

Reformerfordernisse bei Pfandbriefen und Pfandbriefbanken vor dem Hintergrund der Finanzmarktkrise

Endbericht

Hans-Joachim Dübel, Finpolconsult

Berlin, 21.6.2010

Zusammenfassung

Krisenursachen

Das deutsche System spezialisierter Pfandbriefemittenten („Realkreditinstitute“), das auch nach der Aufhebung des Spezialbankprinzips 2005 die Pfandbriefemission dominiert, weist seit Jahrzehnten fallende Eigenkapitalrenditen auf. Der faktische Zusammenbruch und die Verstaatlichung der grössten Emittenten Hypo Real Estate (direkt) und Eurohypo (indirekt über Commerzbank) während der Finanzkrise 2008 folgt einer Kette faktischer Insolvenzen seit Mitte der 90er Jahre mit dem Ergebnis von Fusionen auf immer grössere Emittenten.

Krisenursachen des Systems sind zunehmende Risiken durch Aufgabe des risikoarmen Wohnungsbaus und Fokussierung auf Gewerbe- und Staatskredit, häufige Strategiewechsel, Auslandsexpansion ohne organisches Wachstum durch Niederlassungen, hohe Risiken im Eigenhandel und durch Zinsrisikonahme, sowie zunehmende Liquiditätsrisiken durch immer höhere Pfandbriefemissionsvolumen.

Ohne die impliziten Garantien Dritter (Konzernmütter/Staat) wird das System derzeit unterhalb des Investmentbereichs geratet. Seine Eigenkapitalbasis ist zu gering, die Zukunft seiner ungesicherten Finanzierungsquellen ist ungeklärt. Der globale Erfolg des Pfandbriefs bei Investoren bedingt spiegelbildlich hohe Risiken für den deutschen Staat durch eine zunehmende „Hub“-Funktion für ausländisches Kapital, das etwa aus Asien über Deutschland nach Südeuropa fließt und durch den Steuerzahler implizit garantiert wird.

Das System ist strategisch eingeklemmt zwischen Retailbanken, die in Deutschland durch Regulatorfehler bedingt den Wohnungsbau fristeninkongruent finanzieren dürfen, dem Verbriefungsmarkt, der zyklisch die Risiken im Gewerbekredit unterpreist, und den Bondmärkten, die bei Staatskrediten hoher Bonität konkurrieren. Es ist in der derzeitigen Form nicht überlebensfähig. Gleichzeitig könnte eine weitere Ausweitung des Pfandbriefmarktes auf die vor Marktdisziplin weitgehend geschützten und intransparenteren Universalbanken jedoch zu noch höheren Risiken führen. Die Strategiealternativen sind daher entweder die Abschaffung oder eine nachhaltige Stärkung der Spezialisten.

Vorschläge für die Regulierungsstrategie

Der Autor plädiert für Letzteres, eine Strategie der nachhaltigen Stärkung faktischer oder rechtlicher Spezialbanken. Diese bedarf der Elemente Systemrisikoreduzierung, Geschäftsmodellreform, Kapitalstärkung, verbesserte Transparenz und Insolvenzreform. Das Wettbewerbsumfeld der Spezialisten ist dabei ebenso zu beachten, wie die Rahmenbedingungen der Institutsgruppe selbst.

Zur Systemrisikoreduzierung sind die Bilanz- und Emissionsvolumina wieder zu reduzieren und die Passivlastigkeit von Unternehmensstrategien zu bekämpfen. Zur Verringerung der Run-Risiken durch nachrangige Interbankfinanzierung und Einlagen wird eine systematische Verringerung der Überdeckungen durch Reduzierung der Zinsrisiken und die Emission nachrangiger Pfandbriefe vorgeschlagen. Aus diesen Notwendigkeiten heraus sollte auch eine Rückkehr zum Spezialbankenprinzip erwogen werden, in denen Pfandbriefemittenten Spezialaufgaben der Langfristfinanzierung in Eigenständigkeit oder für Universalbanken in Sonderstellung wahrnehmen können. Eine höhere Wohnungsbauquote in den Portfolien könnte über die Anhebung der Pfandbriefgrenze ohne Beeinträchtigung der Sicherheit erreicht werden. Institutionelle Anleger sollten im Gegenzug für implizite Kreditgarantien die Emittenten bei der Verringerung von Liquiditätsrisiken, z.B. durch Optionen zur Laufzeitenverlängerung („soft bullets“), unterstützen.

Geschäftsmodellreform: Eine Geschäftsmodellprüfung durch die Aufsicht sollte erfolgen, um spontane Strategiewechsel zu bremsen. Zur Refokussierung der Banken sollte die Regulierung Spezialisierung

der Organisation, Nachhaltigkeit bei der Auslandsexpansion, Abkehr von reinen Bondrefinanzierungen (Staatskredit) und Eigenhandel und Fokus auf durch die Organisation selbst unterschriebene und bearbeitete Kredite fördern. Gemeinsame Emissionshäuser können zur Bedienung kleinerer Banken und zur Verhinderung der Zersplitterung der Emittenten geschaffen werden; Vorbilder sind die Pfandbriefzentralen in der Schweiz bzw. das deutsche genossenschaftliche System. Die Regulierung sollte alternative Geschäftsmodelle wie Verbriefungen und Fristentransformationsrisiken in Universalbanken risikogerecht belasten, um nicht weiter gegen das Modell des spezialisierten Emittenten zu diskriminieren.

Kapitalstärkung: Eine doppelte Kapitalhaltung der Spezialisten, wie derzeit Rechtslage, ist abzulehnen, da die Risiken für Investoren bei Intermediation üblicherweise verringert sind (z.B. gegenüber Verbriefungen). Universalbanken sollten höhere Kapitalhaltung für Zinsrisiken vorhalten; der vom Baseler Ausschuss vorgeschlagene „Net Stable Funding Ratio“ wäre ein erster Schritt in Richtung goldene Bilanzregel. Prinzipien der Versicherungsregulierung sollten bei Kapitalhaltung sowie Risikobudgets zur internen Steuerung eingeführt werden; auch hier gibt es mit den von Basel III geforderten dynamischen Kapitalpuffern eine entsprechende Tendenz. Spezialisten in stark zyklischen und global korrelierten Märkten wie Gewerbekredit oder Schiffbau sollten Anreize haben, die zyklischen Risiken an hinreichend solvente Gegenparteien zu transferieren. Eine Hebelgrenze ist nach den Erfahrungen im Staatskreditgeschäft (Nullgewichtung, Depfa Bank plc mit Hebel von 125) und angesichts der allgemeinen Unterkapitalisierung bezogen auf nicht risikogewichtete Aktiva zu befürworten. Die verengte Liquiditätsdefinition unter Basel III sollte durch ein umfassendes Liquiditätskonzept ersetzt werden; dazu gehören die insbesondere für Spezialisten lebenswichtigen Liquiditätsfazilitäten für Langfristkredite, die sich sowohl in der Schweiz als auch in Frankreich in der Krise bewährt haben. Schliesslich sollten Anreize zur Verringerung der Zinsrisikonahme der Schuldner langfristiger Kredite gegeben werden; dazu bedarf es weiterer Schritte unter Basel III.

Verbesserte Transparenz: Das Kernproblem für Pfandbriefspezialisten ist das Bilanzrecht, das für das Bankbuch von Universalbanken weder Marktwerte mit Bezug auf Kreditrisiko noch mit Bezug auf Zinsrisiken vorsieht. Dies macht eine Investorenkontrolle vor allem der Zinsrisiken von Universalbanken fast unmöglich; neuere US-FASB-Vorschläge werden jedoch in diese Richtung dringen. Das Imparitätsprinzip, durch die deutsche Bankenrettung auf den Kopf gestellt, sollte wieder zur Geltung kommen. Eine Reform des §28 Pfandbriefgesetz wird vorgeschlagen (s.u.); jedoch sollten auch Universalbanken bei fortwährender Konkurrenzbeziehung generell zu höherer Portfoliotransparenz verpflichtet werden. Es darf bei Bestehen transparenter spezialisierter Emittenten keine ‚black boxes‘ im Finanzsystem geben.

Insolvenzreform: bei Verbleib im Universalbankenmodell sollte eine kleinteiligere Rangstrukturierung der Passivseite durchgesetzt werden, um den Good Bank-Insolvenzansatz zu unterstützen. Insbesondere erhebt sich die Frage der Systematik des Austauschs von Deckungswerten bei der Trennung von Good Bank und Bad Bank. Die Vorstellung der Unabhängigkeit der Ursachen der Emittenteninsolvenz von der Qualität des Deckungsstocks ist vor dem Hintergrund laufender Rettungen als Fiktion des Pfandbriefgesetzes zu bezeichnen. Das auf dieser Fiktion beruhende spezielle Insolvenzrecht des Pfandbriefgesetzes mit dem Konzept einer abwickelnden teillizensierten Pfandbriefbank hat keine Aussichten auf Realisierung, da es die Reputation des Systems beschädigt. Weit bedeutsamer ist eine Klärung der Beziehungen zwischen Pfandbriefinvestoren und der Einlagensicherungsinstitution: das laufende US-Gesetzgebungsverfahren sieht z.B. eine Option zum Rückkauf (Akzelerierung) der Pfandbriefe von den Investoren durch den Einlagensicherer FDIC vor, der im Gegenzug die gesamte Deckung einschliesslich der Überdeckung erhält.

