

Der Pfandbrief – ein Qualitätsprodukt in einem sich wandelnden Umfeld

Mit einem Anteil von über 86 Prozent sowohl bezüglich des umlaufenden Volumens als auch bei den Neuemissionen ist der Pfandbriefmarkt weiterhin von Fixkupon-Anleihen dominiert. Das Umlaufvolumen in Form von Inhaberschuldverschreibungen ist jedoch weiterhin rückläufig. Laut Bundesbankstatistik ist das Volumen an öffentlichen Pfandbriefen zwar bis zum Jahr 2000 kontinuierlich auf bis zu 685 Milliarden Euro gestiegen, seither ist es jedoch stetig gefallen, auf 487,5 Milliarden Euro im April 2007.

Strukturell bedingter Rückgang an Öffentlichen Pfandbriefen

Den Hypothekendarlehen (in Form von Inhaberschuldverschreibungen) geht es nicht besser. Seit dem Hoch von 159 Milliarden Euro im Jahr 2004, ist das Umlaufvolumen auf 139 Milliarden Euro bis zum April dieses Jahres gefallen. Zusammen mit den Namens-Bankschuldverschreibungen (Hypothekendarlehen 81,2 Milliarden Euro, Öffentliche Pfandbriefe 223,6 Milliarden Euro) belief sich das ausstehende Volumen an Pfandbriefen auf 930 Milliarden Euro (per April 2007).

Aufgrund des rückläufigen Emissionsvolumens ist damit das ausstehende Volumen um mehr als 100 Milliarden Euro niedriger als noch in 2003 (1 059 Milliarden Euro). Ursächlich waren unter anderem der rückläufige Finanzierungsbedarf öffentlicher Haushalte und die moderate Entwicklung des deutschen Immobilienmarktes (Abbildungen 1 und 2). Der öffentliche Pfandbrief dominiert gegenwärtig den Pfandbriefmarkt – sowohl im Jumbo- als auch im Nicht-Jumbo-Bereich (Abbildung 3).

Per März 2007 betrug das gesamte Volumen aller Deckungsstöcke für Öffentliche Pfandbriefe rund 700 Milliarden Euro. Dies

bestand zu rund 40 Prozent (280 Milliarden Euro) aus Krediten an öffentlich-rechtliche Banken. Derartige Kredite haben mit dem Wegfall der Gewährträgerhaftung und der Modifizierung der Anstaltslast bei Landesbanken und Sparkassen im Juli 2005 die Deckungsstockfähigkeit verloren. Neu vergebene Kredite an öffentlich-rechtliche Banken sind insofern nicht mehr deckungsstockfähig für Öffentliche Pfandbriefe. Derartige Papiere werden folglich aus dem Deckungsstock von Öffentlichen Pfandbriefen nach Juli 2015 (fast) vollständig verschwunden sein, das heißt das gesamte Volumen an öffentlichen Deckungsstöcken wird diesbezüglich um rund 280 Milliarden Euro sinken (Abbildung 4).

Ferner hatten Kredite an Regionen per März 2007 einen Anteil von rund 32 Pro-

zent (210 Milliarden Euro). Mit etwa 190 Milliarden Euro dominieren dabei die deutschen Bundesländer. Auch deren Anteil dürfte in Zukunft schrumpfen. Bei Krediten der Bundesländer wird es sich vornehmlich um Schuldscheine handeln. Schuldscheine von Bundesländern sind aufgrund der hohen Kreditqualität der Emittenten nur sehr niedrig verzinslich. Aufgrund des Wegfalls höher verzinslicher Sparkassen- und Landesbankpapiere sind Länderschulden als niedrig verzinsliche Aktiva in der Mixkalkulation für die Pfandbriefemittenten oft auch weniger attraktiv.

Des Weiteren emittieren Bundesländer seit der Einführung des Euro vermehrt Anleihen. Bezugnehmend auf die gesamten Schulden der deutschen Bundesländer, ist der Anteil der Finanzierung durch Pfandbriefinstitute von 45 Prozent im dritten Quartal 2005 auf 41 Prozent im ersten Quartal 2007 gesunken. Dieser Trend sollte weiter anhalten und damit zu einem weiteren Rückgang der Deckungsmasse für Öffentliche Pfandbriefe führen. Inwieweit dies durch verstärktes Auslands- oder strukturiertes öffentliches Kreditgeschäft kompensiert werden kann ist fraglich.

Hypothekendarlehen: Deckungsmasse zu 40 Prozent privat wohnwirtschaftlich

Während der Rückgang bei den öffentlichen Pfandbriefen strukturell bedingt ist und insofern auf kurze Sicht eine Trendwende ausgeschlossen erscheint, gibt es bei den Hypothekendarlehen Grund zur Hoffnung. Das gesamte Deckungsstockvolumen von Hypothekendarlehen betrug per März 2007 ungefähr 220 Milliarden Euro.

Davon waren lediglich 29 Prozent von Eigentümern bewohnte Einfamilienhäuser und zwölf Prozent Eigentumswohnungen.

Ralf Buschmann, Managing Director und Head Origination Financial Institutions und Bernd Volk, CFA, Director, beide Deutsche Bank AG, Frankfurt am Main

Covered Bonds, so analysieren die Autoren anhand der Umlaufvolumina und der Neuemissionen, haben nicht zuletzt mit ihren strukturierten Varianten eine zunehmende Bedeutung am Kapitalmarkt. Und besonders in der jetzigen Marktphase mit einer Verteuerung der unbesicherten Refinanzierung von Banken sollte die Wertschätzung eher noch steigen. Dem Pfandbrief schreiben sie als sicheres auf bewährter spezialgesetzlicher Grundlage beruhendes Standardkapitalmarktprodukt unverändert seine Benchmarkfunktion am internationalen Covered-Bond-Markt zu. Dass während der jüngsten Spreads-erweiterung am Covered-Bond-Markt im Juli/August diesen Jahres bei Jumbo Pfandbriefen stabilere Zinsaufschläge registriert werden konnten als bei anderen Varianten, werten sie als Qualitätsbeweis. (Red.)



