

## Schwerpunkt Pfandbriefe und Pfandbriefbanken 2013

# Konditionen und Rating – Emissionserfolg auch ohne Triple-A

**Pfandbriefe brauchen kein Triple-A-Rating. Diese Erfahrung hat der Autor gemacht, nachdem im Jahr 2012 die Deutsche Hypo und in der Folge auch deren Schuldverschreibungen von der Agentur Moody's herabgestuft wurden. Rückblickend zeigt sich, dass sich die Papiere quasi ohne höhere Risikoprämie absetzen lassen. Damit wird deutlich, dass sich Investoren in der Regel nur noch bedingt am Rating orientieren, sondern sich verstärkt auf eigene Analysen verlassen und eigene Kriterien für ihre Anlageentscheidung zugrunde legen. Aktuell kommt der Bank freilich entgegen, dass Pfandbriefe sehr gefragt sind. Da es jedoch immer weniger Anlagen mit Triple-A-Rating gibt, greifen Investoren auch häufiger bei Papieren mit niedrigeren Noten zu.** (Red.)

Eine Anleihe ist nur so gut wie ihr Rating. Vor der Finanzmarktkrise hätte die Mehrheit der Investoren diese Behauptung vermutlich unterschrieben. Bei Investmententscheidungen verließ man sich auf die Ratings der drei großen amerikanischen Ratingagenturen Moody's, Standard & Poor's (S&P) und Fitch Ratings. Sei es bei strukturierten oder unstrukturierten Finanzprodukten: Investoren waren damals wie heute aufgrund eingeschränkter Informationsquellen zu einem großen Teil auf externe Bewertungen angewiesen.

### Immer weniger Bestnoten

Doch hat sich insbesondere in jener besagten Krise das alleinige Vertrauen auf die Analysekompetenz der Ratingagenturen als Fehler erwiesen. In Wahrheit höchst spekulative und folglich unsichere Anleihen wurden von den Agenturen Ende 2006 weiterhin mit einem Prime oder High-Grade-Status bewertet. Man denke beispielsweise an die großen islän-

dischen Banken, deren Anleihen zu jener Zeit mit Triple-A-Ratings benotet wurden. Wenn also Anleihen nicht ihrer wirklichen Ausfallwahrscheinlichkeit entsprechend bewertet werden – wie es kurz vor der Finanzmarktkrise geschah – ist es nachvollziehbar, dass die Ratingverfahren von Anlegern angezweifelt oder zumindest hinterfragt werden.

Im Zuge der Weltwirtschaftskrise und der derzeitigen Schuldenkrise in der Eurozone wurden seit 2011 viele europäische Staaten wie Griechenland, Zypern und nicht zuletzt Spanien und Italien einer ausführlichen Prüfung durch die Ratingagenturen unterzogen, die mit einer Vielzahl von Herabstufungen einherging. Dabei galten besonders Staatsanleihen bisher als eine der sichersten Anlagen, da diese durch öffentliche Mittel wie Steuerzahlungen besichert sind. Somit erhielt ein Großteil der weltweiten Staatsanleihen ein Triple-A-Rating. Doch zeigen die jüngsten Entwicklungen, dass deren Zahl schwindet. Erst musste sich Frankreich von seiner Bestnote trennen, dann wurde Großbritannien durch Moody's auf „Aa1“ herabgestuft. Bis auf Deutschland, die skandinavischen Länder, die Schweiz und die Niederlande existieren kaum noch Staatsanleihen, die ein reines Triple-A-Rating vorweisen können.

Natürlich wissen wir, dass die bisherigen Herabstufungen aufgrund der Schulden einiger Staaten gerechtfertigt sind. Aber hier stellt sich die Frage, wie viele Triple-A-Ratings es in Zukunft noch geben wird. Wo werden die zukünftigen Maßstäbe für Qualität liegen, wenn immer weniger Anleihen die besonderen Anforderungen eines solchen Ratings erfüllen

können? Werden externe Ratings nach wie vor ausschlaggebend für Anlageentscheidungen sein? Diese Fragen ergeben sich nicht nur in Bezug auf Staatsanleihen, sondern auch auf andere besicherte Anleihen wie beispielsweise den Pfandbrief. Dieser wird ebenfalls als solides Anlagepapier gehandelt und erfährt über die Finanzmarktkrise hinaus weiterhin eine erstklassige Reputation.

Dennoch haben sich auch die Ratings der Pfandbriefe in den zurückliegenden sechs Jahren verschlechtert. Nicht nur Moody's knüpfte sein Bewertungsverfahren für Pfandbriefe 2007 stärker an die Bonität des Emittenten, auch bei S&P rückte das Emittentenrating um das Jahr 2009 näher in den Fokus. Infolge dieser Modifikation wurden einige Pfandbriefe von den Ratingagenturen um ein bis zwei Notches herabgestuft. Dabei hat sich das deutsche Pfandbriefgesetz, das noch auf das erste Hypothekenbankgesetz von 1899 zurückgeht, im Grundsatz wenig verändert. Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) übernimmt zusätzlich eine erhebliche Kontrollfunktion, überprüft sie doch regelmäßig die im Deckungsstock zusammengefassten Sicherheiten.