Institutionelle Reformstrategie

Ein System von Spezialisten kann aufgrund der notwendigen Diversifizierung nur in einem grenzüberschreitenden europäischen Bankenmarkt existieren, dessen Fragmentierung zu überwinden ist. Der Sovereign bzw. Subsovereign-Finanzierungsmarkt in Europa braucht eine umfassende Neuordnung jenseits von Rettungseinrichtungen, an dessen Ende zumindest teilweise privatwirtschaftliche Risikoübernahme im Mezzanine-Bereich stehen sollte. Spezialisten könnten eine Funktion in Analogie zu US-Bondversicherern in diesem Sektor übernehmen. Ein grenzüberschreitender Wohnungsbaukreditmarkt sollte mit Unterstützung durch eine europäische Hypothekarkreditdirektive und o.a. Regulierungsvorschlägen geschaffen werden. Die vergleichsweise funktionsfähigen Gewerbekredit- und Schiffbaukreditmärkte benötigen vor allem Absicherung gegen zyklische Risiken (s.o.).

Mit Hilfe der Bundesbeteiligungen und Koordination mit europäischen Partnern können den Bundesbeteiligungen Hypo Real Estate und Eurohypo (faktisch) entsprechende Rollen in den o.a. Märkten zugewiesen werden. Eine einseitige Abwicklung von Geschäftsfeldern im Vorfeld ist abzulehnen. Die Banken sollten perspektivisch nach Staats- und Hypothekarkreditgeschäftsfeldern aufgespalten und privatisiert werden. Die Wettbewerbsbedingungen müssen jedoch zuvor verbessert werden; deshalb wird ein Exit des Bundes nur langfristig erfolgen können. Insbesondere sollte kein umfassender Rückzug der Banken aus internationalen Aktivitäten akzeptiert werden, da diese Infrastruktur sowohl einzelwirtschaftlich als auch für die Systemstabilität zentral ist.

Kurzfristige Änderungsvorschläge Pfandbriefnovelle

Die o.a. Strategie erfordert ein umfassendes Regulierungskonzept sowie Verzahnung mit der Eigentümerfunktion des Bundes und Koordination mit europäischen Partnern. Kurzfristig werden Änderungen des Pfandbriefgesetzes bei Transparenzstandards (§28; dort vor allem höhere Periodizität, verbessertes Deckungs- und Ausserdeckungs-Reporting), bei Konzentrationsrisiken v.a. durch Beschränkung der Bondrefinanzierungen und Limitierung der Staatskreditrisiken, beim Risikomanagement durch Stärkung der Organisation, sowie beim Liquiditätsmanagement im Insolvenzfall empfohlen.

Reformerfordernisse bei Pfandbriefen und Pfandbriefbanken vor dem Hintergrund der Finanzmarktkrise

1. Krisenursachen

Das deutsche System faktisch spezialisierter Pfandbriefemittenten (Realkreditinstitute) ist aufgrund von **Überkapazitäten**, seiner **extremen Wettbewerbssituation** und den diese **begünstigenden Regulierungsfehlern** strukturell rentabilitätsschwach (Abbildung 1). Die seit langem schwelende Krise hatte bereits um 2002 einen ersten Höhepunkt erreicht, an dem es zu zahlreichen Fusionen kam, aus denen u.a. die Hypo Real Estate hervorging. Inzwischen ist sie ein wesentliches Element der spezifisch deutschen Finanzkrise neben den Landesbanken und Sonderfällen wie IKB/KfW und Commerzbank.

Wirtschaftlich befinden sich die Realkreditinstitute eingeklemmt zwischen fristeninkongruent refinanzierten und daher nur scheinbar margenstarken Retailbanken, die das risikoarme Wohnungsbaugeschäft dominieren (Abbildung 2), stark vom Eigenhandel abhängigen Grossbanken, die hohe Renditevorgaben für die weitgehend privaten Institute erzeugen, und dem Kreditrisiken vor allem in Hochrisikomärkten wie Gewerbeimmobilien zyklisch massiv unterpreisenden Verbriefungsmarkt. Zudem absorbieren die Bondmärkte zunehmend sichere Staatskredite kleinerer Emittenten, die früher von den Realkreditinstituten refinanziert wurden.

Die ehemaligen Hypothekenbanken, die auch nach der Abschaffung des Spezialbankenzwangs Mitte 2005 nach das nunmehr als 'Pfandbriefbanken' bezeichnete Universum von Pfandbriefemittenten dominieren, sind mit dieser problematischen Positionierung anfällig geworden für:

- **Rasche und häufige Strategiewechsel** mit dem generellen Ergebnis von Verschiebungen von ehemals risikoarmem in hochverzinsliches und risikoreiches Kreditgeschäft („gambling for resurrection“, Abbildung 3 und Abbildung 4) und neuer, fast ausschliesslich internationale Geschäftsfelder, die oft ohne ausreichende Infrastruktur selbst von kleinen Instituten erschlossen werden (Abbildung 5);
- **Risiken aus Eigenhandel und Zinsrisikonahme bzw. Fristentransformation**, unterstützt durch einen zunehmenden Anteil von Bonds (festverzinsliche Wertpapiere) auf den Bilanzen (Abbildung 6) – so stieg der Bondanteil in den Bilanzen von 10-15% um 2002 auf 25% und mehr um 2007 und das Kapitalmarktgeschäft kreuzsubventionierte über Jahre faktisch das nahezu defizitäre Kreditgeschäft;

- Damit verbunden eine **Tendenz zum Aufbau von grossen, vom Liquiditätsbedarf her besonders anfälligen, Banken** (AHBR, Eurohypo, Hypo Real Estate), um geringe Marge mit hohen Volumen zu kompensieren. Unterstützt wurde diese inzwischen an der Finanzkrise gescheiterte Entwicklung paradoxerweise durch den Erfolg der Benchmark-Emissionen (Jumbo-Pfandbriefe, mit Volumen > 1 Milliarde €) seit Mitte der neunziger Jahre. Dessen internationale Nachahmer, wie etwa die US-amerikanische Fannie Mae oder spanische Emittenten, sind mit ähnlichen Problemen konfrontiert.

Der weitgehende **Misserfolg der Restrukturierungsanstrengungen der Jahre 2001-2003** (Schaffung von Eurohypo und Hypo Real Estate, Aufspaltung von Depfa) überlagert die erfolgreichen Geschäftsmodelle, etwa in Symbiose mit der Wohnungswirtschaft (Aareal Bank), starken Retailfinanzierern (Wuestenrot Pfandbriefbank, historisch auch DG Hyp und Münchener Hyp im Genossenschaftssektor), oder auch die teilweise erfolgreiche Positionierung im internationalen Gewerbekredit (Eurohypo). Im Kontext der allgemein ungünstigen Rendite-Risiko-Struktur im Kreditgeschäft und der wiederkehrenden Kreuzsubventionierung durch Kapitalmarktgeschäfte kam es binnen 15 Jahren (1995-2010) zu **zahlreichen Beinahe-Insolvenzen** (Rheinboden, BerlinHyp, AHBR, HypoVereinsbank, Hypo Real Estate, Düsseldorf Hyp, Essen Hyp).

Dabei gab es ein etwa ausgeglichenes Verhältnis der aktuellen Auslöser zwischen Zins- und Kreditrisikospeditionen (vgl. Box 1); diese waren aber jeweils nur Symptome der sich ausbreitenden Systemkrise aufgrund eines unrentablen Kerngeschäfts. Eine Realisierung der Insolvenzen ohne das vorherige Eingreifen von Konzernmüttern, zum Teil von Wettbewerbern und in jüngster Zeit des Staates, hätte das Vertrauen der Investoren in den Pfandbrief erschüttert. Somit konnte die Aussage, noch nie sei ein Pfandbrief ausgefallen, faktisch nur mit **Unterstützung Dritter** weiter aufrecht gehalten werden. Ohne deren **implizite Garantien** wird das System derzeit jedoch im individuellen Rating im Durchschnitt von Moodys und anderen Rating-Agenturen im Junk-Bereich gesehen (Abbildung 7). Es muss damit als schwächstes Glied im deutschen Bankensystem gelten. Abhilfe ist dringend geboten.

