

## Schwerpunkt Kommunalkredit

# Das Geschäftsmodell der deutschen Pfandbriefbanken nach der Krise

Dass Pfandbriefe zuletzt von der Finanzmarktkrise betroffen waren und als erstes wieder funktionierten, schreiben die Pfandbriefbanken der hohen Qualität ihres Hauptrefinanzierungsinstruments zu. Nicht nur der Autor, auch andere Akteure wie beispielsweise Ratingagenturen sind jedoch anderer Auffassung. Für sie sind es vor allem die implizite Staatsgarantie und die Covered-Bond-Aufkäufe durch die EZB, die den Pfandbrief und seine Emittenten stützten. Zwar analysiert der Autor kritisch das Geschäftsmodell Pfandbriefbank, zeigt aber auch, wie seiner Meinung nach daraus doch noch eine Erfolgsgeschichte werden kann. (Red.)

Die Finanzkrise von 2007/2008 und die folgenden Staatskrisen in der EU haben unter den privaten deutschen Kreditinstituten primär Pfandbriefbanken getroffen. Abgesehen von den Landesbanken ging der weitaus größte Teil staatlicher Hilfe in diesen Sektor, und auch die Liquiditätshilfen der Zentralbank fanden hier eine hohe Konzentration. Einst der solideste – und auch langweiligste Teil – des deutschen Bankwesens, hatte diese Institutsgruppe als „kapitalmarktabhängiger Monoliner“ das Vertrauen der Finanzmärkte verspielt. Im Folgenden soll aufgezeigt werden, wie es zu dieser dramatischen Entwicklung kommen konnte, weshalb das herkömmliche Geschäftsmodell einer Pfandbriefbank nicht mehr valide ist und welche Auswege aus dem Dilemma sich anbieten.

### Von der Immobilien- zur Staatsfinanzierung

Das ursprüngliche Geschäftskonzept einer Hypothekbank war denkbar einfach: Bonitätsmäßig einwandfreie Aktiva in Form von erstrangigen Grundpfandrechten und Forderungen an die

öffentliche Hand werden durch die Emission von Pfandbriefen refinanziert, wobei den Pfandbriefgläubigern die Vermögenswerte als Sicherheit im Konkursfalle des Instituts allein zustehen. Die Pfandbriefe wurden früher meist auch von den institutionellen Investoren bis zur Fälligkeit gehalten; einen solchen „Buy-and-hold-Ansatz“ verfolgte auch die emittierende Bank in Bezug auf ihre Aktiva. Für sie galt das Spezialbankprinzip, das heißt, normale Geschäftsbanken – mit zwei Ausnahmen – durften keine Pfandbriefe emittieren.

Die Institute waren in der Regel Töchter von Universalbanken und agierten für diese wie „Captive Banks“, indem sie vor allem die erstrangigen Teile (bis 60 Prozent) der Immobilienkredite, die die Mutter akquirierte, in die Bücher nahmen. Die Anlage in Forderungen an die inländische öffentliche Hand war dabei zunächst eher eine Investition von Überschussliquidität als eine rentierliche Anlage. Dank der anhaltend robusten Immobiliennachfrage im Nachkriegs-Deutschland und der umfangreichen fiskalischen Förderung des Sektors hatten die Hypothekbanken bis in die 80er Jahre keine nennenswerten Kreditrisiken zu verzeichnen.

Die seit den 70er Jahren konjunkturell stärker ausgeprägten Zinskurven boten den Spezialinstituten, die traditionell eher eine fristenkongruente Refinanzierung betrieben hatten, zusätzliche Erträge aus Fristen-Mismatch. In der Regel war dies keine dauerhafte Fristentransformation; bei fallenden Zinsen wartete man einfach einige Monate, bevor man eine Aktiv-Position auf der Passivseite zinsmäßig schloss – bei steigenden Zinsen konnte man mit einem Passivvorlauf

arbeiten, was allerdings teurer war. Angesichts der steigenden Bedeutung der Erträge aus Fristentransformation wurde dann auch die „Kommunalfinanzierung“ im Sinne großvolumiger Staatsfinanzierung erstmalig attraktiv: Sie vergrößerte die Masse, die zur Zinsspekulation zur Verfügung stand.

