

## Tag des Risikos 2008

# „Der Pfandbrief ist das Prime-Produkt – das ist unser Anspruch“

Bühnengespräch mit Henning Rasche

Welche Lehren lassen sich aus der Subprime-Krise ziehen, fragte die Redaktion den Eurohypo-Vorstand und vdp-Präsidenten Henning Rasche im Bühnengespräch auf dem „Tag des Risikos“ in Frankfurt am 28. Februar 2008. Seine Antwort ist ein klares Bekenntnis zur Qualität des Pfandbriefs. Um diese hochzuhalten und Unruhe im Markt zu vermeiden, verzichten die Emittenten in der aktuellen Gesetzesnovelle vorerst auf Progressives wie die Deckungsfähigkeit von MBS-Papieren, OECD-Staaten und Wohnungsbaukrediten bis 80 Prozent. Stattdessen soll die Liquidität in den Deckungsmassen gestärkt werden. (Red.)

**I&F** Sind Sie gerne Präsident Ihres Verbandes? Und wie verträgt sich diese Position mit Ihren Aufgaben in der Eurohypo?

Seit zweieinhalb Jahren bin ich neben meiner Vorstandsfunktion bei der Eurohypo Präsident des Verbandes deutscher Pfandbriefbanken (vdp). Dies stellt in der Tat eine Doppelbelastung dar, denn den Pfandbrief weltweit zu präsentieren, macht man nicht nebenbei. Da ich mich als Passiv-Vorstand der Eurohypo bereits sehr stark mit dem Pfandbrief auseinandersetze und an der Idee des Jumboformats bekanntlich nicht ganz unbeteiligt war, identifiziere ich mich natürlich ausgesprochen stark mit diesem Produkt, das bis heute eine Erfolgsgeschichte für die deutsche Finanzwirtschaft darstellt und in ganz Europa nachgeahmt wird.

Einen liquiden Markt in französischen Obligations Foncières oder spanischen Cédulas gab es vorher nicht. Die Märkte in diesen Covered Bonds, wie wir sie heute kennen, entstanden erst, nachdem wir den Jumbo-Pfandbrief-Markt in den Jahren 1995 bis 2000 groß gemacht hatten. Das hat natürlich auch Konsequenzen: 1995 vereinte der deutsche Pfandbrief 80 bis 85 Prozent des gesamten Covered-Bond-Marktes auf sich. Nennenswerte Aktivitäten gab es außer in Deutschland nur in Dänemark und auf erheblich kleinerem Niveau neben Frankreich in Schweden, der Schweiz und in Österreich. Heute kommt der gesamte Covered-Bond-Markt auf ein ausstehendes Volumen von mehr als zwei Billionen Euro. Davon haben die Deut-

schen immerhin knapp 900 Milliarden Euro beziehungsweise einen Anteil von 44 Prozent.

**I&F** Mortgage Backed Securities sind verbriefte Beleihungen von Gewerbe- und Wohnhypotheken, Hypothekendarlehen sind das von der klassischen Entwicklung, von der Tradition her auch. Hat der Markt den Unterschied zwischen den US-Verhältnissen und dem, was ein Pfandbrief ist, verstanden? Sitten Sie jetzt Hände reibend hier?

Schadenfreude ist fehl am Platz, deshalb reibe ich mir auch nicht die Hände. Wir sind zufrieden mit dem, was wir

hinsichtlich des Pfandbriefs geschafft haben. Man kann feststellen, dass Banken mit Pfandbrieflizenz eindeutig einen Vorteil in der Kapitalmarktkrise haben. Denn im Verlauf der Krise wurde schnell deutlich, dass sich die europäischen Covered-Bond-Märkte ganz anders entwickelt haben als unser Pfandbriefmarkt. Das betrifft insbesondere die Structured Covered Bonds, die erhebliche Spread-Ausweitungen verzeichneten, während die Pfandbriefe von der Hinwendung zu Qualität eher profitiert haben, sodass sich die Spreads stabil hielten oder sogar verbesserten. Insofern war es den deutschen Emittenten – im Gegensatz zu anderen – auch immer möglich, große Emissionen zu platzieren.

