

Refinanzierung

Der Pfandbrief aus Sicht der Sparkassen-Finanzgruppe

Bernd M. Fieseler

Die Zuneigung der Sparkassen zum Pfandbrief nimmt zu. Immerhin bekunden knapp zwei Drittel der Sparkassen laut einer aktuellen Umfrage Interesse an gedeckter Refinanzierung. Offensichtlich lohnt sich der höhere Aufwand für die Emission angesichts des deutlich ausgeweiteten Spread-Niveaus für ungedeckte Schuldscheine mittlerweile auch für Sparkassen. Mehr als zwei Dutzend Sparkassen haben schon eine Pfandbrieflizenz, weiß der Autor. Und immer mehr bündeln gemeinsam mit anderen Sparkassen ihre Deckungswerte, um mit Hilfe der Landesbanken als Plattform Pfandbriefe zu platzieren. (Red.)

Über Jahrzehnte hat sich der deutsche Pfandbriefmarkt bewährt und zwar im nationalen wie auch im internationalen Investorenfeld. Der deutsche Pfandbrief ist Vorbild für viele andere Länder. Allerdings ist seit dem Beginn der Finanzkrise kaum noch etwas wie früher. Der bei Investoren und anderen Marktteilnehmern eingetretene Vertrauensverlust hat dabei auch vor dem Pfandbrief nicht haltgemacht. Obwohl die Platzierung von Pfandbriefen schwieriger geworden ist, kann daraus aber nicht geschlossen werden, dass die Qualität dieses nach wie vor kostengünstigen, stabilen und sicheren Refinanzierungsinstrumentes abgenommen hat.

Stärkere Beachtung der Emittenten-Bonität

Der Deutsche Pfandbrief gilt zu Recht als insolvenzsicher. Denn im Insolvenzfall, der im Übrigen eher durch das allgemeine Bankgeschäft und weniger durch eine unzureichende Deckungsmasse verursacht werden dürfte, wird das Vermögen der Deckungsmasse separiert und die Pfandbriefgläubiger vom Sachwalter entsprechend der Emissionsbedingungen befriedigt.

Dennoch ist die Bonität des Emittenten gegenwärtig stärker in den Fokus der Investoren gerückt. Darauf reagieren auch die Rating-Agenturen, die ihre Methodik aktuell dahingehend überarbeiten, dass das Emittentenrisiko bei der Risikobeurteilung des Pfandbriefes zukünftig eine größere Rolle spielt. Diese Entwicklung sollte trotz der damit einhergehenden höheren Markttransparenz kritisch betrachtet werden: Auch wenn

über die qualitative Fundierung der Rating-Kriterien sicherlich unterschiedliche Auffassungen bestehen, darf nicht vergessen werden, dass die Rückzahlung des Pfandbriefes auch bei einem schlechteren Emittentenrisiko in erster Linie von der Qualität der Deckungswerte abhängt!

Ob und in welchem Umfang die geplanten Rating-Veränderungen den Pfandbriefmarkt beeinflussen, ist schwierig vorherzusagen. Gegenwärtig sind im Vergleich zu Staatsanleihen die Kosten aller Refinanzierungsinstrumente als Folge der Finanzkrise gestiegen. Das gilt – wenn auch in erheblich geringerem Maß – ebenso für Pfandbriefe, die früher mit Staatsanleihen praktisch gleichauf lagen. Insbesondere im langfristigen Refinanzierungsbereich macht sich das fehlende Vertrauen der Investoren und Banken bemerkbar.

Da langfristige Prognosen über Liquidität und Bonität der Emittenten nicht mehr zuverlässig getroffen werden können, müssen zum Ausgleich für diese Unsicherheit höhere Risikoaufschläge gezahlt werden. Hier kommt dem Pfandbrief mit seiner typischen langfristigen Bindung eine besondere Bedeutung zu, da gerade die Erfahrungen der jüngsten Vergangenheit zeigen, dass langfristige Refinanzierungen einen bedeuten-

Der Autor

Bernd M. Fieseler ist geschäftsführendes Vorstandsmitglied des Deutschen Sparkassen- und Giroverbandes e.V., Berlin.

den Baustein eines unter Ertrags- und Risikogesichtspunkten ausgewogenen Refinanzierungsmixes darstellen. Zudem trägt es zur Überwindung der Finanz- und Wirtschaftskrise bei, wenn es für langfristige Refinanzierungen wieder einen funktionierenden Markt gibt und auch langfristige Kredite ohne hohe Aufschläge möglich sind.