Auch der durch Gesetz bereits stark, und z.T. rechtlich fragwürdig (s.u.) zugunsten der Investoren besicherte **Pfandbrief ist damit heute faktisch staatlich garantiert**. Die entsprechend gering gesicherten dem Pfandbrief nachrangigen Kapitalparten der Spezialisten sind es über SoFFIN- oder EZB Repo-Liquiditäts, sofern die Institute nicht Zugang zu Überschussliquidität von Primärbanken bzw. Müttern haben (DG Hyp und Münchener Hyp über Genossenschaften, Eurohypo über Commerzbank). Das privat gehaltene Genussscheinkapital vieler Spezialisten notiert im 10-30 Cent-Bereich. Dies ist ein erheblicher Unterschied zu den politisch protegierten Landesbanken bzw. der Commerzbank, bei denen der Steuerzahler diese Nachranginvestoren stärker subventioniert (Abbildung 10). Der als internationales Modell geltende Jumbo-Pfandbriefmarkt ist derzeit nur noch sporadisch aktiv und im Wesentlichen durch Privatplatzierungen und Namenspfandbriefemissionen ersetzt worden (Abbildung 9). Ein Hauptgrund dafür ist, dass Investoren diese Papiere im Gegensatz zu gehandelten Inhaberpapieren nicht zu den als zu volatil empfundenen Marktwerten ansetzen müssen. Diese Ereignisse signalisieren einen nur langsamen Übergang zu wieder mehr marktwirtschaftlichen Verhältnissen im Pfandbriefsystem, sowie potentiell hohe zukünftige Fremdkapitalkosten bei einem Rückzug des Staates.

Die **Eigenkapitalbasis** des Systems ist nach der Abschaffung der Umlaufgrenze – eine Form des ‚Leverage Ratio‘ - 2005 sowie fortgesetzter regulatorischer Bevorzugung des Staatskredits unter den Basel II-Kapitalanforderungen von 2007 **erheblich zu klein**. Rekordhalter in der Vergangenheit waren die spezialisierten Staatsfinanzierer mit Hebeln üblicherweise jenseits der 50. Im Extremfall der zwischenzeitlich nach Deutschland verkauften, faktisch repatriierten, irischen Depfa Bank plc betrug der Hebel im Jahr 2005 125. Zusammen mit einem hohen Anteil des Eigenhandels an den Erträgen erklärt der hohe Hebel, wie Depfa Bank plc damals mit den europaweit geringsten Margen im Staatskreditgeschäft die höchste Eigenkapitalrendite unter vergleichbaren Instituten erzielen konnte. Auch im Immobilienkreditsegment waren die Hebel vieler Spezialisten angesichts geringer Basel I- und Basel II-

Kapitalanforderungen für Wohnungsbau und unter-60%-Gewerbekredite zu hoch. Entsprechend der hohen Hebel waren die Zins- und Liquiditätsrisiken vieler Emittenten extrem, d.h. nur kleine Veränderungen der kurzfristigen Zinsniveaus stellten die Solvenz der Bank in Frage. Die Eigenkapitalbasis vieler Emittenten wird inzwischen über den SoFFIN direkt (Deutsche Pfandbriefbank/Hypo Real Estate) oder indirekt (Eurohypo, über Beteiligung Commerzbank) staatlich gestützt.

Trotz seiner bekannt fragilen Konstruktion – niedrige Margen und hohe Hebel - war das Pfandbriefsystem aufgrund der bereits vor der Krise als hoch eingeschätzten impliziten Garantien des deutschen Staates sowie damals dominierenden, hochliquiden Jumbo-Emissionen in den vergangenen 15 Jahren zum **'Hub' für internationale Anleger im Euro** geworden. Es trug durch seine Fähigkeit, hohe Volumen von Liquidität zu generieren, in hohem Masse zur deutschen Anomalie des Aufbaus hoher grenzüberschreitender Forderungen von Banken ohne organisches, durch Auslandsniederlassungen und –beteiligungen gestütztes Wachstum (Abbildung 8) bei. So verfügen etwa französische Banken über ähnlich hohe Bruttoforderungen an das Ausland wie deutsche, diese werden jedoch durch lokale Emissionen von Niederlassungen und Beteiligungen in den Zielländern in der Nettobetrachtung fast ausgeglichen.

Aber nicht nur ein grosser Teil der erheblichen nationalen Kapitalüberschüsse (in der Spitze 2007 7% des BSP) wird über zum Teil über das Pfandbriefsystem grenzüberschreitend investiert, sondern auch die Überschüsse anderer Weltregionen - über die zwischenzeitlich stark internationalisierte Investorenstruktur des Pfandbriefs. Diese erreichte 2007 mit rd. 30% ihren vorläufigen Höhepunkt. Es ist wahrscheinlich, dass der Internationalisierungsgrad nach vorübergehender Abschwächung in Zukunft wieder ähnlich hohe oder noch höhere Werte erreicht. Auch wird das Prinzip möglichst hoher Emissionsvolumen weiter für Pfandbriefbanken und vor allem ausländische Investoren attraktiv sein. Damit würde ein derzeit schwaches Teilbankensystem von Spezialisten, in Bundesbank-Definition 'Realkreditinstitute', sowie eine ständig steigende Zahl weiterer, seit 2005 ebenfalls als 'Pfandbriefbanken' zugelassene Universalbanken, zu faktischen Garantiegebern globaler Kapitalströme werden. Um den Sprengstoff dieser Konstruktion für Deutschland zu begreifen, denke man daran, welche Verluste für den US-Steuerzahler bereits die per Gesetz auf den nationalen Markt beschränkten Kreditgarantieunternehmen Fannie Mae und Freddie Mac verursachten. Die Frage ist, **bis zu welcher Grenze der deutsche Steuerzahler bereit ist, die Risiken aus einer zentralen Garantorenposition Deutschlands inmitten globaler Kapitalströme zu unterschreiben** oder zu begrenzen.

2. Regulierungsfehler und Strategievorschläge

Ziel einer Pfandbriefsystemreform sollte – wie bei den allgemeinen Bankenreformen – eine (Teil-)Reprivatisierungsstrategie mit den Elementen Systemrisikoreduzierung, Geschäftsmodellreform, Kapitalstärkung, Transparenz und Marktaustritt (Insolvenzreform) sein. Das Pfandbriefsystem kann dabei wegen der umfangreichen Interdependenzen nur im Gesamtfinanzmarkt Kontext und sollte zumindest im europäischen geographischen Kontext zusammen mit den Wettbewerbern reformiert werden.

Systemrisikoreduzierung:

- **Reduzierung von Bilanzvolumina der grössten Institute**, v.a. über bewusste Bilanzverkleinerung und Reduzierung der Jumbo-Emissionen – z.B. zugunsten längerer Laufzeiten und kleinerer Volumen - und der damit verbundenen geringeren Kredit- und Liquiditätsrisiken. Teilweise ist dies bereits als passive Krisenreaktion erfolgt – der Primärmarkt für Jumbo-Emissionen ist seit Oktober 2008 phasenweise illiquide. Deutsche Pfandbriefbank (Hypo Real Estate) und Eurohypo weisen in kleinerem Massstab Analogien zu den US-Hypothekenfinanzierern Fannie Mae und Freddie Mac auf, die derzeit ebenfalls ihre Bilanz verkleinern und intensiver verbiefen, um das Liquiditätsrisiko zu reduzieren. Bei der Deutschen Pfandbriefanstalt geschieht dies über die Abwicklungsbank und Fokussierung auf pfandbriefdeckungsfähige Akti-

va.

Hypo Real Estate und Eurohypo, ebenso wie die bereits faktisch abgewickelte AHBR, waren als Ergebnisse von Fusionen und Beinahe-Insolvenzen durch Serien von Transfers von Deckungsmassen und Pfandbriefen geschaffen worden. So entstand der Deckungsstock der Eurohypo 2002 aus der Fusion der Hypothekenbankentöchter von Dresdner Bank, Commerzbank und Deutscher Bank, die ihrerseits wieder Ergebnisse von Fusionen eigenständiger Hypothekenbanken in den 90er Jahren waren. 2007 nahm die Eurohypo Teile des Deckungsstocks der AHBR, ebenfalls ein Fusionsergebnis, auf.

Wichtig ist neben aktiver Bilanzverkürzung auch eine Umkehr im Beinahe-Insolvenzmanagement von der bisher ausschliesslichen Strategie von Übertragungen auf andere Emittenten, die immer grössere Bilanzvolumen geschaffen hat (siehe auch Diskussion von Insolvenzmechanismen unten).

- **Reduzierung der Verzerrung von Strategien kleinerer Emittenten durch Anstreben von Jumbo-Emissionsvolumen.** Die Strategien vor allem vieler kleinerer Pfandbriefbanken waren in der Vergangenheit zu 'passivlastig' und primär auf Wachstum ausgerichtet. Zur Erzielung möglichst grossen Volumens der Pfandbriefemissionen und Überschreitung der 'Jumbo'-Schwelle von 1 Mrd. € Emissionsgrösse wurden Zukäufe von Portfolien oder Banken getätigt, ohne dass die Risiken der hinzugekommenen Aktiva und Fragen der Organisationsentwicklung und Marktpositionierung ausreichend bedacht wurden. Beispiele sind der Zukauf der Depfa Bank plc durch die Hypo Real Estate 2007 oder die Fusion verschiedener Banken zur AHBR und deren Strategiefokus auf Jumbo-Emissionstätigkeit. Beide Banken eiferten hier dem Vorbild des grössten Emittenten Eurohypo nach.

