

## Pfandbriefe

# „Wir wollen Liquiditätsrisiken stärker berücksichtigen“

Redaktionsgespräch mit Holger Horn

**Auch Fitch wird das Rating für Covered Bonds verschärfen. Zwar bleibe die Methodologie die gleiche, doch dürften geänderte Annahmen und Justierungen dafür sorgen, dass so mancher Covered Bond als risikoreicher eingestuft wird als bisher. Diese kritischere Betrachtung dürfte auch vor Pfandbriefen nicht haltmachen. Zwar hat die Novelle des Pfandbriefgesetzes einige neuralgische Punkte beseitigt, wie Holger Horn anerkennt, doch sieht er auch Bedenkliches. So tendieren die Deckungsmassen von Pfandbriefen zu einem größeren gewerblichen Anteil und weniger Granularität – also mehr Risiko. (Red.)**

**I&F** Die jüngsten Jumbo-Emissionen von Covered Bonds und die Einengung der Spreads bestärken die Hoffnung, dass sich der Markt nach einer gut mehrmonatigen Durstphase im Anschluss an die Pleite von Lehman-Brothers wieder erholt. Wie nehmen Sie die jüngsten Entwicklungen wahr?

Selbst in den extrem schwierigen Zeiten, in denen der Markt für Jumboanleihen völlig ausgetrocknet war, wurden beachtliche Volumina an kleineren Privatplatzierungen emittiert. Gleichzeitig wurden Covered Bonds immer häufiger für Repo-Geschäfte mit Zentralbanken genutzt. Die Zahl der öffentlich von Fitch mit einem Rating versehenen Covered-Bond-Programme hat sich auf dem Stand von April 2009 im Vergleich zur Jahresmitte 2007 fast verdoppelt. 105 Programme von 90 emittierenden Banken haben ein Rating. Das Volumen der Anleihen mit Rating hat in diesem Zeitraum sogar um 11,7 Prozent auf einen Wert von insgesamt 1,17 Billionen Euro zugenommen. Im Allgemeinen hat durch den Zusammenbruch der Verbriefungskanäle die Idee des Pfandbriefs eine enorme Beachtung und Verbreitung erfahren. Derzeit beschäftigen sich viele Staaten mit den Möglichkeiten einer Covered-Bond-Gesetzgebung. So gibt es beispielsweise in den USA einen erneuten Vorstoß, die Emission von Covered Bonds gesetzlich regeln zu wollen. Denn bislang gibt es lediglich zwei Emittenten aus den USA, die vertragsbasierte Covered Bonds ausgeben.

**I&F** Trotzdem sind auch europäische Covered Bonds noch gewaltig unter Druck. Was wird das

60 Milliarden Euro schwere EZB-Programm zum Ankauf von Covered Bonds aus Ihrer Sicht im Markt bewirken?

Schon die Ankündigung der EZB, Covered Bonds anzukaufen zu wollen, hat den Markt belebt. Obwohl die Zentralbank bis zu jenem Zeitpunkt noch kein Papier erworben hatte, wurde in den letzten Wochen ein großes Covered-Bond-Volumen platziert. Die EZB hat das Schwungrad im Covered-Bond-Markt wieder in Bewegung versetzt und alle wollen dabei sein. Das treibt den Markt weiter an. Insofern war die EZB-Ankündigung zunächst ein wichtiger Impuls.

**I&F** Dieser Schwung könnte durch eine Verschärfung der Ratings



für Covered Bonds aber auch genauso schnell wieder genommen werden. Sind methodologische Verschärfungen eine Reaktion auf schwindendes Investorenvertrauen in die Ratingagenturen und ihre Einschätzungen?

Entscheidend ist: Fitch wirft nicht seine gesamte Methode über den Haufen. Unser Rating-Ansatz ist in den Grundzügen der gleiche, wie wir ihn bereits 2006 vorgestellt haben. Nach diesem Analyseprozess arbeiten wir heute noch. Was sich geändert hat, sind Annahmen und Justierungen. Wir wollen sowohl die Liquiditätsrisiken als auch die quantitativen Refinanzierungskosten stärker berücksichtigen. Denn um die Laufzeiteninkongruenz modellieren zu können, müssen Finanzierungskosten angesetzt werden.

Hier ist der Liquiditätskrise Rechnung zu tragen. Warum sollten sich die Refinanzierungskosten im gesamten Markt ändern, nur für den Deckungspool der Covered Bonds nicht? Liquidität ist heute nicht mehr so günstig und einfach zu bekommen wie vor zwei oder drei Jahren. Das muss in unseren Ratings berücksichtigt werden. Allerdings wurden auch in der Vergangenheit die Refinanzierungsrisiken immer schon „gestresst“. Deshalb fällt die Anpassung der Annahmen im Vergleich zum Marktgeschehen doch geringer aus. Der Effekt hängt hierbei aber immer von den Inkongruenzen im Einzelfall ab.