Subprime ist ein amerikanisches Thema, das sich grundlegend von der deutschen Kreditvergabepraxis und den daraus folgenden Kreditstrukturen unterscheidet. Permanent wird dem Verband die Frage gestellt, was die Mitgliedsinstitute an minderwertigen US-Hypotheken in den Deckungsstöcken haben. Ich kann sagen, wir haben amerikanische Wohnimmobilien in einer Größenordnung von 0,1 Prozent in unseren Deckungsstöcken, aber das sind keine Einfamilien-, sondern Mehrfamilienhäuser oder größere Wohnimmobilienanlagen von Wohnungsgesellschaften. Insofern spielt Subprime direkt über entsprechende Kredite oder indirekt über MBS in der Deckung überhaupt keine Rolle für den Pfandbrief –



„Banken mit Pfandbrieflizenz haben einen Vorteil in der Kapitalmarktkrise.“

**Henning Rasche**  
Mitglied des Vorstands,  
Eurohypo AG, Eschborn,  
und Präsident,  
Verband deutscher  
Pfandbriefbanken e.V. (vdp),  
Berlin

letzteres, weil MBS gar nicht deckungsfähig sind.

**I&F** Wie viele US-Hypotheken darf eine Pfandbriefbank im Deckungsstock haben?

Es gibt klare Vorschriften, was an Finanzierungen in den Deckungsstock kann. Länder, in denen das Konkursvorrecht

paar Abzüge bescheren. Dann müsste sich der Präsident doch lautstark zu Wort melden?

Wir haben inzwischen die Möglichkeit, durch die Qualität der Deckung das Triple-A zu halten. Das gilt auch für Häuser, die zumindest in dem Bereich bis Triple-B reichen. Wir haben aber Probleme, wenn die Ratings schlechter werden oder die

Der Pfandbrief ist das Prime-Produkt im Markt – das ist unser Anspruch. Es besteht Konsens unter uns Emittenten, dass der Pfandbrief das strengste und das beste Produkt sein soll, weil wir auf der besten Spread-Basis emittieren wollen. Deshalb haben wir die Deckungsfähigkeit auch in der Vergangenheit so stark eingegrenzt. In diesem Punkt wurde uns zuweilen Sturheit vorgeworfen. Als das ausstehende Pfandbriefvolumen, das Mitte des Jahres 2000 noch 1,1 Billionen Euro betrug, bis zum Jahr 2006 auf etwa 950 Milliarden Euro sank, haben wir uns die Frage gestellt, was wir machen können, um eine breitere Deckungsmasse für mehr Emissionen zu schaffen. Gleichzeitig mussten die Sicherheitsstandards des Pfandbriefs hochgehalten werden.

„Unsere Refinanzierung über öffentliche Pfandbriefe und Hypothekendarlehen funktioniert.“

nicht gilt, dürfen maximal zehn Prozent des Deckungsstocks ausmachen. Aber keine Bank hat meines Wissens Amerika in dieser Größenordnung im Deckungsstock.

**I&F** Selbst wenn die Deckungsmassen über jeden Zweifel erhaben sind, gibt es Institute, die in dem, was man heute Real Estate Investment Banking nennt, Anlagen getätigt haben, die sehr wohl in die Subprime-Kategorie fallen. Hat ein Verband an den Stellen Lehren zu verbreiten? Kann ein Verband im Sinne der Qualität der Pfandbriefinstitute und ihrer Produkte Richtlinien vorgeben?