Insofern lag der Bestand an privat wohnwirtschaftlichen Krediten bei 41 Prozent. Die restlichen 59 Prozent der Deckungsmassen für Hypothekendarlehen bestehen aus verschiedenen Arten von gewerblichen Hypothekendarlehen wie Mehrfamilienhäuser (21 Prozent), Bürogebäude (16 Prozent), Handelsgebäude (13 Prozent), Industriegebäude (zwei Prozent), andere gewerbliche Gebäude (sechs Prozent) und sich im Bau befindliche Gebäude (zwei Prozent; Abbildung 5).

Bislang wird der Hypothekendarlehen nur in eingeschränktem Umfang zur Refinanzierung des privaten wohnwirtschaftlichen Hypothekarkreditgeschäfts genutzt. Das gesamte Volumen ausstehender wohnwirtschaftlicher Hypothekendarlehen in Deutschland beläuft sich auf rund 1,1 Billionen Euro. Dabei haben allein die Sparkassen, die bislang zum Großteil nicht aktiv als Emittenten von Hypothekendarlehen auftreten, einen Anteil von 28 Prozent (305 Milliarden Euro; Abbildung 6).

Die mehr als 305 Milliarden Euro an wohnwirtschaftlichen Hypothekendarlehen, die bislang vornehmlich über Depositen und indirekt über Öffentliche Darlehen von Landesbanken (das heißt Sparkassenbriefe, die als Deckungsmasse für Öffentliche Darlehen dienen) refinanziert wurden, sollen in Zukunft mit Hypothekendarlehen – Direktmissionen (von größeren Sparkassen wie zum Beispiel der Hamburger Sparkasse, der Sparkasse Köln-Bonn, der Kreissparkasse Köln und der Sparkasse Aachen) und gepoolten Darlehenmissionen refinanziert werden. Zum einen ist der Bedarf bei den Sparkassen gegenwärtig jedoch noch nicht groß genug. Zum anderen gibt es weiterhin Probleme bei

Abbildung 1: Abnehmendes Umlaufvolumen an Darlehen

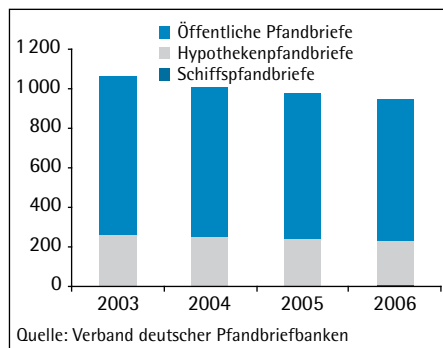
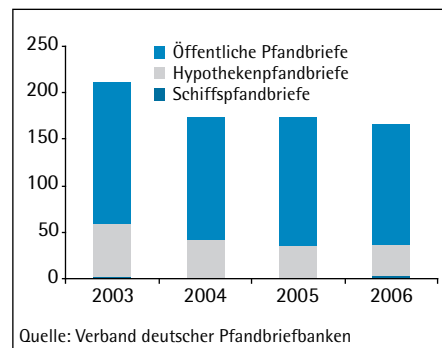


Abbildung 2: Jährliche Neuemissionen an Darlehen abnehmend



der praktischen Umsetzung der Poolingmodelle.

Sparkassen: keine Bilanzverkürzung erwünscht

Sparkassen wollen in der Regel keine Bilanzverkürzung. Auch wenn die Sparkassen die Bilanzverkürzung akzeptieren würden (oder man die Komplexität des Modells, das die Bilanzverkürzung umgeht, in Kauf nimmt) bleibt ein Punkt bei dem Poolingmodell der in der Sparkassenlandschaft für Unwohlsein sorgen könnte. Das Poolingmodell macht den Datenaustausch unumgänglich, das heißt Landesbanken bekommen Zugang zu Kundendaten der Sparkassen. Wenn die Sparkassen dies nicht möchten, ist das Poolingmodell in der Praxis zum Scheitern verurteilt. Durch die null-prozentige Risikogewichtung der Kredite innerhalb des Verbundes (nach der Anerkennung der erforderlichen Voraussetzungen der Solvabilitätsverordnung durch die BaFin), nimmt der wirtschaftliche Druck auf die Verbundbanken den Darlehenbrief als Refinanzierungsinstrument

für Hypothekendarlehen zu nutzen etwas ab. Aber die null-prozentige Risikogewichtung erleichtert auch das Poolingmodell.

Um die Bilanzverkürzung bei den Sparkassen zu verhindern, garantieren die Landesbanken die verkauften Hypothekendarlehen. Diese Garantie wäre von Nicht-Verbundbanken als ungedecktes Bankenrisiko mit 20 Prozent Risiko zu gewichten. Aufgrund der Anerkennung der Verbundeigenschaft muss diese Garantie bei Landesbanken jedoch nur mit null Prozent risikogewichtet werden. Damit grenzt der rechtlich unklar definierte Begriff des „Verbundes“ Nicht-Verbundbanken von der Zusammenarbeit im Rahmen des Poolingmodells aus.