Hinzu kamen die Effekte aus den Regeln aus „Basel“, die für Hypothekenkredite die Eigenkapital-Unterlegung in Deutschland von Null auf 50 Prozent hebelten, während Staatskredite, je nach staatlicher Einheit, gar nicht oder mit zehn Prozent unterlegt werden mussten. So weiteten die Spezialinstitute ihre – bei laufzeitkongruenter Betrachtung unrentablen – Investitionen in Papieren von Bund und Ländern aus, um dank einer steilen Zinskurve Handelsgewinne zu erwirtschaften. Für das Jahr 2003 weist die Statistik einen Anteil öffentlicher Pfandbriefe am gesamten Pfandbriefumlauf von 76 Prozent aus.<sup>1)</sup>

### Von „local heroes“ zu internationalen Emittenten

Die Einführung des Euro bedeutete für die Hypothekbanken zweierlei: Zum einen fiel ihr Monopol auf DM-nominierte „Covered Bonds“, das heißt, DM-basierte institutionelle Investoren konnten jetzt ohne Währungsrisiko neben deutschen Pfandbriefen auch Lettres de Gage, österreichische Pfandbriefe oder Cédulas kaufen, zum anderen konnten die deutschen Institute nunmehr Pfandbriefe in der neuen Heimatwährung der Investoren europaweit platzieren. Umgekehrt war ihnen der Ankauf europäischer Aktiva qua Gesetz in all denjenigen Ländern erschwert, in denen eine Bevorrechtigung der Pfandbriefgläubiger im Konkursfall nicht gesetzlich verankert war. Das beschränkte die Institute im Wesentlichen auf Investitionen in Frankreich und Österreich.

Um die Attraktivität des deutschen Pfandbriefes bei internationalen Investoren, die in der Regel keine „Buy-and-hold“-Strategie verfolgten, zu erhöhen,

#### Der Autor

#### Dr. Marcel Morschbach

Senior Advisor, zeb/rolfes.schierenbeck.associates gmbh, Frankfurt am Main



war zuvor (um 1995) der „Jumbo“ erfunden worden: Emissionen von mindestens einer Milliarde Euro, für die andere Institute als Market Maker auftraten und so die erforderliche Liquidität und Preistransparenz herstellten.

Neben der Euro-Einführung hatte auch der Fall der Mauer die Geschäftsgrundlage der Hypothekenbanken nachhaltig beeinflusst. Erst brachte die Wiedervereinigung den Hypothekenbanken eine Sonderkonjunktur, dann – nach Platzen der Blase – einen herben Wertberichtigungsbedarf. Die Kombination aus europäischen Expansionspotenzialen auf der Passivseite, zunehmender europäischer Konkurrenz und der deutlich reduzierten Attraktivität des heimischen Immobilienmarktes führte dazu, dass die Hypothekenbanken und ihre Mütter begannen, auf eine Reform des über 100 Jahre alten Hypothekengesetzes zu drängen. Vor allem sollte das Gesetz eine größere Internationalisierung und damit Diversifizierung der Aktiva zulassen. Das neue Pfandbriefgesetz passierte den Bundestag 2005. Von nun an konnten die ehemaligen Hypothekenbanken, die jetzt Pfandbriefbanken hießen, EU-weit unbeschränkt und in Nicht-EU-Ländern der OECD-Gruppe bis zu zehn Prozent ihres Deckungsstocks investieren.

Unabhängig vom sich erweiternden Aktionsradius und von den sich damit ergebenden Marktchancen wurden einigen Bank-Konzernen ihre Hypothekentöchter zunehmend zur wachstumsbeschränkenden Eigenkapitalbelastung; auch verhandelten die zyklisch auftretenden Wertberichtigungen auf Immobilienkrediten das ein oder andere Quartalsergebnis, was sich im Rahmen der Shareholder-Value-Philosophie gar nicht gut verkaufen ließ. So wurde die Idee des Spin-Offs in kurzer Abfolge zwischen 2001 und 2003 in mehreren Konzernen umgesetzt: Die drei Großbanken verschmolzen ihre Hypothekentöchter zur Eurohypo (neu), die Hypovereinsbank brachte ihre Sammlung von Hypothekentöchterbanken unter dem Dach der Hypo Real Estate Holding ein, und die Depfa Deutsche Pfandbriefbank trennte sich von ihrer Geschäftsbank-Tochter, in der das Immobiliengeschäft weitgehend gebündelt war (heute Aareal Bank). Alle drei Institute wurden an die Börse gebracht und entlasteten so ihre Alt-Eigentümer.

