flows der nächsten 180 Tage sowie den eingetragenen liquiden Deckungswerten sämtliche Zins- und Tilgungsverpflichtungen der Pfandbriefinvestoren für die kommenden sechs Monate termingerecht bedienbar sind. Diese Anforderung ist im Vergleich zu anderen europäischen Covered-Bond-Rechtsprechungen beispielgebend und für das Vertrauen der Pfandbriefinvestoren fördernd.



Von Siegfried Schneider ...

**Bereichsleiter Wertpapier- und Kreditbearbeitung der DG Hyp Deutsche Genossenschaftsbank AG**

Andererseits beeinflusst die gesetzlich geforderte Liquiditätsvorschau die Emissionsstrategie und begünstigt kleinere und mittlere, im Fälligkeitsprofil weit gestreute Emissionen im Gegensatz zu den großen Jumbopfandbriefen. Werden solche Milliardenemissionen in den kommenden 180 Tagen fällig, so sind typischerweise hierfür von der Pfandbriefbank liquide Werte in das Register einzutragen, die für diesen Zeitraum der Bank für andere Refinanzierungsstrategien wie Repo-Geschäfte nicht zur Verfügung stehen.

## Aspekt Eigenkapitalkosten

Ein weiterer regulatorischer Kostenfaktor für den deutschen Pfandbrief lässt sich direkt aus den CRD-IV-Regelungen ableiten: Investoren, die Pfandbriefe in ihr Portfolio aufnehmen, müssen künftig hierfür mehr oder weniger Eigenkapitalkosten kalkulieren. Je nachdem, ob eine Pfandbriefemission ein externes Rating mit

einer Mindestqualität hat, beträgt die Anrechnung 10 oder 20%. Bei den investierenden Banken führt dies abhängig von der unterstellten Eigenkapitalrendite zu einer Verdopplung der Bestandskosten, die eine zweifelhafte Anzahl an Basispunkten ausmachen können. In der CRD-IV-Regulierung wird nicht zwischen den qualitativ sehr hochwertigen und den weiteren eher schwächeren Covered-Bond-Jurisdiktionen unterschieden. Das Risikogewicht des Pfandbriefs wird vom Rating des Emittenten getrennt. Mehraufwände sind insbesondere für solche Emittenten, die bislang noch kein eigenständiges Pfandbriefrating haben, denkbar. Entweder nimmt eine Pfandbriefbank die Investitionen und Aufwände für die Datenaufbereitung oder aber schlechtere Vermarktungsperspektiven in Kauf. Die Überdeckungsanforderungen von Investoren und Ratingagenturen stützen sich auf die Qualität des Deckungsstocks, die laufend unter Beweis gestellt werden muss.

## Einheitspreisniveau beendet

In der Gleichbehandlung des besonders stabilen Pfandbriefs und den europäischen Covered-Bond-Jurisdiktionen liegt eine große Chance, sich im Covered-Bond-Markt nachhaltig auf der Poleposition zu platzieren. Vor der Finanzmarktkrise gab es kaum eine nennenswerte Preisdifferenzierung zwischen unterschiedlichen in Europa praktizierten Formen der gedeckten Refinanzierung. Auf dem Kapitalmarkt ließen sich mit einer geringen Basispunkteanzahl Spread Covered Bonds aller bekannten privaten oder öffentlichen Jurisdiktionen platzieren.

Dies änderte sich schlagartig mit der Finanzmarktkrise und dem damit einhergehenden größeren Risikobewusstsein der Investoren. Die Zeit eines Einheitspreisniveaus für sämtliche Formen der gedeckten Refinanzierung scheint nachhaltig beendet. Während viele schwächere Jurisdiktionen mittlerweile deutlich gestie-

gen Swapspreeds aufweisen, können deutsche Hypotheken- oder öffentliche Pfandbriefe mit sehr viel geringeren Aufschlägen emittiert werden. In der Vergangenheit war mit nahezu einheitlichen Preisaufschlägen auf alle Arten der Covered-Bond-Emissionen ein entsprechendes externes Höchststrating oft ausreichend für günstige Emissionsbedingungen. Mit der Novelle des PfandBG im Jahre 2009 wurden die schon seit 2005 bestehenden Transparenzvorschriften noch einmal intensiviert. Sowohl Investoren als auch die interessierte Öffentlichkeit können sich seitdem über die im einzelnen Deckungsstock liegenden Risiken umfangreicher informieren.