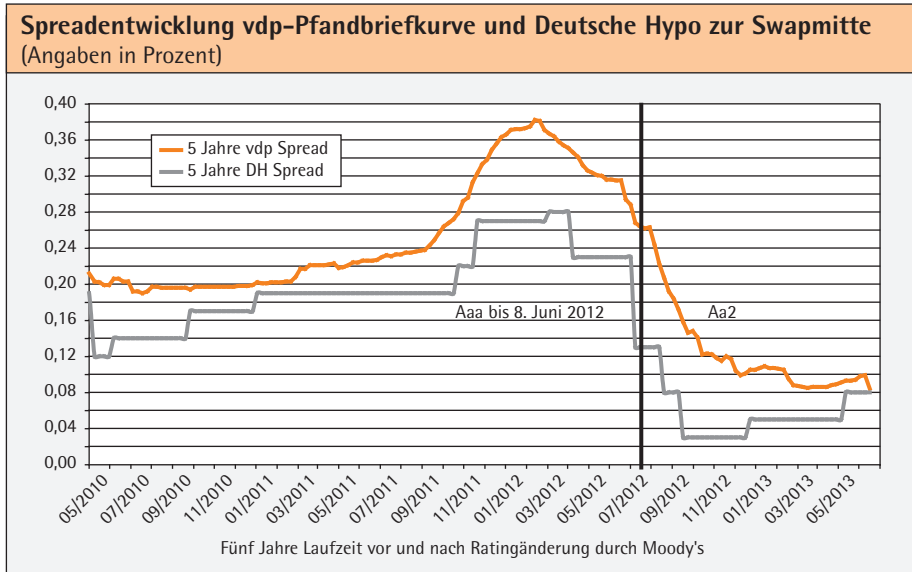
Natürlich stehen generell bei allen Investitionsentscheidungen zunächst die Bonität des Emittenten und sein externes Rating im Vordergrund. Allerdings steht jedem Pfandbrief eine reale Deckungsmasse von Forderungen gegen öffentliche Stellen oder Hypothekenkrediten gegenüber. Allein das Pfandbriefgesetz sieht eine mindestens zweiprozentige Überdeckung vor, was eine zusätzliche Sicherheit für den Investor darstellt. Darüber hinaus verlangen die Ratingagenturen von den Pfandbriefbanken oftmals eine höhere, meist freiwillige Überbesicherung. Im Falle einer Insolvenz des Emittenten hat der Insolvenzverwalter keinen Zugriff auf den besagten Deckungsstock und jeder Pfandbriefanleger Anspruch auf eine pünktliche Rückzahlung seiner Forderung aus der Deckungsmasse. Darüber hinaus sind Pfandbriefbanken gesetzlich verpflichtet, detaillierte Informationen über ausstehende Pfandbriefe und deren Deckungs-

#### Der Autor

**Thomas Stephan Bürkle**



Vorsitzender des Vorstands,  
Deutsche Hypothekbank  
(Actien-Gesellschaft), Hannover



masse vierteljährlich zur Verfügung zu stellen.

### Auswirkungen auf die Anlageentscheidung

Hat die Herabstufung einer Anleihe – wenn sie doch auf Basis eines soliden Gesetzes als sicher gilt – für Anlageentscheidungen somit überhaupt Relevanz? Diese Frage kann zunächst einmal bejaht werden. Es existieren für die wichtigsten Investoren von Pfandbriefen regulatorische Vorgaben, die eine hohe Bonität von Anleihen voraussetzen. Um die neuen Anforderungen durch Basel III erfüllen zu können, dürfen Banken beispielsweise in Bezug auf Pfandbriefe nur solche zur Abdeckung ihres Liquiditätsbedarfs verwenden, die ein hohes, externes Rating aufweisen. Auch die Investitionsaktivitäten von Versicherungen unterliegen diesen Regularien, wobei sie in besonderen Fällen auch eigenständige Risikoanalysen durchführen und in Anleihen ohne externes Rating investieren dürfen.