Damit entstanden auf einen Schlag drei „Non-Captives“ ohne Konzern-Rückhalt. Erstmals machte der Begriff von „Bad Banks“ in Deutschland die Runde, allerdings nicht nachhaltig. Die Börsen-Neu-

linge entwickelten sich überraschend gut: Die letzte nationale Immobilienkrise war ausgestanden, die internationale Expansion erlaubte neben einer besseren Diversifikation höhere Erträge und – dank der nach wie vor geringen Kapitalunterlegung von Staatskrediten – die Fortsetzung des volumengetriebenen Geschäftsmodells.

### Ende der Volumenorientierung

Die Ersetzung des ehemaligen Hypothekengesetzes im Jahre 2005 durch das Pfandbriefgesetz bedeutete das Ende der rund 100 Jahre alten Spezialbankengruppe „Hypothekenbanken“. Das Recht zur Pfandbriefemission erforderte jetzt nicht mehr ein eigenes Spezialinstitut, sondern nur noch eine entsprechende Lizenz; gleichzeitig stand den früheren Spezialbanken nunmehr der Weg in die ganze Palette des Bankgeschäfts offen. Auch wurden öffentliche und private Pfandbriefe sowie Schiffspfandbriefe erstmals einer einheitlichen Regulierung im Sinne des früheren ÖPG unterworfen.

Neben diesen strukturellen Novellierungen war es aber vor allem die unbeschränkte Öffnung der Aktivseite für EU-Länder und die limitierte Öffnung für OECD-Länder (de facto primär Schweiz und USA), die die Pfandbriefbanken interessierte. Damit war der Weg frei für eine Diversifizierung des Portfolios, die in der Staatsfinanzierung, unter Beibehaltung geringfügig höherer Risiken, eine Rendite von 15 bis 25 Basispunkten bei minimaler Kapitalbindung erlaubte. Nach Aufweichung der Maastricht-Kriterien durch die deutsche Regierung hatte wohl niemand Grund an der Solidarität unter europäischen Finanzministern zu zweifeln. Zwischen Novellierung des Pfandbriefrechts und Ausbruch der Finanzkrise vollzogen sich noch zwei Transaktionen, die die „Klumpenrisiken“ im Kreis der Pfandbriefbanken deutlich erhöhen sollten: die Übernahme der Eurohypo durch die Commerzbank und die Übernahme der DEPPFA durch die HRE.

Die Finanzkrise erreichte die Pfandbriefbanken auf drei Ebenen: erstens das Platzen der US-Immobilienblase mit entsprechenden Auswirkungen auf die Immobilienkredite sowie die auf US-Immobilien basierenden „Finanzinnovationen“ im Bestand ab Mitte 2007, zweitens die Weigerung des Geldmarktes unbesicherte Refinanzierungen zu prolongieren, was man später bequem alles auf den „Lehman-Fall“ geschoben hat, und drittens –

mit erheblicher zeitlicher Verzögerung – die Staatskrisen in den europäischen Peripherie-Staaten. Während zu einem Universalbank-Konzern oder -Verbund gehörende Institute aufgrund der weiterhin starken Orientierung auf inländische Immobilien bei Weitem nicht existenzbedrohend getroffen wurden und in der Refinanzierung auf ihre einlagenbasierten Gruppen zurückgreifen konnten, waren alle anderen durch die weitgehende Vernachlässigung des Liquiditätsrisikos in ihrer Existenz bedroht.

### Zwang zur grundlegenden Neuorientierung

Die Bundesregierung hat mit ihren Rettungsmaßnahmen deutlich gemacht, dass sie dem Funktionieren des im Pfandbriefgesetz verankerten Gläubigerschutzes nicht traute. Die drei großen Ratingagenturen reagierten prompt und änderten ihre Regeln dahingehend, dass ein Pfandbrief-Rating nicht mehr unabhängig vom Instituts-Rating vergeben wird; vielmehr gibt es jetzt für alle Emittenten eine maximale Anzahl von Notenstufen („notches“), die das Pfandbrief-Rating über dem Instituts-Rating liegen kann.

Gleichzeitig begannen die Ratingagenturen, das Liquiditätsrisiko im Deckungsstock genauer zu messen und strenger zu bewerten. Ferner „kassierten“ sie die Erlaubnis des Gesetzes zur Übernahme von Staatsfinanzierungen in Ländern außerhalb der EU. Sofern in diesen Ländern kein gesetzlich verankertes Pfandbriefgläubiger-Vorrecht im Konkursfall besteht, werden die entsprechenden Aktiva von den Ratingagenturen nicht mehr als deckungsstockfähig anerkannt. Heilen kann die betroffene Bank die Liquiditäts- und Qualitätslücken durch eine entsprechende Überdeckung, das heißt die Aufnahme von einwandfreien und liquiden Vermögenswerten, wie zum Beispiel Bundesanleihen, die dem Deckungsstock zugeführt werden, die aber außerhalb des Deckungsstocks refinanziert werden.