Im Wettbewerb mit staatsgarantierten Anleihen

Eine bisher unbekannte „Konkurrenz“ hat der Pfandbrief seit Kurzem durch staatsgarantierte Anleihen mit einer Garantiezeit von fünf Jahren erhalten. Die von der Bundesregierung beschlossene Ausdehnung staatlicher Garantien für ungedeckte Bankanleihen auf eine Laufzeit bis zu fünf Jahren kann zusätzlich eine Verschärfung der Marktbedingungen für Pfandbriefe in diesem Laufzeitsegment darstellen.

Ein Vergleich mit der Entwicklung in den Vereinigten Staaten zeigt allerdings, dass Banken, die dort Staatshilfen in Anspruch genommen haben, diese lieber früher als später wieder zurückführen. Dies sowie die aus Emittentensicht erheblichen Kosten legen die Vermutung nahe, dass es keine „Schwemme“ staatsgarantierter Bankanleihen geben wird. Damit ist zu erwarten, dass der zu beobachtende „Crowding out“-Effekt seinen Höhepunkt bald erreichen wird.

Ungebrochenes Vertrauen

Auch aus einer anderen Richtung kommen positive Signale für den Pfandbrief. Eine Umfrage innerhalb der Sparkassen-Finanzgruppe zeigt, dass das Vertrauen in dieses Refinanzierungsinstrument letztlich ungebrochen ist. Die Ende 2008 durchgeführte bundesweite Befragung aller 438 Sparkassen ergab, dass mehr als 64 Prozent der rückmeldenden Institute aktuell oder in Zukunft die Möglichkeiten einer gedeckten Refinanzierung – insbesondere über Pfandbriefinstrumente – prüfen wollen.

Diese Zahlen belegen, dass auf Seiten der Institute grundsätzlich ein hohes Interesse am Pfandbrief als Refinanzierungsinstrument besteht. Denn auch für Sparkassen mit gutem Einlagengeschäft steigert eine ausgewogene Refinanzierungsstrategie die Wettbewerbsfähigkeit. Von den Investoren werden dabei

weniger Jumbo-Pfandbriefe als vielmehr kleinteilige Emissionen im Wege der Privatplatzierung nachgefragt. Das kommt gerade den Sparkassen zugute. So haben beispielsweise Versicherungen und ausländische Marktteilnehmer ihre Linien bei den großen Pfandbriefbanken massiv gekürzt, wollen aber gleichzeitig auch in Zukunft mit sicheren Anlagen in den deutschen Immobilienmarkt investieren. Die folgenden Zahlen belegen, wie die Sparkassen-Finanzgruppe von dem Trend profitiert: Im 4. Quartal 2008 hat sie ihr Neuemissionsvolumen im Bereich der Privatplatzierungen von 1 782 Millionen Euro auf 4 594 Millionen Euro ausgeweitet.

Pfandbrief-Aktivitäten im Verbund

Die Sparkassen-Finanzgruppe verfügt insgesamt über rund 400 Milliarden Euro prinzipiell deckungsfähiger Forderungen,

wovon mehr als 230 Milliarden Euro auf das sichere private Hypotheken-beziehungsweise öffentliche Kreditgeschäft der Sparkassen entfallen. Aktuell besitzen 28 Sparkassen eine Pfandbriefbanklizenz. Weitere 24 Sparkassen nutzen das sogenannte Pfandbriefpooling, um in Zusammenarbeit mit ihren Landesbanken Pfandbriefe zu begeben. Welcher Weg zur Pfandbriefemission gewählt wird, ist durch ein intelligentes Emissionsmanagement zu ermitteln.

Erklärtes Ziel der Sparkassen-Finanzgruppe ist es dabei, mit konkreten Maßnahmen im Rahmen eines gemeinsamen Rollouts die Institute bei der Entwicklung und Umsetzung einer zukunftsfähigen Refinanzierungsstrategie zu unterstützen. Dabei bildet das gerade im März von Moody's bestätigte Aa2-Verbundrating der Sparkassen-Finanzgruppe eine gute Ausgangsposition.

Aber auch wenn das Emittentenrisiko in den Ratings zukünftig stärker gewichtet werden sollte, brauchen sich die Sparkassen keine Sorgen zu machen. Im Hinblick auf die oben dargestellte Verschärfung der Marktbedingungen im Zuge staatsgarantierter Anleihen ist zudem festzustellen, dass aufgrund der hervorragenden kurz- und mittelfristigen Refinanzierungsmöglichkeiten aus dem Kundengeschäft der Fokus der Sparkassen auf Pfandbrieflaufzeiten über fünf Jahren liegt.

Das Vertrauen in den Pfandbrief hat mittlerweile auch die Deutsche Bank erreicht, die Deutsche Pfandbriefe als „kostengünstige Ergänzung“ des bisherigen Refinanzierungsmixes begeben will und daher eine Pfandbrieflizenz beantragt hat. Die aktuellen Entwicklungen zeigen also: Der Pfandbrief ist nach wie vor attraktiv und zukunftsfähig. ■