**I&F** Aber droht damit nicht erneut Unruhe, die es zwecks Markterholung und -stabilisierung zu vermeiden gilt?

Gemessen an der Entwicklung des Marktes in der Finanzkrise

„Fitch wirft nicht seine gesamte Methode über den Haufen.“

**Dr. Holger Horn,**  
Senior Director,  
European Covered Bonds,  
Fitch Deutschland GmbH,  
Frankfurt am Main

sind unsere Rating-Anpassungen trotzdem noch überschaubar. Da wir bereits in der Vergangenheit gewisse Stressszenarien unterstellt haben, müssen wir diese jetzt nachjustieren. In unserem Konsultationsprozess zu den neuen Annahmen haben wir dazu von vielen Marktteilnehmern positive Rückmeldungen erhalten.

Wir sehen auf Seiten der Emittenten eine hohe Bereitschaft und Fähigkeit, Anpassungen vorzunehmen, die der Stabilisierung dienen. Trotzdem bleibt insbesondere die Erhöhung der Überdeckung abzuwarten.

**I&F** Nach den inflationären Spitzenratings für drittklassige Anlagestrukturen sind die Ratingagenturen schwer in die Kritik geraten. Was sagt das Covered-Bond-Rating tatsächlich aus?

Das Covered-Bond-Rating von Fitch hat zwei Aussagen. Erstens benennt es die Ausfallwahrscheinlichkeit des Covered Bonds, also wann den Investoren nicht mehr ordnungsgemäß und pünktlich Zins- und Tilgungszahlungen zugehen. Zweitens sagt es aus, wie viel seines investierten Vermögens der Investor im Falle eines Covered-Bond-Ausfalls noch erhält. Um diese beiden Komponenten im Rating abzubilden, geht Fitch in drei Schritten vor.

Der erste Schritt ist eine qualitative und rechtliche Analyse. Wie wahrscheinlich ist es, dass im Falle der Pleite des Emittenten der Covered-Bond weiterlebt? Diese Frage beantwortet der sogenannte Diskontinuitätsfaktor oder kurz D-Faktor. Dafür ist zu klären, ob die Deckungswerte im Falle der Bankinsolvenz segregiert werden oder ob zum Beispiel der Insolvenzverwalter nicht doch noch durch Gerichtsbeschluss die Deckungswerte an sich ziehen kann. Es muss geklärt werden, ob die Einlagen und Guthaben eines Bankkunden mit seinen Kreditschulden aufgerechnet werden. Zudem ist zu klären, ob Zinszahlungen von den Schuldnern, deren Kredite in der Deckungsmasse eines Covered Bonds sind, nicht zuerst an den Insolvenzverwalter fließen.

Zudem prüfen wir, wer sich um den separierten Deckungsstock kümmert, wenn die Bank insolvent ist. In Deutschland gibt es dafür den sogenannten Sachwalter, dessen Einsetzung und Aufgaben gesetzlich geregelt sind. Diese Person muss dafür sorgen, dass die Zahlungen an die Investoren weiterhin zeitgerecht geleistet werden. In anderen

Ländern wird durch Verträge oder durch Gesetz dafür Sorge getragen. Dabei ist auch zu berücksichtigen, ob ein Mechanismus vorhanden ist, der dem Sachwalter Zeit gibt, Zahlungsverpflichtungen an die Investoren auch unmittelbar nach Insolvenz der Bank zu erfüllen. Es stellt sich die Frage: Wie liquide ist der Pool, um Forderungen der Investoren bedienen zu können?

Bisher war es so, dass deutsche Banken höchstens eigene Liquiditätsrichtlinien hatten, wie der Deckungsstock gesteuert werden muss. Teilweise waren diese auch

„Der Pfandbriefinvestor hat in immer stärkerem Maße einen gewerblichen Deckungspool.“

öffentlich. In der Novelle des Pfandbriefgesetzes sollte zunächst nur die Liquiditätslücke für die nächsten 90 Tage geschlossen werden. Für öffentliche Pfandbriefe mag das ausreichend sein, für Hypotheken-Pfandbriefe hielten wir das immer für unzureichend. Im Ergebnis wurde im Pfandbriefgesetz verankert, dass für die Fälligkeiten der nächsten 180 Tage Liquidität vorzuhalten ist.