Derartige Überdeckung geht weit über die gesetzlich geforderten zwei Prozent hinaus; die Rede ist im Markt von 18 bis 28 Prozent. Eine solche zusätzliche unbesicherte Refinanzierung stellt nicht nur ein gravierendes Ertragsproblem dar, sondern auch ein Rechtsrisiko, da Vermögenswerte dem Zugriff der Bankgläubiger entzogen werden. Hinzu kommt, dass unbesicherte Refinanzierungsquellen nach der Finanzkrise nur noch in sehr

geringem Umfang respektive zu teuren Konditionen verfügbar waren beziehungsweise sind. Somit blockiert die Absicherung der Pfandbrief-Ratings die für das Neugeschäft im Immobilienbereich erforderliche Refinanzierung des Nachrangteils.

Neben den Anforderungen der Ratingagenturen zwingt auch das neue aufsichtsrechtliche Rahmenwerk die Pfandbriefbanken zur Kursänderung: Eine Leverage Ratio, die das Nominalvolumen des Kreditgeschäfts auf das 33-fache des Eigenkapitals begrenzt, setzt dem volumengetriebenen Staatsfinanzierungsmodell ab 2018 ebenso ein Ende wie höhere Eigenkapitalanrechnungen für bislang niedrig gewichtete Staatskredite. Weiterhin reduziert die Eigenkapitalunterlegung der Liquiditätsrisiken den Spielraum für Fristentransformation ab 2015 deutlich.<sup>2)</sup>

## Optionen für die Zukunft

Der Dreh- und Angelpunkt der Aktivitäten der Pfandbriefbanken wird weiterhin die Emission von Pfandbriefen sein. Allgemein wird beteuert, dass dieses Instrument die Krise gut überstanden hat, was angesichts der massiven staatlichen Stützung der emittierenden Banken kaum verwunderlich ist. Was allerdings auf der Strecke geblieben ist, ist die Liquidität dieser Wertpapiergattung, seit die Market Maker ihre Tätigkeit in der Krise eingestellt haben.

Entsprechend ging das Neuemissionsvolumen im Zeitraum von 2005 bis 2009 von 173 Milliarden Euro auf 110 Milliarden Euro zurück.<sup>3)</sup> Einen funktionierenden Sekundärmarkt mit der nötigen Liquidität herzustellen, wird eine Kernaufgabe für die Branche insgesamt sein. Die geplante Erhöhung der Preistransparenz stellt dabei einen wichtigen Schritt dar. Generell sollte die Nachfrage nach Pfandbriefen dann wieder steigen, wenn ihre Anerkennung als liquides Instrument sowohl unter Basel III als auch für Versicherungen unter Solvency II verbessert werden kann.

Eine der Stärken der früheren Hypothekenbanken war ihre Verankerung als Captive in Universalbank-Gruppen. Institute, die diese Stellung beibehalten hatten, insbesondere im Genossenschaftsverband, sind deutlich besser durch die Krise gekommen als ihre Non-captive-Konkurrenten. Für das eine oder andere Non-Captive-Institut könnte sich die Frage stellen, ob es sinnvoll ist, die Rolle eines Captive-

Partners für Geschäftsbanken zu übernehmen, für die der Aufbau eines eigenen Pfandbriefgeschäftes aufgrund der gesetzlich geforderten Regelmäßigkeit und Nachhaltigkeit nicht gegeben ist.

Auf Einzelinstituts-Ebene ist in den letzten zwei Jahren bei einer Reihe von Instituten eine Strategie im Sinne eines „Back to the roots“-Ansatzes zu erkennen: Abkehr von der Staatsfinanzierung sowie der internationalen Immobilienfinanzierung und dafür Konzentration auf die inländische gewerbliche Immobilienfinanzierung. Ein erneuter Herdentrieb deutet sich an. Dabei wäre es im Interesse des Einzelinstituts sinnvoll, sich die Zielgruppenauswahl entsprechend einer Kombination eigener Stärken und erkannter Marktpotenziale zuzuschneiden, sodass ein individueller Mix aus Ländern, Kundengruppen und Objekt-Typen entsteht.