Generell ist die Grösse einer Bank als dominierendes Element einer Geschäftsstrategie kritisch zu sehen. Eine Besteuerung des durch Grösse ausgeübten Systemrisikos wird derzeit global diskutiert. Einen weiteren Beitrag zur Verringerung des Drucks in Richtung Grösse könnten von solchen Besteuerungen präferierte gemeinsame Emissionseinheiten bilanziell verkleinerter Institute leisten. Diese bestehen in zweistufigen Bankengruppen mit Primär- und Emissionsbanken (Genossenschaften, Sparkassen) in Deutschland, sowie in mehreren europäischen Ländern. Allerdings kann eine Besteuerung nur dann nachhaltig sein, wenn die Ursachen der Suche nach Grösse bei den Emittenten – hier die Margenschwäche – ausreichend bekämpft werden.

- **Optimale Marktstruktur und Grösse** (Aktivaperspektive). Diese Frage ist im europäischen Marktkontext bzw. demjenigen der globalen Zielmärkte der Institutionen zu stellen. Dazu mehr weiter unten. Zentral für Deutschland als einem der grössten Kapitalexporthure weltweit ist es, trotz Bilanzverkleinerungen aus Systemrisikogründen die notwendigen Kapazitäten für nachhaltiges internationales Geschäft im Pfandbriefsystem zu erhalten. Während es nicht einzusehen ist, warum kleinere Wohnungsbaufinanzierer, die als Notlösungen zur Margenverbesserung Bilanzvolumen im US-Gewerbeimmobilienmarkt aufgebaut haben, dort involviert bleiben sollten, scheint ein solches Engagement bei grösseren Spezialinstituten wie Eurohypo und Deutsche Pfandbriefbank grundsätzlich gerechtfertigt. Ähnliches gilt für den Schiffbau, die Flugzeugfinanzierung im globalen Massstab oder die Finanzierung der Wohnungswirtschaft im europäischen. Diese Geschäfte sollten auf wenige, transparent zu überwachende Anbieter konzentriert werden.
- **Veränderung der Systemverbindungen mit anderen Banken** mit dem Ziel der Verringerung des Insider Run-Risikos durch Einbindung von Hochrisiko-(Credit-) Investoren in die Nachrangfinanzierung. Ersatz der Interbankfinanzierung durch langfristige, fungible an Hochrisikoinvestoren (Nicht-Banken/-Versicherungen) gerichtete nachrangige Bonds, darunter vorrangig Pflichtwandelanleihen als Eigenkapitalkomponente.

Vgl. Abbildung 20 zum deutlich stärkeren internationalen Gebrauch derartiger Instrumente in der internationalen Bankenfinanzierung. Deutschland hat hier eindeutigen Nachholbedarf, zumal die traditionellen, auf dem HGB basierenden Instrumente wie stille Einlagen und Genussscheine im Rahmen der Anpassung der Eigenkapitaldefinitionen unter Basel III an Bedeutung verlieren werden. Dänemark verwendet seit 2007 eine Mischform mit dem Namen 'Junior Covered Bonds', d.h. nachrangige Pfandbriefe.

Mit dem gleichen Systemrisikoargument, und zusätzlich aus der Perspektive des Staates als direktem Sicherungsgeber, sollte es zum **Entsatz von Einlagen aus der derzeitigen, Nachrangposition im Universalbankenmodell** kommen (vgl. Abbildung 11). Wenn Überdeckungen nicht, wie bei den verbliebenen Spezialisten noch weitgehend der Fall, durch Interbankkredite gedeckt werden, dann kommen im Universalbankenmodell in der Regel Einlagen zum Einsatz. In der Nachrangposition sind Einlagen jedoch hohen Verlustrisiken ausgesetzt, die dem Schutzbedürfnis ihrer Investoren diametral widersprechen. Ihre geringe Verzinsung dient als weiterer Ansporn zu hohen Beleihungsausläufen, im Gegensatz etwa zu in der Regel teureren, weil risikogerechter bepreisten, nachrangigen Bonds. Faktisch subventioniert der Staat als letzter Einlagensicherer im Universalbankenmodell den Pfandbrief.

An dieser Stelle kann man einwenden, dass die in der Realität existierenden deutschen Gruppen-Einlagensicherungssysteme Haftungsversprechen weit über die übliche enge Abgrenzung auf die typischen Einlagen von privaten Kleinanlegern, d.h. ohne Berücksichtigung der verschiedenen Instrumente und hohen Volumen institutioneller Anleger, hinaus gemacht haben. So waren im Fall Hypo Real Estate hohe zweistellige Milliardenbeträge von durch Institutionelle gehaltenen Schuldscheindarlehen, die faktisch Nachrangfinanzierungsfunktion für den Pfandbrief einnahmen, durch die Sicherungseinrichtung des Bundesverbandes deutscher Banken garantiert. Insofern wäre das Endergebnis der auf EU-Ebene diskutierten Reformen der Einlagensicherung abzuwarten. Der erste Vorschlag der EU-Kommission zielt jedoch auf eine Beschränkung der staatlichen Sicherungsleistung bei Einlagen auf die o.a. enge Abgrenzung ab. Darüber hinaus gehende Sicherungsversprechen könnten zu hohen Fiskalrisiken führen.

- Das Volumen des **Nachrangs kann** zudem durch eine Restrukturierung der Kreditrisikostruktur des Pfandbriefs in versicherungsmathematisch vertretbarer Form **reduziert werden**. In diesem Zusammenhang ist die derzeitige **Begrenzung der Refinanzierung von Wohnungsbaukrediten an Haushalte auf 60%** des nachhaltigen Beleihungswertes eindeutig **zu konservativ**. Kein anderer europäischer Staat verwendet eine derart niedrige Grenze. Sie reduziert den Anteil von Wohnungsbaukrediten an den Hypothekarkredit-Deckungsmassen, mit erheblichen Ratingeffekten, und zwingt den Emittenten dazu, für die sicheren Teile zwischen 60% und 75-80% Beleihungsauslauf volatile Interbankfinanzierung einzuwerben, bzw. alternativ staatlich subventionierte Einlagenfinanzierung. Eine Ausweitung des Beleihungsauslaufs auf Wohnungsbaukredite an Haushalte auf 75% erscheint angesichts der konservativen Bewertungen (i.d.R. mit sog. 'haircuts') und niedrig volatilen Hauspreise vertretbar. Durch aufsichtsrechtliche Vorgaben können die anzusetzenden Bewertungen bei nicht-deutschen Wohnungsbauaktiva konservativer gestaltet werden. Das Gegenargument, Investoren seien nicht an eine neue Pfandbriefgrenze zu gewöhnen ist zwar ernst zu nehmen, erscheint angesichts der Heterogenität europäischer Covered-Bond-Gesetzgebungen zunehmend unglaubwürdig.
- **Eine stärkere Einbindung der institutionellen Investoren** vor allem in das Liquiditäts- und Zinsrisikomanagement des Systems ist ohnehin geboten. Die Grundvorstellung ist, dass sich Pfandbriefbanken auf Kreditrisikomanagement konzentrieren sollten, und institutionelle Investoren auf das Zins- und Liquiditätsrisikomanagement.

Damit fokussieren beide Finanzinstitutionengruppen auf ihr Kerngeschäft, für das ihnen die entsprechenden Risikosteuerungsinstrumente zur Verfügung. Eine derartige Trennung wird idealtypisch im dänischen System der Realkreditobligationer (vgl. Box 4) erreicht. Auch im deutschen Pfandbriefsystem, in dem der Emittent derzeit hohe Zins- und Liquiditätsrisiken übernimmt, sind graduelle Verbesserungen möglich. Ein Beispiel ist die Verwendung von Soft Bullets, d.h. Bonds, deren Fälligkeit vom Emittenten um 6 Monate oder 1 Jahr verlängert werden kann. Für diese Liquiditätssteuerungsoption zahlt die Pfandbriefbank dem Investor einen Preis – faktisch eine Versicherungsprämie. Die Alternative ist die Durchleitung aller Zins- und Liquiditätsrisiken wie im Verbriefungsmodell ('Pass-Through') bzw. bei der Realkreditobligationer praktiziert, und damit Verzicht der Pfandbriefemittenten auf die entsprechenden Intermediationsrisiken und –gewinne. In beiden vorgenannten Fällen – bei Soft Bullets und bei Pass-Throughs - ist eine 'Erziehung' der Investoren in Richtung stärkerer Zins- und Liquiditätsrisikonahme notwendig. Die Akzeptanz bei Investoren sollte durch entsprechend geringere Kreditrisiken der Emissionen erzeugbar sein. Für eine solche Entwicklung gibt es international erfolgreiche Beispiele. Zu nennen wäre etwa die Entstehung eines professionellen Marktes für das Management von Prepayment-Risiken von Hypothekarkrediten unter Investmentbanken und Investoren an der Wall Street in den 80er Jahren. Allerdings müssen für ein derart verringertes Risikoprofil der Emittenten die bisherigen Ambitionen hochliquider an eine Vielzahl von Investoren global gerichteter, da der Staatsfinanzierung ähnlicher, Emissionen zurückgeschraubt werden.