Bis in die erste Hälfte des Jahres 2007 waren alle überzeugt, dass alles, was die Rating-Agenturen mit Triple-A benotet haben, auch ein sicheres Investment sein müsse. Insofern haben eben auch einige Entscheidungsträger in den Pfandbriefbanken abseits der Deckungsstöcke in CDOs, CLOs und RMBS investiert. Das war die konsequente Erweiterung der jeweiligen Geschäftsmodelle.

Als Verband gibt es kaum Möglichkeiten, auf die strategischen und geschäftlichen Entscheidungen in den Banken Einfluss zu nehmen. Unsere Hauptaufgaben sind die Verbesserung der Pfandbriefqualität, die Erweiterung der Deckungsstockfähigkeit ohne Qualitätseinbußen und international für den Pfandbrief zu werben.

**I&F** Wenn Pfandbriefbanken sehr stark in minderwertige Produkte investieren, dann würde darunter auch die Institution Pfandbrief – trotz des deutschen Pfandbriefgesetzes – leiden. Denn ein schlechteres Instituts-Rating würde auch dem Pfandbrief-Rating ein

Häuser existenzielle Probleme bekommen. Aber dafür wurde Vorsorge getroffen. So wurde die Funktion des Sachwalters geschaffen, der vor dem Konkurs eines Instituts die Deckungsstöcke aussondern kann und verwaltet. In einer solchen Situation wäre auch der Verbandspräsident und der Verband gefordert, um eine dauerhaft tragfähige Lösung zu finden.

Dieser Zusammenhang wird von den Ratingagenturen Fitch und Standard & Poor's bereits in der jeweiligen Methodologie berücksichtigt. Bei Moody's gibt es noch eine Beziehung zwischen dem Pfandbrief-Rating und dem Instituts-Rating. Aber auch hier löst man sich langsam davon. Grundsätzlich kann mit entsprechenden Überdeckungen jeder Pfandbrief ein Triple-A erreichen,

Eine Idee war, MBS – Residential Mortgage Backed Securities und Commercial Mortgage Backed Securities – in Deckung zu nehmen, was in einigen Rechtsstrukturen möglich ist. Wir haben das im Verband offen diskutiert und ich war von Anfang an ein erklärter Gegner dieses Vorschlags, denn letztendlich muss man sich bei diesen Produkten völlig auf das Rating-Urteil der Agenturen verlassen. Unter anderem wegen dieses Aspektes haben wir nach internen Diskussionen die Aufnahme von MBS in die Deckungsstöcke schon ausgeschlossen, als die Subprime-Krise noch gar nicht virulent war.

Eine andere Frage ist das Risiko bei wohnwirtschaftlichen Beleihungen in Deutschland. Hier wollten wir die Deckungsstockfähigkeit der Kredite auf bis

„Häuser, die zu einem großen Konzern mit Kundeneinlagen gehören, haben derzeit einen Vorteil.“

auch wenn der Emittent kein Top-Rating hat. Im Grunde war aber auch ein Double-A in der Vergangenheit nie ein Problem bei der Vermarktung des Pfandbriefs.

**I&F** Sie haben also nur über das Gesetz die Möglichkeit, Einfluss zu nehmen, zum Beispiel indem in der aktuellen Novelle MBS doch nicht in den Deckungsstock sollen, der geografische Kreis nicht auf die OECD-Länder ausgeweitet wird, die Beleihungsgrenzen für Wohnimmobilien bei 60 Prozent bleiben. Sind Sie zufrieden?

zu 80 Prozent des Beleihungswertes ausdehnen. In der Zeit einer solchen Kapitalmarktkrise, wie ich sie noch nicht erlebt habe, gaben wir lange bevor die vdp-Vorstandsvorlage zur Novelle erstellt wurde, die Devisen aus, dass nichts geändert werden sollte. Denn wir sind auch mit der bisherigen Regelung erfolgreich. Deshalb wird es auch keine Erweiterung auf alle OECD-Staaten und keine Veränderung in den Strukturen der Deckungsstöcke geben.

Was wir mit der Gesetzesnovelle neu schaffen ist der Flugzeugpfandbrief.