Zinsaufschläge bei Darlehen niedrig und wenig volatil

Während der jüngsten Spreadausweitung am Covered-Bond-Markt im Juli/August dieses Jahres, hat der Darlehenbrief sehr deutlich seine Qualität unter Beweis gestellt. Vor allem Spanische Cédulas Hipotecarias, aber auch UK- und US-Covered-Bonds mussten starke Ausweitungen der Zinsaufschläge (von teilweise bis zu zwölf Basispunkte bei den langen Laufzeiten) hinnehmen (Abbildung 7).

Abbildung 3: Öffentlicher Darlehenbrief – Dominanz am Jumbo Darlehenmarkt

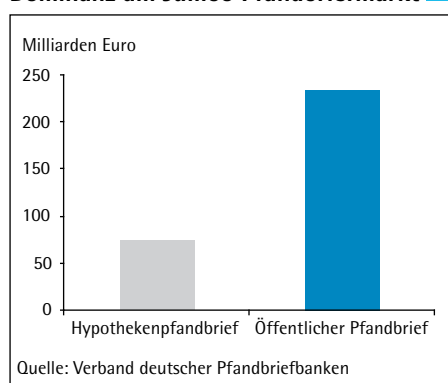
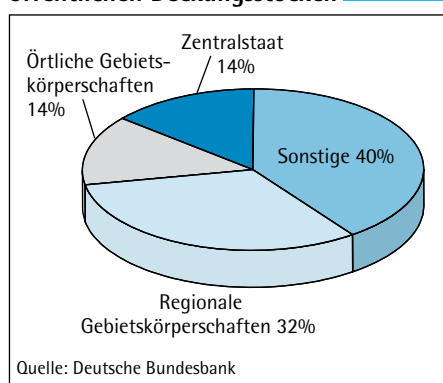


Abbildung 4: Sinkendes Volumen an öffentlichen Deckungstiteln



Neben einem sich seit mehr als zehn Jahren lediglich moderat entwickelnden deutschen Häusermarkt ist dies vor allem auf den Sondervermögenstatus des Deckungstitels im Falle der Insolvenz eines Darlehenbriefemittenten und der dadurch sichergestellten weitgehenden Unabhängigkeit der Kreditqualität der Darlehenbriefe von der Kreditqualität des Emittenten zurückzuführen. Auch die gegenläufige Entwicklung der durchschnittlichen Laufzeit von Jumbo Darlehenbriefen im Vergleich zu Nicht-Jumbo

Abbildung 5: Aufteilung der Deckungsmasse der Hypothekendarfandbriefe

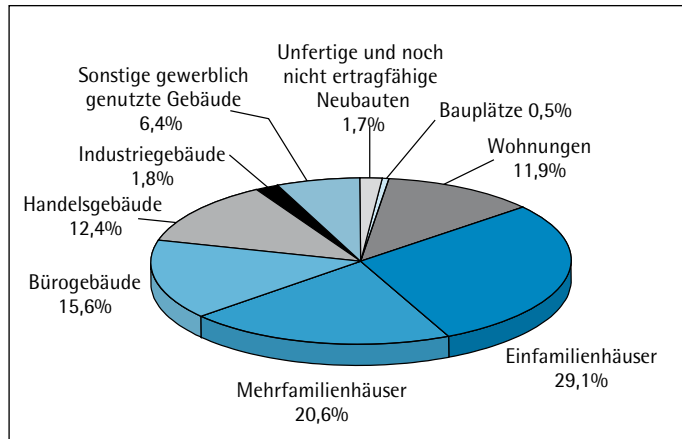
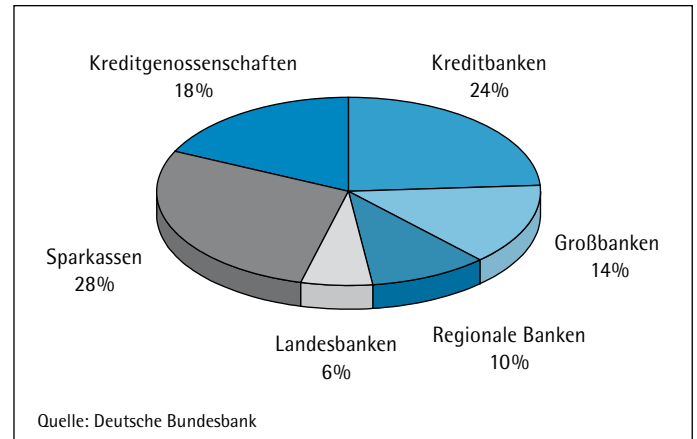


Abbildung 6: Marktanteile der Banken bei wohnwirtschaftlichen Hypothekendarfandbriefen



Pfandbriefen hat die Spreads von Jumbo Pfandbriefen unterstützt. So ist die durchschnittliche Duration von Jumbo Pfandbriefen gegenwärtig lediglich bei drei Jahren. Dies führt folglich zu einer niedrigeren Zinsreagibilität dieses Segments. Der gesamte Pfandbriefmarkt hat bezüglich der durchschnittlichen Laufzeit daher in den vergangenen Jahren sogar zugelegt. Nach einer Studie des Verbandes deutscher Pfandbriefbanken (vdp) ist die durchschnittliche Restlaufzeit aller Pfandbrief-Neuemissionen kontinuierlich von 6,4 Jahren in 2003 auf 7,4 Jahre in 2006 gestiegen. Dies hat auch zu einer Erhöhung der durchschnittlichen Restlaufzeit aller im Umlauf befindlichen Pfandbriefe von 4,6 Jahren in 2003 auf 5,4 im Jahr 2006 geführt (Abbildung 8).