- **Allgemeine Reduzierung der Höhe der Überdeckung des Pfandbriefs.** Die Überdeckung von Pfandbriefen durch Deckungsstockaktiva ist das Kerninstrument der Sicherung der Pfandbriefgläubiger. Im deutschen pfandbriefrefinanzierten Immobilienkredit sind Überdeckungen von 15-20% inzwischen die Regel (vgl. Abbildung 15 im Fall der Eurohypo und Abbildung 18 im europäischen Vergleich), im Staatskredit liegen die Überdeckungen etwas darunter. Die Überdeckung besteht i.W. aus Ersatzdeckung (§ 19 Pfandbriefgesetz) und den das 60%-Emissionslimit von Pfandbriefen übersteigenden Partien eines Kredites: bei einem Beleihungsauslauf von 80% des Hauspreises wäre etwa die 60-80%-Partie ein Teil der Überdeckung. Die Überdeckung wird auf der Passivseite der Bank durch das Eigenkapital, die ungesicherten und nachrangigen Gläubiger bzw. im Universalbankenmodell den Staat (als Einlagensicherer) finanziert.

Die Überdeckung soll im Insolvenzfall an die Insolvenzmasse genannten nicht-besicherten Gläubiger ausgekehrt werden. Dabei sieht § 30 Abs (3) Pfandbriefgesetz eine zeitnahe Auskehrung bei Verwertung der Hypothek bzw. der Immobilie vor. In der Praxis ist diese neue Vorschrift noch nicht getestet worden. Es erscheint aber wahrscheinlich, dass Auskehrungen von Überdeckungen nur mit grosser Zeitverzögerung stattfinden können (etwa, weil die Marktlage eine Verwertung verbietet). Hohe Überdeckungen stellen zudem ein erhebliches Systemrisiko dar, denn die nachrangigen und ungesicherten Gläubiger werden etwa bei einem Immobilienpreisverfall sensitiv auf ein preisverfallbedingtes Ansteigen der zur Deckung des Pfandbriefs notwendigen Überdeckungen reagieren. Die Nahe-Insolvenz-Probleme der Hypo Real Estate bei der Beschaffung kurzfristiger ungesicherter Mittel sind ein Beleg für die Konkurrenzbeziehungen mit derart gesichertem Kreditgeschäft in der Krise: i.W. standen der Bank seit der Bear-Stearns-Rettung im März 2008 nur kurzfristige besicherte Finanzierungen sowie vom Einlagensicherungsfonds des Bundesverbands deutscher Banken gesicherte Finanzierungen offen – der klassische Interbankenkredit war nicht mehr zugänglich.

Die Überdeckung setzt sich aus einer freiwilligen und einer gesetzlichen Komponente zusammen. Erstere ist Rating-Erwägungen geschuldet und wird im Insolvenzfall, sofern technisch möglich, durch den Sachwalter an die Insolvenzmasse auszukehren sein. Letztere wird im Wesentlichen durch die Barwertverordnung bestimmt, die

Überdeckung als Kompensation für Zins- und Liquiditätsrisiken innerhalb der Deckung fordert. Der Schlüsselmechanismus zu einer Reduzierung liegt folglich in der Verringerung von Zins- und Liquiditätsrisiken in der Deckung. Dazu bedarf es u.a. regulatorischer Stimulierungen von geeigneten Bondinstrumenten, wie den oben angesprochenen 'Pass-Throughs' und 'Soft Bullets'.

- Idealerweise sollte aus den bisher genannten Systemrisiko- und weiter unten ausgeführten Geschäftsmodellgründen eine **Rückkehr zum Spezialbankensystem** erwogen werden. Dies könnte als '**Volcker-Regel**' für den Immobilienkredit interpretiert werden und die historische auch im europäischen Ausland und den USA weitgehende Trennung des langfristigen vom kurzfristigen Kreditgeschäft im Bankensystem wiederherstellen. Mit einem solchen Schritt könnte Deutschland auch international wieder eine Vorreiterrolle in der Banken- und Kapitalmarktregulierung einnehmen. Ähnliche Überlegungen mit Stossrichtung einer Dezentralisierung des bestehenden Duopols der Wohnungsbaurefinanzierer Fannie Mae und Freddie Mac werden derzeit in den USA angestellt. Sie treffen dort, wie hier, natürlich auf den Widerstand der Universalbanken.

Zum besseren Verständnis der Implikationen Diskussion vgl. Abbildung 11 mit Darstellungen des derzeitigen deutschen Universalbankenmodells (seit 2005), des historischen deutschen Spezialbankenmodells (bis 2005) und des dänischen Spezialbankenmodells.

Im **historischen deutschen Spezialbankenmodell** wurden Pfandbriefumlauf und Überdeckung regulatorisch begrenzt. Die Überdeckung wurde konsistent finanziert: nicht durch Einlagen, obwohl Spezialbanken zu ihrer Emission theoretisch nach Hypothekendarlehenbankengesetz ermächtigt waren, sondern durch Kredite am Interbankenmarkt und zum Teil nachrangige Bonds bis hin zu Verbriefungen. So war etwa die Rheinische Hypothekendarlehenbank 1996 der erste deutsche Emittent einer Verbriefung im Wohnungsbauhypothekendarlehenkredit; die Sicherheiten bestanden aus den Kreditparten oberhalb der 60%-Pfandbriefgrenze.

Im **aktuellen dänischen Spezialbankenmodell** der Mortgage Credit Institutions werden Überdeckungen durch die Konstruktion der Bonds minimiert (vgl. Abbildung 11 und Box 4 zu Einzelheiten der Bond-Konstruktion). Das Ergebnis ist eine Durchleitung der Zahlungsströme vom Kreditnehmer direkt an den Kapitalmarktinvestor in Form von Pass-Throughs, bei der für die Bank keine Liquiditätsrisiken auftreten. Will der Markt aus Kreditrisikogründen keine neuen Finanzierungen mehr übernehmen, so wird lediglich die Neuemission von Krediten eingestellt.

Weitere Typen **faktischer Spezialbanken** sind in Form von Zweckgesellschaften in verschiedenen europäischen Ländern – mit unterschiedlichen Zielintentionen - implementiert worden. Ein Beispiel einer Zweckgesellschaft ist die Société de Crédit Foncier als Emissionseinheit der Obligations Foncières in Frankreich; die Konstruktion wurde im Wesentlichen zur Herstellung von Schutz gegenüber der Insolvenzbevorrechtigung der Forderungen von Bankangestellten gewählt. Mit Zweckgesellschaften kann ebenso wie mit einer geeigneten Spezialbankkonstruktion ein grösserer Schutz von Einlagen als im Universalbankenmodell erreicht werden. Allerdings fehlen in der Regel wichtige weitere Vorteile der Spezialbank, wie rechtliche Selbständigkeit und Spezialisierung des Kredit- und Emissionsgeschäftes und der Ansatz einer Zweckgesellschaft ohne klare Verantwortlichkeiten scheint mit deutschen Bankrechtstraditionen schlecht vereinbar.

Beide Modelle – **Emission durch Universalbank und durch Spezialbank** – **könnten** wie in Dänemark **parallel existieren**, falls eine Rückkehr zum Spezialbankensystem nicht durchsetzbar ist. Derzeit werden etwa im dänischen Fall die Covered Bond-Produkte der verschiedenen Emittenten für den Investor klar erkennbar namentlich

getrennt. Aufgrund höherer Zins- und Liquiditätsrisiken der üblicherweise verwendeten endfälligen und kurzlaufenden Bonds fallen jedoch höhere Kapitalanforderungen bei einer Universalbank als Emittent an.

Welche Form der Emission auch immer gewählt wird: eine Verbindung von Spezialbanken mit Universalbanken über eine Holdingstruktur ist jederzeit möglich, wobei erneut Fragen der impliziten Subordinierung von Einlagen bei der Mutterbank zu klären wären (Beispiel: derzeitige Refinanzierung der Überdeckung der Eurohypo durch die Commerzbank, die sich selbst wieder erheblich durch Einlagen refinanziert). Zur Stärkung der Wirtschaftlichkeit eines solchen Schritts wären zumindest die regulatorischen Bedingungen der Pfandbriefemission auf europäischer Ebene zu verbessern (s.u.); ggf. wären im Verlauf der derzeitigen Immobilienkrise in Süd- und Westeuropa weitere Länder bereit, einem deutschen Schritt zu folgen.

Für den deutschen Markt selbst sollte bei **Beibehaltung des Universalbankenmodells** zumindest ein **Stop der Inflationierung der Zahl der Emittenten** realisiert werden. Hier kam es fast zu einer Verdoppelung, von 18 (2003) auf 35 (2009) Emittenten, nach der Aufhebung des Spezialbankprinzips im Jahr 2005. Die Sparkassen alleine, mit einem Gesamtanteil am Bankenmarkt von rd. 1/3 planen, die Zahl ihrer Emittenten auf 100 zu erhöhen. Bei den Genossenschaften könnte angesichts des zu beobachtenden Unwillens, den in der Gruppe befindlichen Spezialisten DG Hyp und Münchener Hyp ausreichendes deutsches Portfolio zu akzeptablen Konditionen zu überlassen, eine ähnliche Entwicklung anstehen. Eine Zahl von 150-200 deutschen Emittenten erscheint ohne Intervention in naher Zukunft im Bereich des Möglichen; damit steigen die Reputationsrisiken des Systems extrem an.