Flugzeugkredite sind Schiffskrediten sehr ähnlich und sie werden in eigenen Deckungsstöcken geführt. Das Volumen der Flugzeugpfandbriefe wird in den nächsten Jahre voraussichtlich nur einen einstelligen Milliardenbetrag erreichen.

Ansonsten bringt die Novelle technische Änderungen, welche die Sicherheitsas-

briefs zu amerikanischen Structured Covered Bonds 80 Basispunkte.

Meine Prognose ist, dass in den nächsten Jahren die Dokumentationen doch wieder intensiver gelesen werden. Bei Structured Covered Bonds ist das in der Vergangenheit schon wegen der Umfänge der Verträge nicht immer gemacht wor-

einlagen gehören, haben derzeit einen Vorteil. Die Einschränkungen der unbesicherten Refinanzierung und der Exit über den Kapitalmarkt sind allerdings ein limitierender Faktor für das Neugeschäft. Denn Verbriefungen funktionieren nicht mehr, bei Syndizierungen gibt es noch Möglichkeiten.

Der Eurohypo sind nach Ausbruch der Krise noch zwei Verbriefungen über einige wenige hundert Millionen Euro gelungen, aber die großen Platzierungen im Milliarden-Bereich gibt es im Augenblick im Markt nicht. Damit muss einiges mehr auf die Bilanz genommen werden, wobei hier der zweite limitierende Faktor die Eigenkapitalgrenze ist. Hier hat ein Staatsfinanzierer den Vorteil, dass er kaum Eigenkapital braucht.

## „Die Einschränkungen der unbesicherten Refinanzierung sind ein limitierender Faktor für das Neugeschäft.“

pekte stärken. Beispielsweise werden die neuen Liquiditätsregeln vorschreiben, dass im Deckungsstock die Fälligkeiten für die nächsten 90 Tage abgedeckt sein müssen, damit nach der Separierung im Falle einer Emittenteninsolvenz genügend Liquidität vorhanden ist, um Zahlungsverzögerungen auszuschließen. Das heißt zu der Überdeckung von zwei Prozent kommt nochmals ein weiterer Liquiditätspuffer hinzu.

**I&F** *Sitzen sie da die „Probleme“ nicht aus? Der Pfandbrief hat in den guten Zeiten an Bedeutung verloren, als viel Liquidität vorhanden war und es am Stabilitäts- und Sicherheitsbewusstsein mangelte. Was passiert, wenn – in einem Jahr oder in zwei Jahren – wieder Liquidität im Markt ist und sich niemand gern an Schlechtes zurückerinnert? Droht dann nicht ein erneuter Bedeutungsverlust des Pfandbriefs, weil er eben nicht freizügig genug ist im Vergleich zur Konkurrenz?*

Der Bedeutungsverlust des Pfandbriefs bemisst sich nur an der Größenordnung. Für die Emittenten hat das Produkt weiterhin eine extrem hohe Bedeutung. Die Pfandbrief-Konkurrenten legten nur zu, weil für Kreditrisiken kein Preis gezahlt wurde. Es war soviel Liquidität im Markt, dass selbst Structured Covered Bonds, die auf der Basis von privatrechtlichen Regeln geschaffen worden sind, fast zu den gleichen Preisen wie ein Pfandbrief gekauft wurden. Noch Mitte des vergangenen Jahres haben Investoren in den USA kräftig Washington Mutual und UK Structured Covered Bonds, aber kaum Pfandbriefe erworben, weil der Pfandbrief damals als zu teuer empfunden wurde. Er kostete zehn oder 15 Basispunkte mehr als die anderen Produkte. Inzwischen wird Risiko ganz anders zur Kenntnis genommen und auch bezahlt. Heute beträgt der Abstand des Pfand-

den. Derzeit profitieren wir vom guten Ruf des Pfandbriefs in Asien, wo die Zentralbanken und Großinvestoren unser Produkt verstanden haben, und weil sie der gesetzlichen Basis mehr Vertrauen entgegenbringen.