Die Pfandbriefbanken nutzen Jumbo Pfandbriefe folglich vornehmlich für kurzfristige Emissionen. Der Grund ist vor allem,

dass Jumbo Pfandbriefe im Vergleich zu traditionellen Pfandbriefen für Emittenten das teurere Refinanzierungsinstrument sind. Besonders strukturierte Emissionen im Namensbereich liefern den Emittenten in der Regel eine günstigere Refinanzierung. Trotz dieser strukturellen Besonderheit des Pfandbriefmarktes im Vergleich zu den anderen europäischen Covered-Bond-Märkten kann dem Pfandbrief die stabile Spreadentwicklung inmitten eines Kapitalmarktes von steigenden Risikoaufschlägen nicht abgesprochen werden.

Zunehmende Emission von Fremdwährungs-Covered-Bonds

In Fremdwährung (nicht Euro) emittierte Covered Bonds waren in der jüngsten Vergangenheit vermehrt im Fokus des Kapitalmarktes. So hat neben der Hypothekendarfandbriefbank Essen auch die Eurohypo eine Benchmarkemission in US-Dollar ins Auge gefasst. Aber auch andere Währungen wie GBP, AUD und vor allem CHF scheinen vermehrt im Interesse der Emittenten (Abbildung 9).

von Nicht-Euro-Emissionen am gesamten Umlaufvolumen an Pfandbriefen weiterhin deutlich unter fünf Prozent.

Nach einer Statistik des Verbandes deutscher Pfandbriefbanken (vdp), machten Fremdwährungsemissionen im Jahr 2003 gerade mal zwei Prozent des gesamten Umlaufvolumens deutscher Pfandbriefe aus. In den Jahren 2004 und 2005 ging dies sogar auf 1,7 Prozent beziehungsweise 1,9 Prozent zurück, bevor es im Jahr 2006 auf 2,6 Prozent angestiegen ist (Abbildung 10).

Abbildung 7: Zinsaufschläge von Covered Bonds

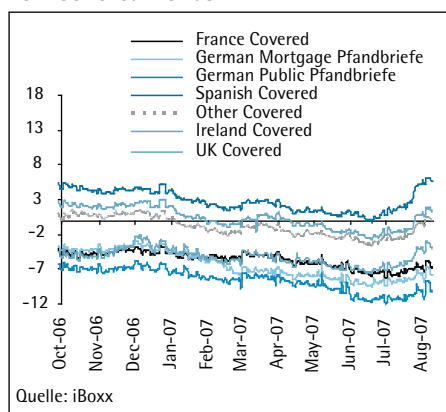
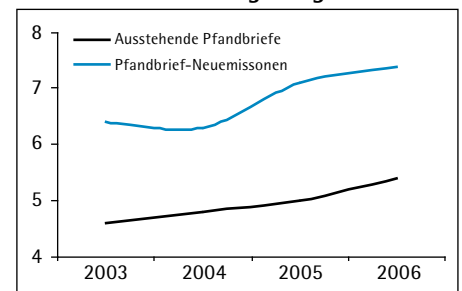


Abbildung 8: Durchschnittliche Laufzeit am Pfandbriefmarkt gestiegen



Die Entwicklung ist in Bezug auf den Gesamtmarkt jedoch deutlich schwächer als gemeinhin angenommen. Während sich das gesamte ausstehende Volumen an Covered Bonds auf mittlerweile fast 2 000 Milliarden Euro beläuft, erreicht das Volumen an Nicht-Euro denominated Covered Bonds gerade mal rund 120 Milliarden Euro. Der deutsche Pfandbriefmarkt unterscheidet sich hier nicht wesentlich. Trotz eines steigenden Anteils bei den Neuemissionen von 1,1 Prozent im Jahr 2004 auf 4,7 Prozent im Jahr 2006, ist der Anteil

Abbildung 9: Ausstehendes Volumen an US-Dollar Covered Bonds

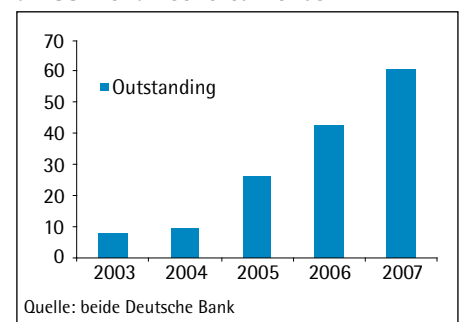
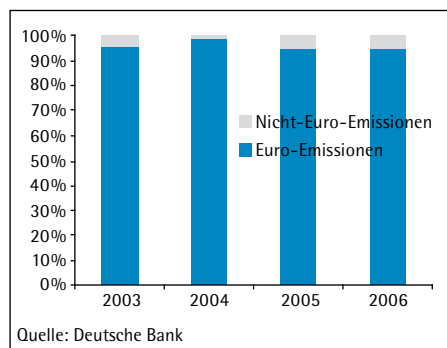


Abbildung 10: Anteil an Nicht-Euro-Pfandbriefen am Gesamtvolumen



Wenngleich ein Anstieg des ausstehenden Volumens in den folgenden Jahren wahrscheinlich ist, dürfte sich der Anteil der Fremdwährungsemissionen nicht deutlich über fünf Prozent hinausbewegen. Vor dem Hintergrund, dass es abgesehen von den Stressszenarien der Barwertverordnung keinerlei Begrenzungen für Fremdwährungsemissionen nach dem Pfandbriefgesetz gibt, zeigt dies den deutlichen Euro-Fokus der Pfandbriefemittenten. Sofern die Problematik bezüglich Swaps in Deckung in der Praxis gelöst wird und ein liquider Markt für Swaps in Deckung entsteht, könnte das Volumen an Fremdwährungsemissionen weiter steigen.