Geschäftsmodellreform:

- Angesichts der hohen derzeitigen impliziten Staatsgarantie und der inzwischen internationalen Hub-Funktion des Systems sollte die **Bankenaufsicht** generell **in die Lage versetzt werden, die Geschäftsmodelle der Pfandbriefemittenten zu prüfen**. Erhöhter Prüfungsbedarf ist insbesondere dann gegeben, wenn Strategien abrupt und umfassend geändert werden, so, wie dies bei einigen Spezialisten in der Vergangenheit der Fall war (u.a. bei Hypo Real Estate 2003 und 2008).

Zentral wäre auch ein Teillizenzierungsverfahren zur Entwicklung neuer Geschäftsfelder auf der Basis eines der Bankenaufsicht vorzulegenden Geschäftsentwicklungsplans (z.B. grenzüberschreitender Immobilienkredit). Der derzeitige Hinweis in § 27 auf das 'Vorhandensein eines gefestigten Erfahrungswissens' reicht nicht aus. Auch das Wachstum neuer Geschäftsfelder sollte überwacht werden.

- Zusammen mit einer Rückkehr zur Spezialbank oder zumindest spezialisierten Strukturen mit eigenem Management, Rechts-, Kreditmarkt- und Kapitalmarktwissen innerhalb von Universalbanken sollte eine **Refokussierung auf das Kerngeschäft direkte Immobilien- bzw. Länder- und Kommunalkreditvergabe** und den Aufbau der entsprechenden Organisation möglich sein. Für die Vorhaltung entsprechender, mit Kosten verbundener Kapazitäten könnten die Kapitalanforderungen einer entsprechend aufgestellten Bank herabgesetzt werden (Vehikel wären die Mindestanforderungen für das Kreditgeschäft, MAK). In diesem Zusammenhang wäre zu prüfen, ob das Auslandsgeschäft der Pfandbriefbanken ausreichend durch Zweigstellen bzw. Niederlassungen mit entsprechenden Kapazitäten untermauert ist. Es gibt anekdotische Hinweise darauf, dass die ausländischen Kreditausfallraten insbesondere im Immobilienkredit bei vielen Instituten deutlich erhöht sind (Statistiken liegen nicht vor).

Die dabei auftretenden Rechtsfragen – zum Beispiel könnte die Aktiva einer US-Niederlassung im Insolvenzfall aufgrund der lokalen Rechtslage von konkurrierenden Gläubigern gepfändet oder verwertet werden – sollten dem übergeordneten Ziel einer stabileren Organisationsstruktur und Kapazitätsaufbau untergeordnet werden. In vie-

len Jurisdiktionen sind Pfandbriefgesetze in Vorbereitung oder existieren bereits, die damit auch lokale Covered Bond-Emissionen der Niederlassungen deutscher Banken ermöglichen würde. Salopp beschrieben ist nicht einzusehen, warum deutsche Konzerne aus dem verarbeitenden Gewerbe, wie VW, in der Lage sind, lokale Produktionskapazitäten mit lokalen Ressourcen in China und den USA zur globalen Diversifizierung und Globalisierung aufzubauen, und warum sich gleichzeitig viele deutsche Banken diesem in der Industrie so erfolgreichen Modell verweigern.

- **Stark auf eine grosse Passivseite und Gewinne aus Marktrisiken fokussierte Strategien** wie Wiederverbriefungen von Bonds (im Pfandbriefsystem i.W. Staatsbonds) bzw. Eigenhandel, aber auch Syndizierungen ohne direkte Kreditoriginierung und -bearbeitung, **sollten entmutigt werden**. Zum Eigenhandel sind umfangreiche Vorschläge im Rahmen der Basel III-Diskussion gemacht worden. Wiederverbriefungen von bereits emittierten Bonds in Pfandbriefen werden durch das Auslaufen der Gewährträgerhaftung für Landesbankenbonds 2015 stark verringert. Ihr Anteil sollte perspektivisch auf einen moderaten Prozentsatz des öffentlichen Deckungsstocks begrenzt werden (25%), um die Intermediationsleistung des Spezialisten im Wege der Kreditvergabe zu stimulieren und regulatorisch zu prämiieren.

Eine Verringerung des Drangs zu grossen Emissionen und Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit kleinerer Institute ist ebenso durch gemeinsame, Liquidität sicherstellende Emissionsbanken möglich. Vorbilder hier sind die Emissionszentralen der Schweiz (Kantonalbanken und Hypothekarkreditinstitute), Totalkredit in Dänemark und die Caisse de Refinancement Hypothecaire in Frankreich). Die Caisse de Refinancement Hypothecaire (CRH) als Beispiel ist eine **gemeinschaftliche Liquiditätsfazilität französischer Banken**, die gesetzlich als Pfandbriefe anerkannte Wertpapiere emittiert. Dies geschieht durch Verpfändung entsprechender Hypothekarkreditportfolios durch die einzelnen Banken, für die den Banken im Gegenzug die entsprechende Liquidität zur Refinanzierung gegen entsprechend besicherte Schuldscheine bereitgestellt wird. Die Banken halten gleichzeitig proportional zu ihrer Inanspruchnahme der Fazilität Kapitalanteile bei der CRH. Die CRH blieb als gemeinschaftliches von einem Grossteil der französischen Bankenindustrie gesichertes Emissionsinstitut unmittelbar nach dem Lehman-Konkurs 2008 als eine der wenigen europäischen Emittenten im Markt aktiv. Durch die gemeinschaftliche Emission wurde das Vertrauen im Markt hergestellt und eine staatliche Intervention vermieden. Vgl. Abbildung 16 zu einer Darstellung der Funktionsweise der CRH.

Eine in Deutschland geläufige und analoge Struktur sind die Primärbank-Emissionsbank-Beziehungen bei den Genossenschaften und im Ansatz bei den Sparkassen. Bei letzteren sollten die Landesbanken die Rolle der Emissionsbanken spielen; dort hat es . Vgl. dazu Abbildung 19, die die historische Situation (ca 2005) in der Immobilienfinanzierung der Genossenschaften darstellt. Es sollte in diesem Zusammenhang auch über die Transferpreismechanismen zwischen Primär- und Emissionsbanken nachgedacht werden: das Geschäftsmodell der DG Hyp im deutschen Wohnungsbaukreditmarkt wurde so durch überzogene Ansprüche der Primärbanken an von der Emissionsbank an sie zu zahlende Kommissionen beschädigt. Dies veranlasste die DG Hyp vor kurzem, international z.T. in risikoreicher Form zu expandieren und das Geschäftsfeld des deutschen Wohnungsbaukredites zu verlassen.

- Zur Unterstützung ist eine nachhaltige, vor allem durch Missstände korrigierende **regulatorische Massnahmen im Wettbewerbsumfeld** zu bewerkstelligende, Verbesserung der Margensituation notwendig. Im Immobilienkredit muss die Keillage des Pfandbriefsystems zwischen fristeninkongruent finanzierten Universalbanken in Niedrigrisikomärkten (Wohnungsbau) und nicht adaequat kreditrisikobepreisendem Verbriefungsmarkt im Hochrisikomärkten (Gewerbekredit) in beide Richtungen hin angegangen werden.

Investitionen von regulierten Finanzinstitutionen in **Verbriefungen** sollten in diesem Zusammenhang an einen regulierten Risikointermediär als Emittenten oder Garantor geknüpft werden. Risikointermediäre können Versicherer, Banken bzw. analog mit nach Risiko gestaffeltem Mindestkapital ausgestattete Finanzierungsgesellschaften sein. Nur derart kann sichergestellt werden, dass eine Erstverlustposition ('first loss') mit ausreichendem Kapital hinterlegt ist. Diese ist notwendig, um die sich aus Verbriefungen ergebenden Prospekthaftungsrisiken ('reps and warranties') abzusichern, nicht etwa, um allgemeine Kreditrisiken zu versichern. In diesem Zusammenhang ist anzumerken, dass es in den hauptsächlich von Fehlverhalten im 'create-and-trade'-Modell betroffenen Land USA bisher noch keine Vorstösse zu einer Regulierung von Finanzierungsgesellschaften gibt.