## Regelmäßige Überwachung

Den nach außen zielenden Transparenzvorschriften kommt gleichzeitig eine Innenwirkung zu, da auch



... und Ulrich Streitenberger

**Geschäftsführer der TXS GmbH**

die Geschäftsleitung der Pfandbriefbank aufgrund der Anforderungen zum Risikomanagement und -reporting der einzelnen Deckungsstöcke informiert wird. In einem quartalsweisen Zyklus erhalten die Geschäftsführer einen detaillierten Einblick in die aktuelle Risikostruktur jeder von der Bank betriebenen Pfandbriefgattung. Neben dem gesetzlich verankerten Pfandbrief-Risikomanagement werden in der Pfandbriefbank nach deutscher Gesetzgebung regelmäßig im Zusammenspiel der internen Fachabteilungen mit den externen Treuhändern die Deckungsstöcke überwacht. Dies erfolgt über eine Vielzahl überwiegend bankarbeitstäglich einzuhaltender Kennziffern, die auch von Ratingagenturen innerhalb der regelmä-

ßigen Ratingberichte angefordert werden.

Der Vorteil von Pfandbriefemissionen ergibt sich rein schematisch aus einer Betrachtung der Refinanzierungskosten vorteile gegenüber ungedeckten Emissionen gleicher Laufzeiten und der dagegenstehenden Aufwände. Investoren werden zukünftig die Emittenten bevorzugen, die schnell, quantitativ und qualitativ gut berichten. Emittenten, deren Deckungsstock in der Betrachtung der Märkte eine ungeöffnete Black Box bleibt, werden zu schlechteren Konditionen emittieren können. Zur optimalen Nutzung des Potenzials des deutschen Pfandbriefs muss eine Bank die gesetzlichen und marktgetriebenen Anforderungen annehmen. Diese sind lediglich für die Emittenten kritisch, denen keine effiziente automatische Umsetzung gelingt.

Die DG Hyp hat daher in den vergangenen Jahren stetig in ein modernes, flexibles Pfandbriefmanagementsystem investiert. Die Kernfunktionalitäten der implementierten TXS-Pfandbrief-Software bestehen in einer effizienten Abbildung der Deckungsregisterführung, einem automatischen Transparenz- und Risikoreporting, einem flexiblen Ad-hoc-Deckungsstockreporting für die Fachabteilungen, Treuhänder und andere Prozessbeteiligte sowie

einer automatischen Deckungsrechnung mit Vorschau funktionalität in den wesentlichen pfandbriefgesetzlichen Kennziffern.

Hinzu kommt eine effektive Unterstützung der eingesetzten Treuhänder durch vollständige Darstellung des Finanzgeschäfts mit seiner kompletten Objekt- und Sicherheitsituation, der Anzeige von Regelverletzungen sowie einer zentralen Darstellung aller gesetzlich vom Treuhänder zu überwachenden Kennzahlen. Weitere Funktionalitäten der implementierten TXS-Pfandbrief-Software bestehen in der barwertigen Kontrollbuchführung durch sofortige Darstellung der barwertigen Auswirkungen jeder Deckungsveränderung, einer automatischen Berechnung der Deckungs-

werte durch automatisierte Berücksichtigung der Sicherheiten des Basisgeschäfts und einem automatischen Reporting für Ratingagenturen durch integrierte regelbasierte Erstellung der Daten-Templates. Zudem wird der Deckungsbestand regelmäßig auf Einhaltung der Deckungsvoraussetzungen überwacht.

