

## Kapitalmarkt

# Market Making – zentraler Erfolgsfaktor für Jumbo-Pfandbriefe

Franz-Josef Kaufmann

**Als für AHBR-Jumbos keine Geld- und Brief-Kurse mehr gestellt wurden, kündigte der Präsident des Verbandes deutscher Pfandbriefbanken (vdp), Henning Rasche, eine engere Abstimmung zwischen Emittenten und Market Makern an (siehe I&F 05-2006). Die inzwischen erzielten Fortschritte beschreibt Franz-Josef Kaufmann: Market Maker sollen künftig für Pfandbriefe gesonderte Limite festlegen, das Aussetzen des Market Making ankündigen und dessen Wiederaufnahme gemeinsam mit den Emittenten anstreben. Sollte dies umgesetzt werden, wäre der Markt für Investoren etwas berechenbarer. (Red.)**

Der Jumbo-Pfandbrief ist eines der Erfolgsprodukte des deutschen Kapitalmarktes. 1995 erstmals emittiert, hat das Finanzinstrument in nur wenig mehr als zehn Jahren einen Siegeszug nicht nur in Deutschland, sondern durch ganz Europa angetreten. Heute hat fast jedes europäische Land eine Basis für die Emission von Covered Bonds – zum Teil nach dem deutschen Vorbild – geschaffen oder zumindest geplant. Daher wächst die Zahl ausländischer Emittenten am Covered-Bond-Markt ständig, ein Ende der Erfolgsgeschichte ist nicht abzusehen.

Im Wesentlichen waren es zwei Faktoren – nämlich Sicherheit und Liquidität – die institutionelle Anleger überzeugten, im großen Stil in die neuen Jumbos zu investieren und die damit den Erfolg des Produktes möglich machten. Die top-gerateten Emissionen gewähren ein Höchstmaß an Sicherheit für den Anleger. Zudem entspricht der Jumbo-Pfandbrief durch sein Market-Making-Commitment geradezu ideal dem Bedürfnis institutioneller Investoren nach hochliquiden Produkten.

Aufgrund der wachsenden Bedeutung von performance-orientierten Investmentstrategien im Gegensatz zum bis dahin gepflegten „Buy-and-hold-Ansatz“ begannen institutionelle Anleger zunehmend nach Produkten zu suchen, die jederzeit und in großen Volumen zu engen Bid-offer-Spreads marktgerecht gekauft und verkauft werden konnten. Neben dem Benchmark-Volumen von mindestens einer Milliarde Euro war es vor allem die Verpflichtung der Market Maker zu einem geregelten Market Making, das die Erfüllung dieser Anforderung versprach und den Jumbo-Pfand-

brief damit innerhalb kurzer Zeit zu einem erfolgreichen Anlageinstrument machte.

Bereits bei der ersten Jumbo-Emission, die die Frankfurter Hypothekbank – eine Rechtsvorgängerin der Eurohypo – 1995 in Eigenregie durchführte, bot die Emittentin den Marktteilnehmern die Quotierung verbindlicher Zwei-Wege-Preise mit festen Geld-Brief-Spreads an, um die Liquidität des Titels sicher zu stellen. Bereits wenige Tage später stellte auch die DG Bank verbindliche Preise für diesen Jumbo. Eine Verpflichtung der Deutschen Bank zum Market Making folgte kurz darauf.

## Einhaltung der Qualitätskriterien

Kurz nach der ersten Emission einigten sich die Marktteilnehmer auf eine einheitliche Definition inklusive Market-Making-Verpflichtung für Jumbo-Pfandbriefe. Die Standards sind bis heute in kraft und werden in einem stetigen Prozess den sich ändernden Marktverhältnissen angepasst.

Im Hinblick auf das Market Making sehen die Standards aktuell vor, dass pro Jumbo-Pfandbrief-Emission mindestens drei Market Maker benannt werden sol-

len. Diese verpflichten sich, zu den üblichen Handelszeiten simultan Geld- und Briefkurse (Zwei-Wege-Kurse) für Abschlüsse bis zu 15 Millionen Euro zu quotieren. Die Market Maker übernehmen die Kursstellung, solange genügend umlaufendes Volumen für einen liquiden Markt in dem Jumbo-Pfandbrief vorhanden ist. Auch der Emittent selber kann Market Maker sein.

Bei der Quotierung von Zwei-Wege-Kursen soll das jeweilige Emissionshaus die Market Maker verpflichten, bestimmte Spannen zwischen Geld- und Briefseite nicht zu überschreiten. Bei den Richtlinien zum Market Making handelt es sich um Empfehlungen, die in die Verträge zwischen Emittent und Lead Manager aufgenommen werden.

## Dialog mit Market Makern

In den vergangenen Jahre ergab sich hin und wieder die Situation, dass für einzelne Jumbo-Pfandbriefe das Market Making eingestellt wurde. Hier war mangelnde Liquidität in der jeweiligen Emission der Auslöser. Dies geschah im Einvernehmen der jeweiligen Market Maker in Abstimmung mit den Emittenten und tat der Erfolgsgeschichte des Jumbo-Pfandbriefes keinen Abbruch.