Die in der EU-Kapitaladäquanzrichtlinie vorgeschlagene **Verpflichtung für den Originator** einer Verbriefung **zum Halten von nur 5% der Risikoposition**, und dies im Gleichrang mit den übrigen Investoren ('pari-passu') und nicht im Erstverlust ('first loss') **wird** dagegen **nicht ausreichen**, um die Anreize für risikogerechte Auswahl und Überwachung der Schuldner zu korrigieren. Man nehme zum Beispiel eine 20%ige Verlustwahrscheinlichkeit der Verbriefung an, die im derzeitigen pari-passu-Vorschlag lediglich zu einem erwarteten Verlust von 1% für den Originator führen würde. Dieser Betrag wird in der Regel bereits durch die einmaligen Originierungsgebühren ohne Finanzierungseffekt erwirtschaftet. Er wäre auch durch Kreditausfallversicherungen leicht abzudecken, die überdies auch für die Herstellung einer Positionierung gegen das eigene Portfolio genutzt werden könnten. Derartige Strategien sind bei entsprechend dimensionierter Erstverlusthaftung weit teurer: zum Beispiel ist der erwartete Verlust bei 5% Erstverlustposition und gleicher Verlustwahrscheinlichkeit fünfmal so hoch.

Es sollte auch zu einer Reduzierung der artifiziiellen Kapitalnachteile der Pfandbriefemission gegenüber Verbriefungen aus der Sicht von regulierten Finanzinstitutionen als Investoren kommen. Bisher werden Pfandbriefemittenten benachteiligt, indem Banken und Versicherungen als Investoren eine **von einer Risikobetrachtung her fragwürdige zusätzliche Kapitalhaltung für die Intermediationsleistung des Pfandbriefemittenten** abverlangt wird. Es muss unter Basel II sowohl der Pfandbriefemittent für das Portfoliorisiko Kapital vorhalten, als auch der Investor in die Pfandbriefemission für das Gegenparteiisiko des Emittenten. Letztere Komponente entfällt beim weit risikoreicheren Transfer eines nicht durch weitere Intermediationsleistungen laufenden und lediglich weitergereichten Kreditpools (Verbriefung). Dies ist nur eines von vielen Beispielen im derzeitigen Kanon der Kapitalanforderungen für Kreditrisiken, in denen mit Kosten verbundene Intermediation durch Finanzinstitute nicht etwa gefördert, sondern bestraft, wird.

Regulatorische Belastungen für **Zins- und Liquiditätsrisikonahme von Universalbanken** aus der Fristentransformation sollten die Anreize für Universalbanken zu stärken, langfristige Bankschuldverschreibungen wie Pfandbriefe zu emittieren bzw. in einer Holding- oder Verbundstruktur emittierende Spezialbanken zu unterhalten. Dazu gibt es im Rahmen der vom Baseler Ausschuss vorgeschlagenen Reformen ('Basel III') bereits zielführende Ansätze. Im Zentrum steht der '**Net Stable Funding Ratio**', der die verfügbare Langfristfinanzierung mit Laufzeit über 1 Jahr (Bankschuldverschreibungen, langfristige Einlagen) mit der benötigten Langfristfinanzierung über 1 Jahr (Langfristige Kredite, Hypothekarkredite) ins Verhältnis setzt. Ersten Schätzungen der Unternehmensberatung McKinsey von Juni 2010 zufolge wird die Einführung einer solchen Anforderungen zu zusätzlichen Emissionen von langfristigen Bankschuldverschreibungen bei Europa's 10 grössten Banken in Höhe von 1.338 Milliarden € führen. Ein hoher Teil davon wird wahrscheinlich auf Pfandbriefe entfallen.

Kapitalstärkung:

- Grundkonzept der im Rahmen von Basel III bzw. CRD IV avisierten Eigenkapitalreformen ist eine **Anhebung über das derzeitige, offenkundig zu niedrige Niveau hinaus**. Dieses zusätzliche Kapital **sollte** idealerweise **von fristeninkongruent finanzierten Banken** über eine **zusätzliche Kapitalkomponente für eingegangene Zins- bzw. Fristentransformations- und andere Marktrisiken** über die jetzigen Kapitalkomponenten Kredit- und operationales Risiko hinaus **eingefordert werden**. Kongruent finanzierte Pfandbriefemittenten wären davon aufgrund ihrer Zinsrisikominimierung weitgehend befreit. Eine derartige, einfach zu berechnende Kapitalkomponente wird nunmehr seit Mitte der neunziger Jahre aus durchsichtigen Gründen - um die indirekte und intransparente Rekapitalisierung der Banken in Niedrigzinsphasen, wie der derzeitigen, zu ermöglichen - von Politik und Banken gemeinsam blockiert.
- Das bereits im Pfandbriefsystem in der **Barwertverordnung festgelegte Verfahren zur Berechnung einer nominalen Überdeckung** könnte als **Richtschnur für die Methodik** der Berechnung einer Kapitalkomponente herbeigezogen werden. Es basiert auf dem Vergleich der Barwerte der Einzahlungen und Auszahlungen, unter Berücksichtigung von Derivaten. Bei den Barwertberechnungen werden die auf Zahlungen in der Zukunft anzuwendenden Diskontfaktoren (d.h. die Zinstrukturkurve) einem Stress Tests unterzogen.
- Der stattdessen im Rahmen von Basel III vorgeschlagene **'Net Stable Funding Ratio'** (s.o.) kann als Kompromisslösung angesehen werden, die zwar keine neue Kapitalkomponente bedingt, das Bankensystem aber zu einer drastischeren Änderung des Fristenkongruenz- und damit Emissionsverhaltens zwingt. Er bedeutet faktisch eine **abgeschwächte Implementierung der Goldenen Bankregel**, die in früheren Generationen deutscher Bankregulierungen bereits Anwendung fand. Die Bankregel fordert fristenkongruente Refinanzierung, die in der Praxis anhand der Minimierung der Aktiv-Passiv-Lücken in engen Laufzeitenbändern sichergestellt wurde. Allerdings bezieht sich der ‚Net Stable Funding Ratio‘ nur allgemein auf Laufzeiten über 1 Jahr, d.h. 1-Jahres-Finanzierung kann weiterhin 10-Jahres-Kredite refinanzieren. Zudem gibt es zahlreiche Implementierungsfragen; auch muss bei einem derzeit geforderten Verhältnis von 1 eine Stimulierung negativer Fristentransformation - u.a. durch vorfällige Rückzahlungen - vermieden werden. Das Konzept wird aber die regulatorische Grundvorstellung, dass der Pfandbrief bzw. Covered Bond in Europa (wieder) das **Standardfinanzierungsinstrument des Langfristkredites** werden sollte, fördern. Dies wird derzeit nur in Dänemark erreicht. Das dänische System wird in Box 4 im Einzelnen dargestellt.
- Eine **spezifisch auf den** von zyklischen Risikorealisationen erfassten **Immobilien-sektor zugeschnittene Frage ist**, ob das **Kapitalhaltungsmodell im Kreditrisikobereich nicht eher dem Versicherungs- als dem Bankenmodell** ähneln sollte. Derartige Vorschläge in Richtung der Reservebildung bezüglich erwarteter Verluste ('expected loss') haben unter dem Eindruck der US-Wohnungsbaukreditkrise selbst Eingang die CRD IV-Vorschläge gefunden und werden auch durch die Neuregelung der Bankbilanzierung in IFRS 9 unterstützt. Das entsprechende Vorbild in der Aufsicht der Hypothekenversicherer (etwa Australien) ist die Reservebildung zu 'noch nicht verdienten' Risikoprämien. Derartige Kapitalhaltungs-Ansätze ermöglichen es in der Theorie, den vollen Kreditrisikozyklus zu überstehen. In der Praxis, muss jedoch das Auskaufen des vermeintlich ungenutzten Kapitals bei temporärer Überkapitalisierung in Niedrig-Risiko-Phasen verhindert werden.
- Eine weitere sinnvolle Anleihe bei der Versicherungsregulierung könnte die Vorgabe von **Risikobudgets und ein entsprechendes Kapitalcenter-Management** sein - die übliche Regulierungspraxis bei Immobilien- und Unfallversicherern. An die Stelle problematischer Gesamtbanksteuerungen auf der Basis aggregierter Kennzahlen wie 'Value at Risk' würden dann spezifische Budgets treten.

Zu überlegen wäre auch, ein **Risikotransfersystem an Rückversicherer** bzw. über **Katastrophen-Bonds** an globale Investoren zu ermöglichen. Damit könnte z.B. ein global korrelierter Gewerbeimmobilienmarktzyklus abgefedert werden, der alle Emittenten gleichzeitig trifft. Derartige Bonds könnten ggf. vom System der Pfandbriefemittenten gemeinschaftlich begeben werden und mit den Erträgen entsprechende Rettungseinrichtungen finanziert werden. Entsprechend der dort akkumulierten Reserven würde die Kapitalhaltung über den Zyklus niedriger ausfallen.

- Die Wiedereinführung einer **Hebelgrenze (Leverage Ratio)**, ggf. auf das zur Pfandbriefemission designierte Teilportfolio der Universalbank anzuwenden, wird die derzeitigen Geschäftsmodelle der Pfandbriefemittenten nachhaltiger verändern. Jedoch sollten die diskutierten Grössenordnungen **angesichts der historischen, bis 2005 gültigen Umlaufgrenze bei Pfandbriefen** vom 25-fachen des Eigenkapitals für Hypotheken und 40 für das Kommunalkreditgeschäft **unkritisch** sein. Die damalige Umlaufgrenze entsprach faktisch einer Hebelgrenze. Eine erneute Sonderbehandlung des Staats- bzw. Kommunalkredits wird wahrscheinlich angestrebt werden, ist aber aus Risikogründen nicht gerechtfertigt. Eine generelle Umlaufgrenze sollte indirekt auch helfen, die über die Jahrzehnte grösser gewordenen Beleihungsausläufe im Immobilienkredit wieder zurückzuführen. Notfalls wäre dazu die allgemeine Realkreditdefinition wieder restriktiver anzuwenden.