Ein modernes eigenständiges Pfandbriefmanagementsystem mit umfangreicher Abbildung aller deckungs- und umlaufrelevanten Geschäftsobjekte wird im Pfandbriefratingprozess positiv beurteilt. Im Falle der Insolvenz einer Pfandbriefbank ist die Identifikation aller eingetragenen Deckungswerte für die Fortführung der Deckungsstöcke als Nachfolgerbank wesentlich. Der Sachwalter erhält eine eigenständige Handlungs-fähigkeit unabhängig von der weiteren Verfügbarkeit von Bankbasissystemen. Dass die Fülle der pfandbrieflichen und regulatorischen Kontroll-, Planungs- und Steuerungsanforderungen oft zu Unrecht als Hindernisgrund für potenzielle neue Pfandbriefbanken eingeschätzt wird, beweisen Wirtschaftlichkeitsbetrachtungen. Angesichts der möglichen Ersparnisse von Refinanzierungskosten durch die Emission von Pfandbriefen in Deutschland scheinen die dagegenstehenden Aufwände den Weg zur Pfandbriefbank zu rechtfertigen und neue Pfandbriefemittenten hervorzu-bringen. Eine Handlungsalternative mehr im bankeigenen Refinanzierungsspektrum kann zukünftig den wesentlichen Unterschied zum Wettbewerber ausmachen.

## Höchstes Gut: Transparenz

Sicherheit steht hoch im Kurs. Transparenz gilt als eine der Lehren aus der Finanzmarktkrise. Banken, die alle mit dem Deckungsprozess einhergehenden Auswertungs- und Berichtspflichten effizient abbilden, sind für die Folgen bereits existierender und die Herausforderungen zukünftiger Krisensituationen sowie bevorstehender regulatorischer Anforderungen besser aufgestellt. Pfandbriefbanken müssen künftig die Qualität der Deckungsstöcke durch die Herausforderung der jederzeitigen Transparenz und beliebigere Auswertungsmöglichkeiten beweisen.

# Führende Stellung im In- und Ausland ist unangefochten

Erfolgsmodell Pfandbrief hat nichts von seiner Anziehungskraft eingebüßt – Solide und risikoarme Assetklasse

**Börsen-Zeitung, 21.4.2012**  
Deutsche Versicherer haben rund 1,4 Bill. Euro an den Kapitalmärkten angelegt. Dies spiegelt ihre Wichtigkeit bei der Finanzierung von Unternehmen, Banken und Staaten wider. Die Finanzkrise, die 2007 begann und bis heute weltweit die Kapitalmärkte in Atem hält und für eine hohe Volatilität sorgt, stellt auch die Vermögensmanager für Versicherungen vor große Herausforderungen. Das Ziel ist, bei überschaubarem Risiko für unsere Kunden eine nachhaltig positive Rendite zu erzielen.

Die Meag als großer Vermögensmanager der Versicherungswirtschaft ist bei einem Anlagevermögen von über 216 Mrd. Euro zu 166 Mrd. Euro in Rentenpapieren investiert, davon vor allem Staatsanleihen, Pfandbriefe, Covered Bonds sowie Unternehmensanleihen. Auch wenn deutsche Pfandbriefe niedrige Renditen abwerfen, von ihrer Attraktivität haben sie nichts eingebüßt. Im Gegenteil, gerade die niedrigen Renditen zeigen, wie begehrt der deutsche Pfandbrief ist und dass seine führende Stellung bei Investoren im In- und Ausland unangefochten ist.

## Krisengewinner

In der aktuellen Krise hat die Attraktivität des Pfandbriefs gegenüber anderen Produkten des Rentenmarktes noch einmal deutlich zugenommen. Pfandbriefe und ihre europäischen Pendanten, die Covered Bonds, gehören zu den sogenannten „gedeckten Papieren“. Für die Bonität dieser Anleihen steht nicht nur der Emittent gerade, sondern darüber hinaus ein gesondertes Vermögen, das exklusiv für die Deckung der Ansprüche der Anleihegläubiger reserviert ist. Diese zusätzliche Sicherheit wird noch einmal gesteigert durch die Tatsache, dass eine signifikante Überdeckung, das heißt ein großzügiger Puffer, besteht.

Pfandbriefe und Covered Bonds sind meist mit Immobilienansprüchen gedeckt. Das macht sie einerseits attraktiv, gelten Immobilien doch als wertstabil und substanzstark. Andererseits ist angesichts der jüngsten Erfahrungen in der Finanzkrise vermehrt Vorsicht geboten, denn auch auf Immobilienmärkten können starke Übertreibungen und scharfe Korrekturen nicht ausgeschlossen werden, wie gerade das Beispiel Spanien zeigt. So ist auch eine deutliche Überdeckung keine Garantie für eine hundertprozentige Sicherheit. Auch hier gilt, was für deutsche und US-Staatsanleihen mittlerweile zum geflügelten Wort geworden ist: Absolute Sicherheit gibt es nicht, auch nicht bei Pfandbriefen.