Außerdem honoriert das Covered-Bond-Rating von Fitch nationale Besonderheiten, wie die Qualität der Aufsicht. Hier ist die Pfandbriefaufsicht der BaFin der Orientierungspunkt für alle anderen. Sie führt zum Beispiel Stresstests durch und schickt eigene Prüfer in die Banken.

Alle Aspekte zusammen bestimmen den D-Faktor, welcher in Kombination mit dem Bankrating das maximal mögliche Ausfallrating angibt. Schwächer als die Bank kann ein Covered Bond durch seine Rückgriffsrechte nie sein.

Im zweiten Schritt sehen wir uns die Zahlungsströme und die Risiken im Deckungsstock des Covered Bonds an. Wie hoch sind das Kreditrisiko der Deckungswerte, das Zins- und das Währungsrisiko sowie die Laufzeitinkongruenzen? Ist die Überdeckung ausreichend, um diese vier Risiken soweit auszugleichen, damit die Bank das Rating erhält, das sie erreichen möchte?

**I&F** Warum ist der durchschnittliche D-Faktor für deutsche Hypotheken-Pfandbriefe mit 13,9 relativ

schlecht? Nur kanadische, spanische und US-amerikanische Covered Bonds haben einen noch schlechteren D-Faktor.

Das deutsche Pfandbriefgesetz hat sehr viele Vorteile, aber es hatte bis zur jüngsten Novelle die Liquiditätslücke im Falle der Emittenten-Insolvenz außen vor gelassen. Mit der rechtlichen Sicherstellung der Liquiditätsreserve für 180 Tage ist die Position des Sachwalters und damit die Position der Investoren deutlich gestärkt worden. Diese Neuerung werden wir bei der Überprüfung unserer D-Faktoren berücksichtigen. Dann werden sich

die deutschen Pfandbriefe auch anders positionieren.

**I&F** Aber auch die D-Faktoren der öffentlichen Pfandbriefe haben eine relativ große Spannweite – von knapp über sechs bis mehr als 15. Wie kommt das zustande?

Zunächst sind die D-Faktoren für öffentliche Pfandbriefe im Schnitt besser als für Hypotheken-Pfandbriefe, weil der Sachwalter die Aktiva aus der Deckungsmasse sehr viel schneller verkaufen kann, wenn Pfandbriefe auslaufen. Zudem sind öffentliche Deckungswerte deutlich standardisierter als Hypothekenkredite.

Aber es gibt Deckungsmassen, die auch sehr viele Kredite an kommunale Unternehmen enthalten. Diese Kredite sind zwar mit Bürgschaften und Garantien der jeweiligen Gemeinde gesichert, jedoch mit einer geringeren Standardisierung. Deshalb wird ein möglicher Käufer zunächst die Garantie- oder Bürgschaftsverträge prüfen, um zu wissen, wann und unter welchen Umständen die Garantie oder Bürgschaft zu ziehen ist. Die unterschiedlichen D-Faktoren erklären sich aber auch aus der Liquiditäts- und Deckungsstock-Steuerung der Pfandbriefbanken, die vor der Gesetzesänderung qualitativ sehr unterschiedlich sein konnten.

**I&F** Was ist Covered-Bond-Investoren wichtig?

Investoren in Covered Bonds wünschen vor allem sichere Zahlungen. Sie wollen

sich darauf verlassen können, dass zu einem bestimmten Zeitpunkt ein vereinbarter Betrag eingeht. Die Ausfallwahrscheinlichkeit interessiert in erster Linie. Es stellt sich auch die Frage, welchen Verlust ein Investor bei Ausfall eines Covered Bonds tragen müsste.

Es könnte ja sein, dass ein Covered Bond zwar mit einer höheren Wahrscheinlichkeit ausfällt, aber die Verwertung der Deckungsmassen den Verlust weitgehend ausgleicht. Umgekehrt ist es aber auch möglich, dass der Covered Bond nur eine geringe Ausfallwahrscheinlichkeit besitzt, doch im Falle seines Ausfalls die Deckungsmassen nur einen kleinen Teil des Verlustes ausgleichen.

Fitch hat sich entschieden, beide Komponenten in seinem Covered-Bond-Rating zu berücksichtigen, aber die positive Wirkung der Wiedererlangung von Ver-

### I&F Warum ist das Emittenten-Rating volatiler als das Covered-Bond-Rating?

Das Ziel des Covered Bonds ist es, sowohl ein höheres Rating als die Bank zu erhalten als auch weniger volatil zu sein. In der Finanzmarktkrise wurde häufiger das Rating von Banken als das von Covered Bonds herabgestuft, weil der Covered Bond eigenständiger weiterleben kann als die Bank. Wenn also das Bankrating niedriger wird, hält es die Ratingstruktur eine ganze Weile aus, dass das Rating des Covered Bonds unverändert bleibt. Wie angesprochen ist der Covered Bond aber nicht völlig losgelöst von der Bank zu betrachten. Irgendwann zieht das Bank-Rating auch das Covered-Bond-Rating nach unten.