Pfandbriefmarkt im Wandel

Seit Einführung des allgemeinen Pfandbriefgesetzes im Juli 2005 können alle deutschen Banken (mit der entsprechenden Lizenz der BaFin) Pfandbriefe begeben. Zwei der Top Fünf Großbanken in Deutsch-

land sind weiterhin nicht im Pfandbriefgeschäft tätig. Auch bei den anderen Bankengruppen werden teilweise große Hypothekenkreditbestände gegenwärtig nicht über Pfandbriefe refinanziert. Einige Banken wie die Hamburger Sparkasse, die HSH Nordbank und die WestLB sind jedoch erfolgreich in das Pfandbriefgeschäft (wieder) eingetreten. Mit der Deutschen Apotheker- und Ärztebank steht für 2008 ein weiterer Emittent bereits in den Startlöchern.

Neben der Frage, welche Banken neu in das Pfandbriefgeschäft einsteigen, ist gegenwärtig vor allem die Konsolidierung im ehemaligen Hypothekensektor ein marktbeherrschendes Thema. Während die Integration der Essen Hyp und der Eurohypo in die Commerzbank Gruppe voranschreitet und die DG Hyp und die Münchener Hyp ihr Fusionsvorhaben weiter vorantreiben, hat die geplante Übernahme der Depfa Bank PLC durch die Hypo Real Estate Gruppe weitere Wellen geschlagen. Auch im Landesbanken- und Sparkassensektor wird es in Zukunft zu Kooperationen und Fusionen weiterer Emittenten kommen.

Das Problem unterschiedlicher Rechtsformen (Aktiengesellschaften und Anstalten des öffentlichen Rechts) muss in diesem Zusammenhang gelöst werden. Ein ähnliches Problem hat der Genossenschaftssektor mit den unterschiedlichen Rechtsformen der Münchener Hyp (eingetragene Genossenschaft) und der DG Hyp (Aktiengesellschaft). Der Plan, die eG in eine Zwischengesellschaft einzubringen

und diese mit der DG Hyp in die „neue“ Münchener Hypothekensektor zu fusionieren, ist innovativ und sollte nicht zuletzt aufgrund des 51 Prozent Mehrheitseigentümers (an der neuen Münchener Hypothekensektor), der DZ Bank, vom Markt voll akzeptiert werden.

Aufrücken der Hypo Real Estate Gruppe?

Während die Commerzbank Gruppe mit einem gesamten ausstehenden Covered-Bond-Volumen von um die 170 Milliarden Euro der Emittenten Eurohypo, Eurohypo Luxemburg, Essen Hyp und Erste Europäische Pfandbrief- und Kommunkreditbank (EPPK) weiterhin die Bankgruppe mit dem größten ausstehenden Volumen an europäischen Covered Bonds stellt, würde die Hypo Real Estate Gruppe mit ihren Emittenten Hypo Real Estate Bank Deutschland, Hypo Real Estate Bank International, Hypo Pfandbrief Bank International, Depfa ACS Bank und Depfa Deutsche Pfandbriefbank mit einem ausstehenden Volumen von rund 160 Milliarden Euro näher aufrücken. Gegenwärtig jedoch dominieren die Eurohypo und die Essen Hyp den deutschen Jumbo-Pfandbrief-Markt jedoch noch deutlich (Abbildung 11).

Selbst wenn man von den Lettres de Gages der EPPK und der Eurohypo Luxemburg (zusammen 20 Milliarden Euro) sowie den ACS der Depfa ACS Bank (40 Milliarden Euro) absieht, dann sind die Commerzbank und die Hypo Real Estate Gruppe die größten Emittenten von Covered Bonds (Jumbo und Nicht-Jumbo). Die Rangliste der Top Ten Emittenten von Euro-Jumbo-Covered-Bonds sieht etwas anders aus (Abbildung 12).

Dort sind zwei der Top-Drei-Plätze mit spanischen Emittenten (BBVA und AYTCD) besetzt. Ausländische Emittenten von Covered Bonds, vor allen Dingen aus Spanien, haben einen deutlich stärkeren Fokus auf den Jumbo-Markt. Emittenten deutscher Pfandbriefe gingen in den vergangenen Jahren genau den gegensätzlichen Weg. So hat der Anteil von Privatplatzierung an den neu emittierten Pfandbriefen von 34 Prozent im Jahr 2003 auf 54 Prozent 2006 zugenommen. Der Anteil von Privatplatzierungen (die per Definition keinen Jumbo-Status haben können) an allen ausstehenden Pfandbriefen liegt damit mittlerweile bei 46 Prozent, während dieser 2003 noch 36,4 Prozent betrug (Abbildungen 13 und 14).