Diese Vorteile hat inzwischen sogar Großbritannien, das Mutterland der Structured Covered Bonds, entdeckt. Im März wurde dort ein entsprechendes Gesetz auf den Weg gebracht. In den USA wird über bankaufsichtliche Regulierungen nachgedacht, weil strukturierte Produkte im Augenblick keinen Erfolg haben und die Emittenten damit nicht die nötige Liquidität bekommen.

**I&F** *So ganz unbeschädigt ist die Passivseite aber doch nicht dazugekommen. Wenn man die Spreads zwischen den verschiedenen Arten von Pfandbriefen oder gar den Ungesicherten ansieht, dann zeigt sich, dass der Markt sehr wohl zu differenzieren weiß. Ist es richtig, dass die öffentlichen Pfandbriefe deutlich besser fliegen als die klassischen Hypothekendarlehen und dass Unbesichertes derzeit unverkäuflich ist?*

Unsere Refinanzierung über öffentliche Pfandbriefe und Hypothekendarlehen funktioniert. Der Renditeabstand zwischen den beiden Produkten würde ich heute bei zwei bis drei, bei manchen Häusern vielleicht vier Basispunkten sehen, aber das ist minimal. Wir haben eigentlich kein Problem mit der Entwicklung.

Bei den unbesicherten Emissionen muss gesehen werden, dass die Pfandbriefhäuser senior unsecured vielfach mit einem Single-A geratet sind und es damit heute – in Zeiten der Krise – keinen problemlosen Zutritt zum Markt gibt. Häuser, die zu einem großen Konzern mit Kunden-

**I&F** *Welche Konsequenzen hat die Finanzkrise für ihre Kreditstandards? Was sagt Ihre Aktivseite, wenn die Refinanzierung schon wieder teurer geworden ist?*

Die Immobilienkollegen suchen sich heute die Objekte oder Projekte aus, die bonitätsmäßig die besseren sind. Die Ansprüche der Bank, was in die Bücher genommen wird, sind hinsichtlich des Ertrags deutlich nach oben geschraubt worden. Das ist nicht nur den höheren Refinanzierungskosten, sondern auch dem knappen Gut Eigenkapital geschuldet. Denn wir können in der Regel nicht gewerbliche Immobiliendarlehen ausschließlich im 60-prozentigen Beleihungsraum vergeben. Die meisten Finanzierungen gehen darüber hinaus, sodass zu jedem Kredit ein unbesicherter Teil gehört, der nicht mit Pfandbriefen refinanziert werden kann.

**I&F** *Was muss passieren, um künftig zu verhindern, dass das Interbank Market Making ausgesetzt wird – wie im November 2007 geschehen?*

Im November wurde nur das Interbanken-Market Making, also die Preisstellung zwischen den Investmentbanken untereinander, für zwei Tage komplett eingestellt. Das Market Making der Investmentbanken für Kunden war und ist jederzeit gewährleistet. Fonds, Versicherungen, Zentralbanken – alle haben Kurse gestellt bekommen. Mir sind keine Kundenbeschwerden bekannt wie seinerzeit bei der AHR-Krise, als für dieses Haus keine Geldkurse mehr gestellt worden sind.

Dass das Market Making unter den Banken vorübergehend eingestellt wurde,

liegt zum Beispiel an der Verachtlichung der Spreads zwischen Geld- und Briefsätzen an den Swap-Märkten. Die Bereitstellung permanenter Liquidität wurde für die Market Maker riskanter, weil sie sich nicht mehr ausreichend gegen Marktschwankungen absichern konnten. Sogar die Staatsanleihemärkte funktionierten nicht mehr, weil die Spreads auseinanderliefen.