### I&F Wird die jüngste Novelle des Pfandbriefgesetzes die D-Fak-

### toren der deutschen Pfandbriefe verbessern?

Deutsche Pfandbriefe werden aufgrund der Liquiditätsreserve von 180 Tagen ceteris paribus einen besseren D-Faktor erreichen. Aber da wir künftig konservativere Annahmen zugrunde legen, werden die D-Faktoren tatsächlich weiter streuen.

### I&F Muss sich ein allgemeines Covered-Bond-Rating nicht zwangsläufig auf den kleinsten gemeinsamen Nenner der verschiedenen Produkte reduzieren? Ist es sachgerecht, für Pfandbriefe und andere Covered Bonds, die doch sehr unterschiedlichen Jurisdiktionen unterliegen, die gleiche Methodologie anzuwenden?

Aus unserer Sicht ist gerade die einheitliche Methode ein großer Vorteil für die Investoren. Würde für jedes Covered-Bond-Produkt wie zum Beispiel den Pfandbrief oder die irischen Asset Covered Securities eine eigene Rating-Methodologie angelegt, dann wären die Produkte für internationale Investoren nicht mehr untereinander, sondern nur noch innerhalb ihrer Jurisdiktion vergleichbar. Auch deutsche Emittenten setzen einen nicht unerheblichen Teil

ihrer Pfandbriefe bei ausländischen Adressen ab. Zudem könnte die Vergleichbarkeit der Covered Bonds innerhalb einer Jurisdiktion nur dann gegeben sein, wenn es eine ausreichende Anzahl an Produkten und Emittenten gibt.

### I&F Aber lassen sich gesetzlich basierte und vertragsbasierte Covered Bonds wirklich miteinander vergleichen?

Covered-Bond-Gesetze legen Rahmenbedingungen fest. Sie gehen sehr unterschiedlich weit in ihrer Regulierungstiefe. Deshalb sagt die Existenz eines Gesetzes noch nicht alles über die Qualität der Produkte aus. Es ist ein Irrglaube, dass ein Gesetz dem anderen entspricht.

Nehmen Sie das griechische Covered-Bond-Gesetz, das die Emission von Covered Bonds durch Einzweckgesellschaften ermöglicht, also das Gros vertraglichen Vereinbarungen überlässt. In solch einem Fall legt es also nur den Rahmen fest, wie ein Covered Bond gestaltet sein kann, aber die Feinheiten werden vertraglich geregelt.

### I&F Wo sehen Sie die Schwächen des Pfandbriefs?

Vieles ist im deutschen Pfandbriefgesetz sehr gut geregelt. Dies bedeutet nicht, dass es keinen Verbesserungsspielraum mehr gibt. Als Anmerkung hierzu: Die gesetzliche Überdeckung von zwei Prozent auf barwertiger Basis allein würde – abhängig von den Risiken im Deckungsstock – wahrscheinlich nicht für ein „AAA“-Rating reichen.

Abgesehen von diesem Punkt muss ja auch nicht immer alles gesetzlich eingegrenzt werden. Wichtig ist vielmehr, dass Investoren sich der verschiedenen Risiken bewusst sind.

In Deutschland wird oft über das Kreditrisiko der Deckungswerte diskutiert, was meistens – besonders bei öffentlichen und wohnwirtschaftlichen Aktiva – nicht das Hauptrisiko darstellt. Denn das Pfandbriefgesetz ist hinsichtlich der Kreditqualität dieser Aktiva zum Beispiel durch den niedrigen Beleihungswert konservativer als andere Covered-Bond-Strukturen.

Obwohl Zins- und Währungsrisiken und Laufzeitinkongruenzen oft viel entscheidender sind, betrachten wir als Ratingagentur auch Entwicklungen hinsichtlich der Kreditrisiken und die Zusam-

„Da wir künftig konservativere Annahmen zugrunde legen, werden die D-Faktoren weiter streuen.“

lusten (Recovery) auf zwei „Notches“ zu begrenzen. Wir wollen also nicht ein sehr gutes Rating für einen Covered Bond vergeben, der mit hoher Wahrscheinlichkeit ausfällt, bei dem aber die Verluste des Investors weitgehend ausgeglichen werden. Wichtiger ist uns, dass der Covered Bond nicht ausfällt. Künftig werden wir noch stärker als bisher beide Komponenten des Ratings hervorheben. So kann jeder Investor für sich entscheiden, was ihm wichtiger ist.