Abbildung 11: Ausstehendes Volumen an Jumbo Pfandbriefen in Milliarden Euro

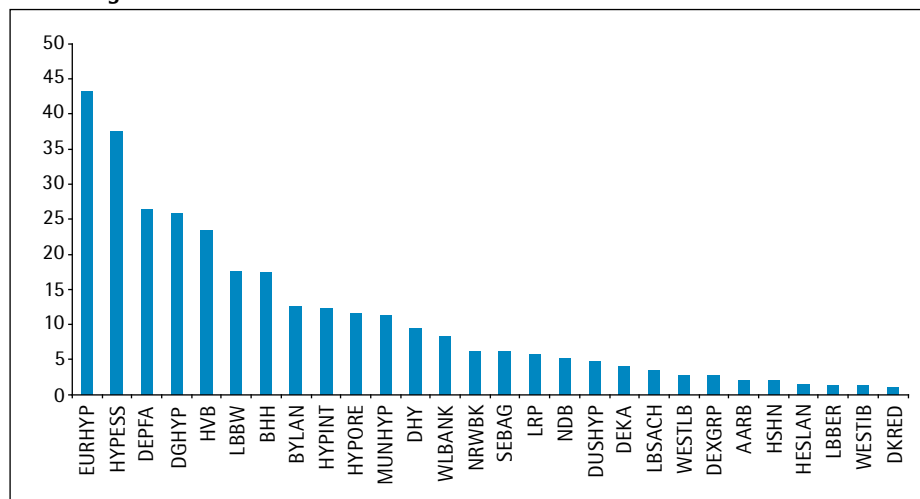
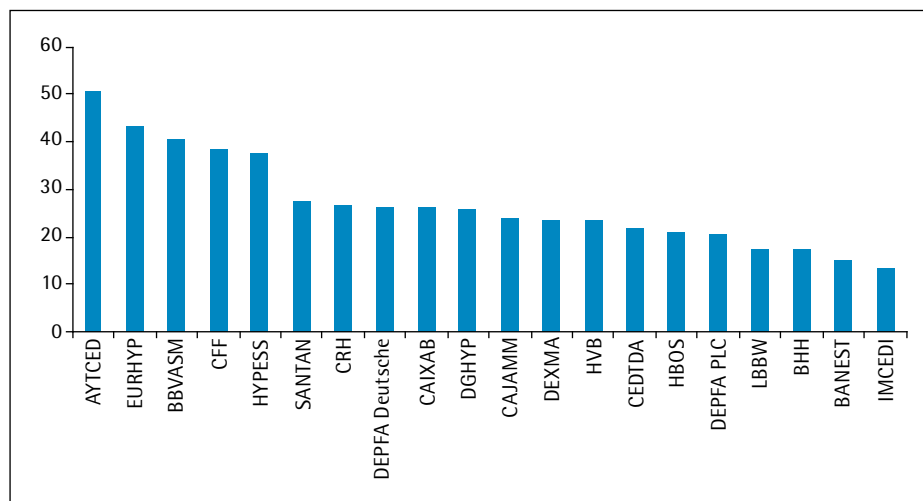




Abbildung 12: Top Ten Emittenten von Euro-Jumbo-Covered-Bonds – ausstehendes Volumen in Milliarden Euro



Auch wenn der Pfandbrief als klassischer auf Gesetz beruhender Covered Bond in Europa weiterhin eine Benchmark-Funktion ausübt, befinden sich strukturierte Covered Bonds weiterhin auf dem Vormarsch. Dabei wird die Kreditqualität von Covered Bonds in der Regel mit für den Verbriefungsmarkt typischen Mitteln verbessert. In Ländern wie zum Beispiel Grossbritannien und den Niederlanden, die nicht über ein gesetzliches Rahmenwerk für Covered Bonds verfügen, wurden die Strukturmerkmale von Covered Bonds mit Verbriefungsmechanismen nachgebildet. In Frankreich werden strukturierte (nicht auf einer speziellen gesetzlichen Grundlage beruhende) Covered Bonds neben den dortigen Obligations Foncières emittiert.

Wesentlicher Grund ist die mangelnde Deckungsfähigkeit von Krediten die anstatt mit einem dinglichen Recht an einer Immobilie mit einer Garantie einer Bank oder einer Versicherung versehen sind. Dies wie-

derum hat seinen Grund in den hohen Grundbuchkosten.

In der Wirtschaftswissenschaft wird dies als innovationsfördernde evolutorische Spekulation bezeichnet. Derartige Entwicklungen bringen die bestehenden gesetzlichen Rahmenbedingungen unter Druck und sind nicht selten Auslöser für Gesetzesänderungen. So wurde die Deckungsfähigkeit der erwähnten bankgarantierten Kredite Mitte dieses Jahres von 20 Prozent auf 35 Prozent des Umlaufvolumen von Obligations Foncières angehoben.

Anteil strukturierter Covered Bonds steigend

In Spanien wurde eine weitere Form strukturierter Covered Bonds eingeführt. Dort wurde die Collateralized-Debt-Obligation-Technik (CDO) genutzt, um einzelne Covered Bonds zu poolen und über Jumbo-Emissionen erfolgreich am Markt zu

platzieren. Im Gegensatz zu den anderen Modellen im Covered-Bond-Markt werden folglich in Spanien nicht Vermögensgegenstände (Hypothekenforderungen), sondern Verbindlichkeiten (Cédulas Hipotecarias) gepoolt.

Wenngleich man sich über die Definition strukturierter Covered Bonds streiten kann, hat der Anteil derartiger nicht auf einer speziellen gesetzlichen Grundlage beruhender Covered Bonds am gesamten ausstehenden Covered Bond Volumen in den vergangenen Jahren deutlich zugenommen. So ist der Anteil strukturierter Jumbo-Covered-Bonds an den jährlichen Jumboemissionen von sechs Prozent im Jahr 2001 auf 35 Prozent im Jahr 2007 (per 31. Juli 2007) gestiegen. Dies hat sich folglich auch in einem höheren Anteil im Bestand niedergeschlagen. Der Anteil strukturierter Covered Bonds am Gesamtvolumen ausstehender Euro-Covered-Bond-Markt beträgt mittlerweile 20 Prozent (Abbildung 15).