## Immobilienmärkte im Blick

Investoren von Pfandbriefen und Covered Bonds sollten deshalb nicht nur mit den Immobilienmärkten vertraut sein, sie sollten auch einen näheren Blick auf ihre Sicherheiten werfen. Die Immobilienblasen in einigen südeuropäischen Ländern lehren, dass auch bei Immobilien „Substanz“ ein relativer Begriff sein kann. In einer Risikoanalyse muss die Überprüfung der Sicherheiten ihren festen Platz haben. Mit Blick auf den deutschen Pfandbrief kann dabei festgelegt werden, dass am deutschen Immobilienmarkt keine Übertreibung oder gar Blasenbildung zu sehen war. Der deutsche Pfandbrief ist sicher durch die Krise gekommen und steht heute stark da.

Deutsche Pfandbriefe sind das Ideal für Covered Bonds und haben ihre Vorbild- und Benchmarkfunktion gegenüber ihren ausländischen Pendanten in der Krise noch weiter ausbauen können. Das einzigartige Sicherheitsmerkmal des Pfandbriefs ist das deutsche Pfandbriefgesetz, das den Anleihegläubigern einen exklusiven Anspruch auf die Deckung ein-

räumt. Höher rangige oder konkurrierende Ansprüche sind ausgeschlossen. Makellos ist die historische Bilanz: Seit der Ausgabe der ersten Pfandbriefe unter Friedrich dem Großen ist kein deutscher Pfandbrief bislang ausgefallen. So ist es allerdings auch kein Wunder, dass die hohe Sicherheit des Pfandbriefs für den Investor nur eine vergleichsweise ge-



Von Dieter Wolf

**Geschäftsführer der Meag**

ringe und – für sich genommen – für die Versicherungswirtschaft kaum mehr auskömmliche Rendite zulässt.

In einem Anlageuniversum ohne feste absolute Sicherheit ist Diversifizierung losgelöst von rechtlichen Bestimmungen nicht nur ein Ansatz zur Risikominimierung, sondern universelles Prinzip für eine hinreichend solide und stabile Kapitalanlage nicht nur in der Versicherungswirtschaft. Pfandbriefe alleine würden diesem Anspruch nicht gerecht werden. Gefragt sind dagegen eine breite Mischung von verschiedenen Emittenten und eine Streuung über viele Länder, freilich für deutsche Versicherungen mit klarer Schwerpunktsetzung bei Pfandbriefen. Aber nicht nur deutsche Anleger schätzen den Pfandbrief, er ist auch im Ausland als sicherer Hafen sehr begehrt.

Deutsche Pfandbriefe sind ein international stark nachgefragtes Produkt. Neben der einheimischen Nachfrage profitieren Pfandbriefe auf-

grund ihrer hohen Solidität auch von einer hohen Nachfrage von ausländischen Anlegern. Nicht alle Covered Bonds finden bei ausländischen Anlegern einen dermaßen starken Zuspruch. Gerade in den Ländern der Euro-Peripherie mussten die Covered Bonds – den jeweiligen Staatsanleihen folgend – Federn lassen. Der Pfandbrief bleibt das unerreichte Vorbild: Länder wie Frankreich oder die skandinavischen Länder versuchen, den deutschen Erfolg zu kopieren, doch die Führungsstellung der Pfandbriefe bleibt aufgrund der hohen Qualität unangefochten.

## Hohe Qualität

Die hohe Qualität des deutschen Pfandbriefs lässt sich an den Marktdaten ablesen. Die Rendite des Pfandbriefs ist zwar niedrig, sie ist dafür aber sehr stabil – Ausdruck der gleichbleibend hohen Präferenz des Pfandbriefs bei vielen in- und ausländischen Investoren. Allerdings hat auch die Banken- bzw. Euro-/Verschuldungskrise in Deutschland zu einer Ausdifferenzierung geführt. Die Papiere der unter Beobachtung gekommenen Landes- und Pfandbriefbanken notieren mit deutlich höheren Risikoaufschlägen gegenüber anderen deutschen Pfandbriefen einerseits, andererseits ist die politische Unterstützung auch seitens der BaFin beim deutschen Pfandbrief so unmissverständlich, dass selbst Emissionen von Landes- und Pfandbriefbanken ihre hohe Qualität bewahren konnten. Der institutionelle Rahmen des deutschen Pfandbriefs hat die derzeitige Krise gestärkt überstanden.