### I&F Warum kann ein Covered-Bond-Rating nicht unabhängig von der Bank sein?

Das Geschäftsmodell der Bank ist unter anderem von Bedeutung. Einige Covered Bond-Emittenten sind in der Kreditvergabe sehr konservativ, was sich auch im Deckungsstock widerspiegelt, während andere im Neugeschäft und in ihren Deckungsmassen aggressiver sind. Zudem ist die Bank beispielsweise dafür zuständig, die nötige Überdeckung in entsprechender Höhe darzustellen. Wir können aber auch das Beispiel des deutschen Sachwalters nehmen, der für seine Arbeit auf die Systeme der Bank zurückgreifen muss. Je besser diese sind, desto besser kann der Sachwalter die Ansprüche der Investoren weiter bedienen.

mensetzung der Deckungsmassen. Die deutschen Hypotheken-Pfandbriefe hatten historisch immer einen Mix aus privaten und gewerblichen Immobilienfinanzierungen im Deckungsstock.

Bis auf wenige Ausnahmen waren ausländische Covered Bonds dagegen fast ausnahmslos durch private Baufinanzierungen gedeckt. Seit einiger Zeit beobachten wir eine starke Zunahme des gewerblichen Finanzierungsanteils in den Deckungsmassen der Pfandbriefe.

Das hängt auch damit zusammen, dass sich die Pfandbriefbanken wegen des hohen Wettbewerbsdrucks und sinkender Margen in der privaten Baufinanzierung aus diesem Geschäft mehr und mehr zurückziehen. Damit sinkt natürlich auch der Anteil der Eigenheimfinanzierungen in den Deckungsmassen. Der Pfandbriefinvestor hat demnach in immer stärkerem Maße einen gewerblichen Deckungspool, dessen Granularität tendenziell abnimmt. Denn ein durchschnittlicher deutscher Eigenheimkredit im Deckungsstock mag eine Größenordnung von etwa 100 000 Euro haben. Gewerbliche Immobilienfinanzierungen hingegen können sogar im höheren dreistelligen Millionen-Euro-Bereich liegen. Dabei haben sie zwar auch die 60-Prozent-Beleihungsgrenze einzuhalten, trotzdem ist das Kreditausfall- beziehungsweise das Klumpenrisiko wesentlich bedeutender als bei kleinteiligen privaten Baufinanzierungen.

**I&F** Gerne verweisen die Pfandbriefbanken und ihr Verband darauf, dass in den vergangenen 200 Jahren noch kein einziger Pfandbrief ausgefallen ist. Warum wird dieser historische Track Record des Produktes nicht im Rating berücksichtigt?

Zunächst: Die Ratings sind zum größten Teil „AAA“. Richtig ist auch, dass in der neueren Geschichte noch kein Pfandbrief ausgefallen ist. Und warum? Der Test, was mit dem Pfandbrief im Falle der Insolvenz der Bank passiert, hat in Deutschland noch nicht stattgefunden, weil vorher die Pfandbriefbank gerettet wurde.

**I&F** Aber gibt es diese Testfälle im Ausland?

In den USA mussten im Falle von Washington Mutual die Investoren unbesicherter Anleihen Verluste realisieren, die Covered-Bond-Investoren hingegen nicht. ■

Ihre  
Zeitschrift  
für das gesamte  
**Kreditwesen**



lädt ein zur

## 55. Kreditpolitischen Tagung

am 6. November 2009, 11.00–13.00 Uhr,  
im Hermann J. Abs-Saal der Deutschen Bank,  
Junghofstraße 11, Frankfurt am Main,  
Empfang ab 10.00 Uhr

### „Banken und Werte“

**Dr. Rolf Gerlach**

Präsident, Westfälisch-Lippischer Sparkassen- und Giroverband,  
Münster

**Friedrich Merz**

Partner, Mayer Brown LLP, Berlin

**Friedrich von Metzler**

Persönlich haftender Gesellschafter, B. Metzler seel. Sohn & Co. KGaA,  
Frankfurt am Main

**Nachgefragt zur Sache**

Philipp Otto

Teilnahmegebühr: 120,- Euro zzgl. MwSt. Anmeldeschluss: 30. Oktober 2009

**Fritz Knapp Verlag**

Sandra Gajewski · Postfach 11 11 51 · 60046 Frankfurt am Main  
Telefon 0 69/97 08 33–20 · Telefax 0 69/7 07 84 00  
E-Mail: tagungen@kreditwesen.de · Internet: <http://www.kreditwesen.de>