Covered Bonds der LBB

In diesem Zusammenhang hat die geplante Struktur eines nicht auf dem Pfandbriefgesetz beruhenden Covered Bonds der Landesbank Berlin (LBB) dem Thema der strukturierten Covered Bonds neuen Nährboden geliefert. Die Struktur der Landesbank Berlin nutzt sowohl in der Besicherungs- als auch in der Finanzierungsvariante nicht den Verkauf zur Übertragung der Hypothekenkredite, sondern die Sicherheitengewährung. Insolvenzrechtlich führt dies lediglich zu einem Aussonderungs- und nicht einem Aussonderungsrecht, das heißt der Gläubiger kann nicht geltend machen, dass der Hypothekenkredit nicht zur Deckungsmasse gehört, sondern wird auf die Verwertung durch den Insolvenzverwalter verwiesen. Aufgrund der fehlenden Verfügungsbefug-

Abbildung 13: Privatplatzierungen – Anteil an neu emittierten Pfandbriefen

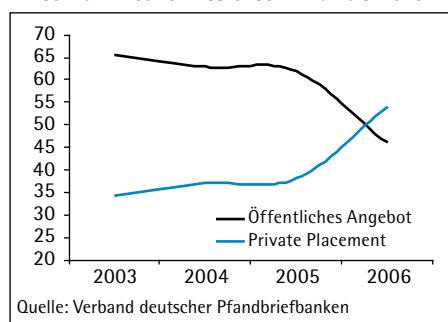


Abbildung 14: Privatplatzierungen – Anteil an ausstehenden Pfandbriefen

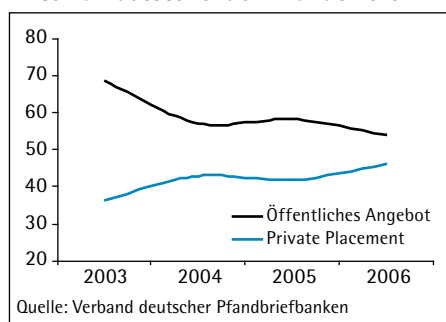
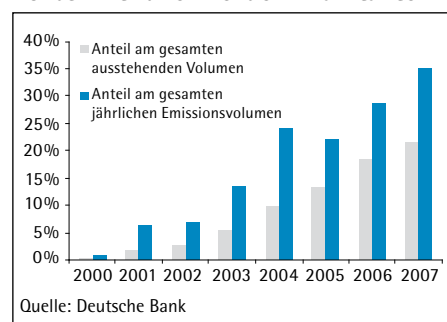


Abbildung 15: Strukturierte Covered Bonds* mit zunehmendem Marktanteil



Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen



Verlag und Redaktion:

Verlag Fritz Knapp GmbH
Aschaffburger Str. 19, 60599 Frankfurt,
Postfach 11 11 51, 60046 Frankfurt.
Telefon: (0 69) 97 08 33 - 0, Telefax: (0 69) 7 07 84 00
E-Mail: red.zfgk@kreditwesen.de
Internet: www.kreditwesen.de

Herausgeber: Klaus-Friedrich Otto

Chefredaktion: Dr. Berthold Morschhäuser,
Philipp Otto

Redaktion: Swantje Benkelberg, Lars Haugwitz,
Alexander Hofmann, Frankfurt am Main

Redaktionssekretariat: Anja Oehrl

Die mit Namen versehenen Beiträge geben nicht immer die Meinung der Redaktion wieder. Bei unverlangt eingesandten Manuskripten ist anzugeben, ob dieser oder ein ähnlicher Beitrag bereits einer anderen Zeitschrift angeboten worden ist. Beiträge werden nur zur Alleinveröffentlichung angenommen.

Die Zeitschrift und alle in ihr enthaltenen einzelnen Beiträge und Abbildungen sind urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig.

Manuskripte: Mit der Annahme eines Manuskripts zur Veröffentlichung erwirbt der Verlag vom Autor das ausschließliche Verlagsrecht sowie das Recht zur Einspeicherung in eine Datenbank und zur weiteren Vervielfältigung zu gewerblichen Zwecken in jedem technisch möglichen Verfahren. Die vollständige Fassung der Redaktionsrichtlinien finden Sie unter www.kreditwesen.de.

Verlagsleitung: Uwe Cappel

Anzeigenleitung: Ralf Werner, Tel. (0 69) 97 08 33-43

Anzeigendisposition:
Alexandra Knab, Tel. (0 69) 97 08 33-33,

sämtl. Frankfurt am Main, Aschaffburger Str. 19.

Zurzeit ist die Anzeigenpreisliste Nr. 49 vom 1.1.2007 gültig.

Zitierweise: KREDITWESEN

Erscheinungsweise: am 1. und 15. jeden Monats.

Bezugsbedingungen: Abonnementspreise incl. MwSt. und Versandkosten: jährlich € 372,72, bei Abonnements-Teilzahlung: 1/2-jährlich € 191,40, 1/4-jährlich € 98,40. Ausland: jährlich € 382,32. Preis des Einzelheftes € 17,90 (zuzügl. Versandkosten).

Bestandteil des Abonnements ist eine 4-mal jährlich erscheinende Ergänzungsausgabe (Supplement) „Technik – IT für Finanzdienstleister“.

Verbundabonnement mit der Zeitschrift »bank und markt«: € 584,88, bei Abonnements-Teilzahlung: 1/2-jährlich € 306,00, 1/4-jährlich € 160,14. Ausland: jährlich € 594,72.

Studenten: 50% Ermäßigung (auf Grundpreis).