Da das bilanzwirksame Geschäft den oben genannten Restriktionen unterliegt, wird bei der Auswahl der Zielgruppen und -märkte ganz wesentlich auf die Möglichkeiten der Generierung von Provisionsgeschäft zu achten sein. Pfandbriefbanken haben die Möglichkeit der Erweiterung ihrer Produktpalette mit dem Gesetz von 2005 erhalten, diese Chance bislang aber meist nur opportunistisch genutzt. Dabei bieten Immobilien- und Staatsfinanzierung eine ganze Reihe von Ansatzpunkten. Beispielsweise bieten sich in der Finanzierung von Kommunen – mit unterschiedlichen Schwerpunkten in der EU – Schuldenberatung, Cash-Management und die Begleitung bei Privatisierungen oder Rückverstaatlichungen an.

Angesichts der jüngsten Rechtsprechung besteht zwar eine gewisse Aversion im Hinblick auf Derivate-Geschäfte mit der öffentlichen Hand, der Bedarf sollte aber bei steigenden Zinsen im Euro-Raum deutlich zunehmen, sodass es sich durchaus lohnen kann, hier die entsprechende Compliance aufzubauen, die Rechtsrisiken vermeidet. Auch im Immobiliengeschäft können Beratungsdienstleistungen zu signifikanten Zusatzerträgen im Provisionsbereich führen; hier ist die Aareal Bank mit ihren IT-Leistungen für die Wohnungswirtschaft ein gutes Beispiel. Ob eine Bank das Know-how für die neuen Produkte durch Eigenentwicklung, Akquisition oder Kooperation erwirbt, wird jeweils vor dem Hintergrund der bereits vorhandenen Ressourcen und Marktgegebenheiten zu entscheiden sein.

Neben der Generierung von stabilen Provisionserträgen wird es für den Erfolg

der Pfandbriefbanken wichtig sein, angesichts der regulatorischen Volumenslimitierung mit dem alten „Buy-and-hold“-Ansatz zu brechen. Zwar gab es auch schon vor der Krise umfangreiche Aktivitäten zur Verbriefung oder Syndizierung von Aktiva, dies war jedoch meist reaktiv und auf schmale Investorengruppen zugeschnitten. Künftig wird es für die Fähigkeit der Bank, zeitnah auf Marktänderungen zu reagieren, von zentraler Bedeutung sein, dass sie sich neue Investoren-Gruppen – mit den dazu passenden Instrumenten – erschlossen hat, bei denen sie Neugeschäft und Bestandsgeschäft platzieren kann.

Ob dies eher bei institutionellen Anlegern wie Pensionskassen oder zum Beispiel im Wealth Management oder bei Staatsfonds möglich ist, muss individuell recherchiert werden. Von hoher Bedeutung ist auch, dass die Organisation der Bank so geändert wird, dass die Akquisition von Kreditgeschäft schon unter der Prämisse der Weiterplatzierung des Risikos arbeitet.

## Abkehr von Buy-and-hold

Über Jahre haben die alten Hypothekenbanken einen guten Teil ihres Ergebnisses mit der Fristentransformation verdient. Zum Verhängnis wurde ihnen der Liquiditäts-Mismatch, nicht jedoch die Zinspekulation. Seit der Krise mussten Bankvorstände, vor allem wenn sie staatliche Mittel in Anspruch nahmen, dieser Ertragsquelle abschwören. Das sollte aber nicht als Dauerlösung verstanden werden – insbesondere in Zeiten der Rückkehr einer positiven Zinskurve. Entscheidend für die Akzeptanz eines „aktiven Zinsmanagements“ bei Aufsichtsbehörden und Eigentümern dürfte eine hohe Transparenz sein, insbesondere eine saubere Trennung der Darstellung und Analyse von Zins- und Liquiditätsrisiken.

Die Kombination aus einer provisionsorientierten Zielgruppen-Strategie mit einer pro-aktiven Bilanz- und Risikosteuerung bei Wieder-Zulassung eines (limitierten) Zins-Handelserfolges könnte auch ein für Investoren ansprechendes Modell sein, auf das eine Pfandbriefbank ihre Road Show oder Brautschau aufbauen kann. Eines ist in jedem Falle sicher: Pfandbriefbanken sind keine langweiligen Institute mehr!

### Fußnoten

<sup>1)</sup> vdp-Statistik zum Pfandbriefumlauf

<sup>2)</sup> siehe auch: Basel III bedroht Pfandbriefbanken, in: Börsen-Zeitung vom 7. April 2011, S. 6

<sup>3)</sup> vdp-Statistik zum Pfandbriefumlauf