Die Emittenten von Pfandbriefen halten den hohen Standard ihrer Papiere und bauen ihn sogar aus. Mit der neuen Transparenzrichtlinie und

der Definition von Mindeststandards sind wichtige Schritte gemacht worden, um den deutschen Pfandbrief in seiner hohen Qualität von ausländischen Covered Bonds klar und glaubwürdig abzugrenzen. Auch hier hat sich die wichtige Rolle der deutschen Politik und Aufsicht bei der Unterstützung des deutschen Pfandbriefs gezeigt. Das starke internationale Vertrauen in den deutschen Pfandbrief und seine institutionelle Sicherheit stärken den Ruf Deutschlands als sicherer Hafen für Kapitalanleger vor allem in Zeiten der Krise. Für die deutschen Versicherungen ist diese Sicherheit ein unschätzbare Vorteil.

In der jüngsten Krise hat sich auch gezeigt, dass sich Covered Bonds aus Italien, Irland, Portugal und Griechenland aufgrund ihrer Besicherung stabiler entwickeln konnten als die jeweiligen Staatsanleihen. Je risikoaverser die Märkte wurden, desto stärker zeigte sich die relative Stärke der Covered Bonds gegenüber den Staatsanleihen: Sie gaben deutlich weniger nach und rentierten zeitweise sogar niedriger als die jeweiligen Staatsanleihen. Im Falle Griechenlands kam es bei den Staatsanleihen zu deutlichen Haircuts, während griechische Covered Bonds davon nicht betroffen waren, es sogar zu attraktiven Rückkaufangeboten der griechischen Emittenten in diesem Bereich kam.

## Zusätzliche Sicherheit

Ebenso hat die Europäische Zentralbank (EZB) in der Krise lediglich für zwei Anleiheklassen Ankaufprogramme in erheblichem Volumen durchgezogen: für Staatsanleihen und für Pfandbriefe bzw. Covered Bonds. Andere Anleiheklassen wurden durch die EZB nicht gestützt. Diese institutionelle Unterstützung gerade auch durch die EZB gibt großen Investoren zusätzliche Sicher-

heit und mindert die Volatilität dieser Papiere. Mit Blick auf die zukünftige Regulierung und die damit einhergehende differenziertere Eigenkapitalunterlegung von Anleihen ist es nur marktnah und zu begrüßen, dass Pfandbriefe bzw. Covered Bonds auch aus regulatorischer Sicht immer näher an die niedrige Risikogewichtung von europäischen Staatsanleihen heranrücken. Die Finanzmarktaufseher Europas bringen damit zum Ausdruck, eine solide und risikoarme Assetklasse auch zukünftig regulatorisch attraktiv gestalten und unterstützen zu wollen.

## Wachsamkeit erforderlich

Das deutsche Erfolgsmodell Pfandbrief hat sich international durchgesetzt. Der Markt orientiert sich weitgehend an den strengen deutschen Qualitätsstandards, die Unterschiede sind aber spürbar und erfordern vom Anleger Wachsamkeit. Der Anleger trifft heute auf ein breites Covered-Bond-Angebot und kann innerhalb des Segments gut mit Blick auf Länder und Emittenten diversifizieren. Große institutionelle Investoren wie die Meag begrüßen diese Entwicklung. Die führende Stellung des deutschen Pfandbriefs bleibt davon losgelöst unangefochten.

Die Verschuldungskrise im Euro-Raum hat zu einer höheren Sensibilität von Anlegern geführt. Die Ereignisse an den Finanzmärkten in der jüngsten Zeit zeigen, dass der Markt und seine Akteure auch das Wechselspiel zwischen Politik und Öffentlichkeit berücksichtigen sollten. Diese Verunsicherung lastet auf dem Marktgeschehen. Dem Siegeszug des Pfandbriefs können diese Einflüsse nichts anhaben. Seine institutionalisierte und regulierte wirtschaftliche Sicherheit ist vorbildlich für staatliches Handeln, das mit klaren Rahmenbedingungen und Regeln Vertrauen schafft.