Der Bezugszeitraum gilt jeweils für ein Jahr. Er verlängert sich automatisch um ein weiteres Jahr, wenn nicht einen Monat vor Ablauf dieses Zeitraumes eine schriftliche Abbestellung vorliegt. Bestellungen direkt an den Verlag oder an den Buchhandel.

Bei Nichterscheinen ohne Verschulden des Verlags oder infolge höherer Gewalt entfallen alle Ansprüche.

Bankverbindungen: Landesbank Hessen-Thüringen – Girozentrale – 10 555 001 (BLZ 500 500 00), Frankfurt am Main.

Druck: Kern & Birner GmbH + Co., Werrastraße 4, 60486 Frankfurt am Main.

ISSN 0341-4019



nis und des Gebührenabzugs durch den Insolvenzverwalter fordert das Pfandbriefgesetz in § 1 Abs. 2 ausdrücklich ein Aussonderungsrecht für treuhänderisch gehaltene Hypothekenkredite.

Die Struktur der LBB stellt auch bezüglich einer weiteren Eigenschaft eine Neuerung am Covered-Bond-Markt dar. So war für jede Emission ein eigener Deckungsstock vorgesehen. Bislang verfügen lediglich die Covered-Bond-Systeme in Russland, Bulgarien, der Ukraine und Rumänien über eine Struktur- bei denen es für jede Covered-Bond-Emission einen eigenen Deckungsstock gibt. In diesen Ländern wurden Verbriefungstechniken (in der Regel getrieben durch angelsächsische Berater) als Vorbild genommen. Dagegen sind separate Deckungsstöcke für verschiedene Emissionen nach dem allgemeinen Pfandbriefgesetz nicht möglich.

Separater Deckungsstock für jede Emission

Obwohl ein separater Deckungsstock pro Emission eine Abkehr vom klassischen Covered-Bond-Modell darstellt, hat dies nicht nur Nachteile. So haben derartige Covered Bonds nicht die Eigenschaft der zeitlichen Vor- und Nachrangigkeit. Im Falle der Abwicklung eines klassischen Covered Bonds sind kurzlaufende Pfandbriefe faktisch besser gestellt als langlaufende.

Die Nichtfälligkeit der Covered Bonds im Falle der Insolvenz könnte sich für die sehr lang laufenden Papiere im Extremfall sogar als Nachteil erweisen. Die LBB-Struktur hat folglich nicht nur der Diskussion über strukturierte Covered Bonds, sondern auch über die zunehmende Konvergenz von Covered Bonds und MBS beflügelt. Trotz der scheinbaren Konvergenz von Covered Bonds und MBS gibt es unverkennbare Strukturunterschiede.

Covered Bonds und MBS haben unterschiedliche historische Wurzeln. Während MBS in den USA unter dem Common Law entstanden, wurden Covered Bonds zuerst in Dänemark in Form von Realkreditobligationen und in Deutschland in Form von Pfandbriefen emittiert – Länder mit einer Civil Code Rechtstradition. Das deutlichste Abgrenzungsmerkmal für einen Covered Bond ist, dass die Kredite auf der Bilanz verbleiben und das emittierende Kreditinstitut für die ausgegebenen Schuldverschreibungen

voll haftet. Covered Bonds enthalten folglich (zusätzlich zum bevorrechtigten Zugriff auf einen Pool von Vermögensgegenständen) eine ungesicherte Bankanleihe.

Klare Abgrenzung zwischen Covered Bonds und MBS

Selbst für die von US-Banken über Zweckgesellschaften ausgegebenen Covered Bonds hat die Ratingagentur S&P eine Abgrenzung von Verbriefungen vorgenommen. Zum einen gibt es einen Rückgriff auf die faktisch emittierende Bank. Zum anderen gibt die Tatsache, dass die Kredite auf der Bilanz bleiben, der Bank deutliche Vorteile beim Umgang mit den Kunden im Vergleich zur Refinanzierung über US-Agencies oder Verbriefungen, so S&P.

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass sich die Struktur des Pfandbriefmarktes wesentlich von den ausländischen Covered-Bond-Märkten unterscheidet. Aufgrund der zum Großteil deutlich längeren Historie befindet sich der Pfandbriefmarkt in einem deutlich weiteren Stadium, wie auch an der größeren Bedeutung von traditionellen Pfandbriefen und Privatplatzierungen zu erkennen ist. Gerade im Zusammenhang mit der zunehmenden Bedeutung strukturierter Covered Bonds hat der Pfandbrief als sicheres auf bewährter spezialgesetzlicher Grundlage beruhendes Standardkapitalmarktprodukt eine Benchmarkfunktion am internationalen Covered-Bond-Markt.

Wachsende Zahl von Emittenten

Die jüngste Stabilität der Spreads hat dies eindrucksvoll unter Beweis gestellt. Besonders in Marktphasen einer Verteuerung der unbesicherten Refinanzierung von Banken wird der Wert von Covered Bonds deutlich. In diesem Zusammenhang ist damit zu rechnen, dass der Pfandbrief als Refinanzierungsinstrument für Hypothekar- und Staatskredite bei immer mehr deutschen Banken auf Interesse stoßen wird. Die Anzahl der Emittenten wird folglich von gegenwärtig 66 in Zukunft weiter wachsen.

Fußnote

*Unter strukturierten Covered Bonds wurden auch die spanischen Multi-Cédulas und die voraussichtlich ab 1. Januar 2008 unter einen gesetzlichen Rahmen fallenden UK-Covered-Bonds subsumiert. Daneben wurden niederländische Covered Bonds, französische strukturierte Covered Bonds und US-Covered-Bonds als strukturierte Covered Bonds klassifiziert.