Ich verstehe die Nöte einer Bank, die diese Risiken nicht absichern kann und blind Positionen aus dem Markt nehmen muss. Als Emittent kann ich das Verständnis jedoch nicht teilen, weil es einen Vertrag gibt, der einzuhalten ist. Aber wir sind zu Kompromissen bereit. So wurde im Dezember 2007 vereinbart, den Spread zu verdreifachen und kleinere Volumina zu handeln.

Heute ist der Markt geteilt. Während die Spreads bei den Pfandbriefen stabil blieben, liefen sie bei den übrigen Covered Bonds auseinander, sodass diese Märkte nicht mehr so liquide und die Risiken höher sind. Bei plus 20 Basispunkten Swap-Spread hat man den Markt anders aufgebaut: UK Structured Covered Bonds, Cedula und andere Covered Bonds werden auf dreifachen Spreads und nur noch mit fünf Millionen Euro gehandelt; die Pfandbriefe haben doppeltes Spread-Niveau und Tickets von bis zu 15 Millionen Euro.

**I&F** **Wie sieht ein pflichtbewusster guter Market Maker für Sie aus?**

Commitment zum Market Making, Commitment zum Haus und er macht den Job, für den er sich vertraglich verpflichtet hat.

**I&F** **Der Pfandbrief lebt von der klaren gesetzlichen Grundlage. Wenn ein Verbriefungsgesetz in Deutschland kommt, ist das für das Pfandbriefgesetz eine „Konkurrenz“ oder ein willkommener Hinweis auf noch mehr Qualität bei Ihnen?**

Es gibt noch keinen klaren Gesetzesvorschlag, aber die Überlegungen gehen dahin, Verbriefungen in die Nähe des Pfandbriefes zu setzen. Die Pfandbriefemittenten nutzen die Verbriefung und den Pfandbrief nebeneinander. Sollte das Verbriefungsgesetz die Pfandbriefregeln nachschreiben, würde ein Produkt entstehen, das nicht mehr als Alternative genutzt werden kann. Durch ein Gesetz für mehr Transparenz bei Verbriefungen zu sorgen ist in Ordnung, aber das Produkt braucht vor allem Flexibilität. ■

## In neuer Auflage: die bekannte Finanz-Enzyklopädie auf CD-ROM



Enzyklopädisches <sup>KNAPPS</sup>  
**LEXIKON**  
des Geld-,  
Bank- und  
Börsenwesens  
Fritz Knapp Verlag

**KNAPPS**  
*Enzyklopädisches  
Lexikon des Geld-,  
Bank- und Börsen-  
wesens auf CD-ROM*

– das ist gebündeltes Expertenwissen auf aktuellstem Stand, von namhaften Autoren sorgfältig recherchiert und detailliert dargestellt.

Die Ausgabe 2007 zeigt die neuesten Entwicklungen im Finanzsektor auf und bietet strukturierte Hintergrundinformationen zum jeweiligen Thema. Zusätzlich sind historisch interessante Beiträge aus früheren Auflagen der Printausgabe enthalten.

Das Lexikon umfasst etwa 1200 Stichworte. Komfortable Suchfunktionen von der gezielten Schlagwortsuche bis hin zur Volltextrecherche ermöglichen das schnelle Auffinden der gesuchten Themen.

**KNAPPS Enzyklopädisches Lexikon  
des Geld-, Bank- und Börsenwesens**

Schriftleitung: Prof. Dr. Friedrich Thießen  
und Prof. Dr. Ursula Walther.  
CD-ROM-Ausgabe 2007. 64,00 Euro.  
ISBN 978-3-8314-0812-2.

**Fritz Knapp Verlag | Postfach 11 11 51 | 60046 Frankfurt**

Tel. (069) 97 08 33-21 | Fax (069) 707 84 00 | E-Mail: [vertrieb@kreditwesen.de](mailto:vertrieb@kreditwesen.de)  
[www.kreditwesen.de](http://www.kreditwesen.de)