Im Herbst des vergangenen Jahres wurde das Market Making jedoch auf eine harte Probe gestellt. Ein Pfandbrief-Emittent (AHBR) war über längere Zeit negativ in den Schlagzeilen. Das Market Making für die Emissionen des Emittenten wurde aufgrund hoher Volatilität der ausstehenden Jumbos ausgesetzt. Ratingagenturen hatten jedoch kurzfristig die Ratings für die Pfandbriefe bestätigt, obwohl die Einstufungen für unbesicherte Verbindlichkeiten des Emittenten teilweise stark zurückgenommen wurden.

Diese Stresssituation bezog sich aber nur auf die Pfandbriefe eines Emittenten. Sie hatte keinen negativen Einfluss auf das System des Market Making und auch nicht auf die Liquidität anderer Emissionen oder das Image des Jumbos-Pfandbriefes insgesamt.

Eine Erkenntnis, die sich aus den Ereignissen der jüngsten Vergangenheit ergibt, ist, dass ein Market Maker im Zweifel nicht dazu verpflichtet werden kann, das Market Making bedingungslos in jeder Situation aufrechtzuerhalten. Allerdings ist den Beteiligten klar, dass

## Der Autor

**Franz-Josef Kaufmann** ist Head of Capital Markets Eurohypo und Head of Capital Markets Funding Commerzbank-Eurohypo-Gruppe, Frankfurt am Main und Eschborn.

vergleichbare Situationen künftig nicht mehr eintreten sollen. Es wurde unverzüglich der Dialog mit den Market Makern auf institutioneller Ebene gesucht. Ein vom Pfandbriefausschuss des vdp eingesetzter Arbeitskreis erarbeitete Änderungen in den Mindeststandards speziell im Hinblick auf das Market Making.

- Den Market Makern wird empfohlen, für Pfandbriefe des Emittenten gesonderte Limite vorzuhalten, um der besonderen Qualität des Produktes Rechnung zu tragen. Ziel ist dabei, das Market Making nicht allein deshalb einstellen zu müssen, weil Linien für einen Emittenten eingefroren werden.

Es entspricht dem Selbstverständnis der Marktteilnehmer, dass Pfandbriefe nicht mit ungedeckten Schuldverschreibungen gleich gesetzt werden dürfen. Aus diesem Grund existieren auch unterschiedliche Ratings für ungedeckte und gedeckte Schuldverschreibungen – zum Beispiel Pfandbriefe – eines Emittenten. Dies trägt auch der besonderen Sicherheit des Pfandbriefs als herausgehobenes Merkmal dieser Anlageklasse Rechnung.

- Lässt sich die Aussetzung des Market Making aus zwingenden Gründen dennoch in einem Ausnahmefall nicht verhindern, soll die Aussetzung dem

Markt in geeigneter Form öffentlich kommuniziert werden. Dies ist zum einen eine Frage der Transparenz, auf die jeder Investor ein Anrecht hat. Zum anderen handelt es sich dabei auch um eine Disziplinierungsmaßnahme, wenn Market Maker gegenüber Investoren und Emittenten klar zum Ausdruck bringen müssen, dass sie ihren Verpflichtungen vorübergehend nicht nachkommen.

- Treten außergewöhnliche Situationen wie zum Beispiel deutliche Ratingveränderungen oder eine gravierende Verschlechterung der wirtschaftlichen Situation eines Jumbo-Emittenten ein, soll künftig ein Gremium aus Vertretern von Market Makern und Emittenten einberufen werden. Ziel des Gremiums wird es sein, ein Aussetzen des Market Makings zu verhindern. Sollte es dennoch zu einem Aussetzen kommen, trifft sich das Gremium ebenfalls unverzüglich mit dem Ziel, das Market Making so schnell wie möglich wieder aufzunehmen. Die Maßnahme soll im Zweifelsfall ein geordnetes Verfahren bewirken.

Auch wenn die Mindeststandards lediglich Empfehlungen darstellen und Market Maker faktisch nicht zur Wiederaufnahme des Market Making gezwungen werden können, haben sich bereits im Vorgriff auf die Maßnahmen einige

positive Ergebnisse gezeigt: So haben die Market Maker den Dialog mit dem vdp aufgenommen. Der Austausch soll in regelmäßigem Turnus fortgesetzt werden. Dabei kommt dem Dialog zugute, dass sich die Market Maker unter dem Dach der Finanzmarktvereinigung ACI formiert haben, um mit einer einheitlichen Stimme sprechen zu können.

### **Akzeptanz der erweiterten Mindeststandards**

In den ersten Gesprächen zwischen Vertretern der Market Maker und der Emittenten wurde ebenfalls angeregt, die Mindestanzahl von Market Makern für eine Jumbo-Emission von drei auf fünf zu erhöhen. Dies wird als positives Signal hinsichtlich der nachhaltigen Liquidität eines Jumbos gesehen.

Es ist für das Image des Jumbo-Pfandbriefes von großer Bedeutung, dass die erweiterten Mindeststandards künftig von den am Markt agierenden Parteien akzeptiert und umgesetzt werden. Das Market Making ist einer der Eckpfeiler für den nachhaltigen Erfolg des Produktes Jumbo-Pfandbrief. Die Erfolgsgeschichte des Market Making kann auch als Vorlage für andere Covered-Bond-Märkte dienen. 