Andererseits kann man heutzutage konstatieren, dass das Rating kein alleiniges Kriterium mehr für Anlageentscheidungen der Investoren darstellt. So verlor beispielsweise der Pfandbrief der Deutschen Hypo 2012 erstmals sein Triple-A-Rating und wurde gemäß Rating-Methodologie von Moody's an das Downgrade des Bankratings angepasst. Da ein Triple-A-Rating sowohl für den öffentlichen Pfandbrief als auch für Hypotheken-Pfandbriefe durch eine freiwillige Übersicherung nicht mehr möglich gewesen wäre, hätte es zu einer Einigung über eine dauerhafte, vertragliche Übersicherung kommen müssen. Nach intensiver

Auseinandersetzung mit Vor- und Nachteilen verschiedener Ratings hat sich die Bank – insbesondere aufgrund weitreichender Auswirkungen auf die zukünftige Geschäftspolitik – für ein einheitliches Ratingniveau und gegen eine vertragliche Überbesicherung entschieden.

Die Pfandbriefe notieren daher von nun an mit einem „Aa2“-Rating. Eine Situation, die für die Deutsche Hypo eine neue Herausforderung darstellte. Die Herabstufung hat sich allerdings erwartungsgemäß kaum negativ auf die Pfandbriefemissionen der Bank ausgewirkt. Kurz nach dem Verlust des Triple-A-Ratings stieß die erste Emission im Juni 2012 bei Investoren auf große Nachfrage. Auch nach einem Jahr ist festzustellen, dass sich die Auswirkungen des Downgrades in Grenzen halten – mit anderen Worten: Gar keine Veränderungen sind zu erkennen. Der Abstand zwischen dem Risikoaufschlag der Bank und der vdp-Referenzkurve ist auch nach der Herabstufung nahezu konstant geblieben. Insofern fühlt sich die Deutsche Hypo in ihrer Entscheidung bestätigt, da gemessen am Durchschnitt keine Neubewertung der Pfandbriefe durch Investoren stattgefunden hat. Rückblickend hat sich gezeigt, dass mit dieser Geschäftspolitik weiterhin Pfandbriefe in unverändertem Umfang verkauft werden können.

### Weichere Kriterien

Tatsächlich haben Investoren zunehmend weichere Kriterien für ihre Entscheidungsfindung entwickelt. Sie sind sich bewusst geworden, dass die Anzahl reiner Triple-A-Ratings am Markt schwindet, sodass sie dazu angehalten sind,

eigene Anhaltspunkte für die Evaluierung eines Investments zu entwickeln. So erlebt die Deutsche Hypo, dass im Rahmen von Investorengesprächen häufig eigene Kreditanalysten hinzugezogen werden, die deutlich tiefer gehende Fragen zum Geschäftsmodell, zur Risikoposition der Bank, zu Gewinnerwartungen und geplanten Entwicklungen stellen.

Die Analyseintensität der Investoren hat merklich zugenommen. Da viele Emittenten kein Triple-A-Rating mehr vorweisen können und sich die Investoren durch die Folgen der Finanzmarktkrise auch nicht mehr allein auf externe Ratings verlassen, nimmt infolgedessen die Bedeutung einer detaillierten und transparenten Präsentation des eigenen Geschäftsmodells sowohl für Emittenten als auch für Anleger zu. Diese Präsentation muss Chancen und Risiken gleichermaßen aufzeigen. Nur so erhält der Kreditanalyst ein umfassendes Bild des Emittenten und kann eine individuelle Entscheidung treffen – losgelöst von einem externen Rating. Indes existiert nach wie vor eine gewisse Anzahl von Investoren, die ausschließlich ein Triple-A-Rating verlangen, beziehungsweise gemäß ihrer Richtlinien verlangen müssen. Diese Investoren wird man mit einer herabgestuften Anleihe zukünftig nicht mehr erreichen können. Dennoch beobachtet die Deutsche Hypo als traditionsreiche Pfandbriefbank auch, dass diese Gruppe von Investoren sukzessive kleiner wird.

Die Phase der Ratinganpassungen ist folglich immer auch mit einer Auseinandersetzung der Vor- und Nachteile verbunden. Im Fokus steht jedoch stets das Anliegen, eine möglichst gleichbleibende Ratingstabilität am Markt zu garantieren. Ziel eines jeden Emittenten sollte es sein, ein Rating zu finden, das zum eigenen Geschäftsmodell passt und auf längere Sicht stabil bleibt.

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass externe Ratings nicht mehr der alleinige Faktor für Investitionsentscheidungen sind. Kapitalmärkte unterliegen einem stetigen Wandel. Infolge einer schwindenden Zahl von Triple-A-Anleihen setzen sich eigene, unabhängige Risikoanalysen seitens der Investoren immer mehr durch. Auch ohne Ratingbestnote ist es der Deutschen Hypo gelungen, ihr Kreditneugeschäft weiterhin durch die Emission von Pfandbriefen sicherzustellen. Selbst in Krisenzeiten war der Pfandbrief von Investoren sehr stark nachgefragt. Die Qualität einer Anleihe kann demzufolge durchaus besser sein als ihr Rating suggeriert.