Eine Umlaufgrenze im Rahmen des Spezialbankenmodells oder eines für die Pfandbriefemission designierten Teilportfolios einer Universalbank wäre auch mit Vorstellungen der OECD zu einer 'Silo'-struktur von Kapitalzuordnung und Hebelgrenzen in einzelnen unter gemeinsamen Banken-Holdings zusammengefassten Geschäftsfeldern kompatibel.

- Der deutsche Gesetzgeber hat durch die 2009 eingeführte gesetzliche **180-Tage-Deckungsregel** bereits auf die während der Finanzkrise aufgetretenen **Liquiditätsrisiken** reagiert. Die Regel sieht einen taggenauen Abgleich der Liquidität und Deckung des grössten negativen Wertes durch entsprechende Überdeckungswerte nach §19 Pfandbriefgesetz oder Wertpapierpensionsgeschäfte. Die 180-Tage-Regel hat nach einer Stichprobe des Autors bei Deckungsstöcken von 3 Banken (Eurohypo, Hypo Real Estate, DG Hyp) zu tendenziell höheren Liquiditätsüberschüssen im Kurzfristbereich geführt. Das **Gentleman's Agreement von 1999** hatte das Thema bereits einmal für die zwischenzeitlich abgeschaffte Spezialbank aufgegriffen und ein nach Laufzeitenbändern gestaffeltes Matching der Liquidität eingeführt. Die seit der Insolvenz der AHBR durch Zinsrisikospekulationen gültige **Barwertverordnung** sieht auch im gegenwärtigen Universalbanksystem eine regulatorische Bestrafung für hohe Liquiditätslücken vor, allerdings mit dem weniger restriktiven Nettobarwert aller zukünftigen Cash Flows von Deckung und Pfandbriefen. Im Einzelfall eines Laufzeitenbandes – z.B. zwischen 5 und 10 Jahren in der Zukunft - kann es also auch derzeit noch zu hohen Über- oder Unterdeckungen kommen, nur nicht mehr in den ersten 180 Tagen.

In jedem Fall sollten vor dem langen Hintergrund von spezifischer Regulierung die voraussichtlichen Ergebnisse des im Dezember 2010 abzuschliessenden **Basel-III-Prozesses** zu Liquiditätsdeckung ('Liquidity Coverage Ratio') und vor allem Zugang zu stabiler Langfristfinanzierung ('Net Stable Funding Ratio'), der Spezialität des Pfandbriefsystems, unproblematisch sein. Unter anderem müssten die Pfandbriefbanken wohl ihre derzeit auf die vertragliche Zinsbindungsfrist abgestellten Reportingkonzepte auf erwartete Zinsbindungen umstellen – Unterschiede entstehen hier z.B. durch vorfällige Rückzahlungen.

Problematisch ist aber, dass die Liquiditätspuffer bei entsprechend fristeninkongruenten Verhalten der Emittenten wieder eine Tendenz zur Erhöhung der Überdeckung

und damit, wie oben beschrieben, im Universalbankenmodell Nachrangigkeit von Einlagen bewirken könnten. Zudem ist die **Definition liquider Aktiva** in Zeiten der Staatsfinanzierungskrise zunehmend arbiträr, was Fragen der Gleichbehandlung etwa von Pfandbriefen und Staatsbonds aufwirft. Hier sollten generische Formulierungen anstelle von Produktklassifikationen gefunden werden, die z.B. durchschnittliche An- und Verkaufsspannen ('bid-ask-spreads') der Instrumente berücksichtigen. Dies gilt auch für die nach §4 Pfandbriefgesetz in derartigen Papieren zu haltende Überdeckung, die derzeit z.B. potentiell illiquide Staatspapiere zulässt. Die Gefahr besteht generell, dass zu hohe Liquiditätsvorhaltungen die bereits vorhandene Tendenz zu höheren Bondinvestitionen auf den Bilanzen noch verstärken.

Nach den derzeitigen, in den wesentlichen Punkten übereinstimmenden Empfehlungen der Ratingagenturen sollte das **Liquiditätskonzept eines Pfandbriefemittenten** selbst **sollte umfassend angelegt sein** und auf den Säulen Vermarktbarkeit bzw. EZB-Refinanzierungsfähigkeit der Aktiva, Flexibilität der Bonds, z.B. Emission von Pass-Throughs und Soft Bullets, und ausreichender Liquidität im engeren Sinne basieren.

Exit-Strategien wie Verbriefungen sind angesichts der aufgetretenen Probleme zukünftig mit Selbstbehalt des Originators bzw. daraus folgend Eigenkapital zu unterlegen. Es bietet sich an, wie bereits oben angesprochen, über ein dem traditionellen dänischen System der Realkreditobligationer analoges Pfandbriefmodell der gleichzeitigen vollständigen Kreditrisikoübernahme des Emittenten bei **vollständigen Durchleitung ('Pass-Through') aller Zins- und Liquiditätsrisiken** an die Investoren nachzudenken (vgl. Box 4).

Derartige Pass-Through-Bonds erfordern eine dem Verbriefungsmodell analoge weitgehend statische Deckungsmasse, um das Zinsrisiko für Investoren bepreisbar zu machen. Es empfiehlt sich aus gleichem Grund das dänische System konstanter Zinskoupons. Gegenüber dem derzeitigen Modell einer dynamischen Deckungsmasse des Pfandbriefs, bei dem die Bank regelmässig ausgefallene bzw. zurückgezahlte Kredite durch neue ersetzt, wären folglich Modifikationen vorzunehmen. Dies könnte durch getrennte Deckungsmassen geschehen, ggf. könnte aber eine Haftungsverbindung zur Sicherung im Insolvenzfall zwischen den Deckungsmassen geschlossen werden.

Zum ebenfalls bereits angesprochenen Instrument der **Soft Bullets**, das bereits in 6 europäischen Covered Bond-Gesetzgebungen verankert ist, bietet sich ein Vergleich mit den in Deutschland für die Immobilienfondsindustrie vom BMF vorgeschlagenen Massnahmen zu Entnahmesperren im Krisenfall an. Bessere Liquiditätsmanagementoptionen der Pfandbriefemittenten sind von Ratingagenturen angemahnt worden und werden in Zukunft zu günstigeren Ratings führen, sowie zu einer Anrechnung bei der unter Basel III vorgeschlagenen 30-tägigen Liquidity Coverage Ratio. Grundsätzlich sollten auch besonders sicherheitsbedürftige Investoren vom Kreditrisikoaspekt her bereit sein, einen grösseren Teil der Zins- und Liquiditätsrisiken des Pfandbriefsystems übernehmen, wenn es der Stabilität des Systems dient.

Liquidität ist schliesslich das Spiegelbild von Kreditrisiko. In Frankreich sorgte das zuvor besprochene **gemeinschaftliche Emissionsinstitut** der Bankenindustrie Caisse de Refinancement Hypothécaire dafür, dass auch in Zeiten des Nichtzugangs einzelner Emittenten aufgrund von Misstrauens in die Bilanzen noch ein gemeinschaftlicher Marktzugang bestand. In der Schweiz verhalf die gemeinschaftliche Pfandbriefzentrale schweizerischer Hypothekarkreditinstitute der angeschlagenen Grossbank UBS zur Refinanzierung grosser Volumina. Gemeinschaftliche Emissionen **sind nach dem Pfandbriefgesetz bereits in Deutschland möglich**, sie wurden jedoch während der Finanzkrise **nicht praktiziert, weil der Staat diesen mit Liquiditätsstützungen zu-**

vorkam. Letztlich sollte aber klar sein, dass ein Institut, das vor allem in langfristige und per definition illiquide Aktiva investiert ist, in anhaltenden Krisen auch Zugang zu staatlicher Liquidität, vor allem über Zentralbanken bereitgestellt, benötigt.

- Zentral im Rahmen der aufsichtsrechtlichen Reformen ist ebenfalls, die **Zinsrisikohahme der Schuldner** durch Präferenz für nur kurzfristige Festzins- oder sogar Gleitzinskredite zu **bekämpfen**. Zu bevorzugen sind vielmehr langfristige Festzinskredite. Pfandbriefemittenten bieten hier Schuldner einen Versicherungsschutz gegen Zinsrisiken, der nicht adäquat durch niedrigere Eigenkapitalerfordernisse aufgrund der niedrigeren Ausfallquoten der Schuldner reflektiert wird. Dass dies tatsächlich der Fall ist, lässt sich am Beispiel der US-amerikanischen Ausfallquoten in der Wohnungsbaufinanzierung im Vergleich von Gleitzins- und Festzinskrediten leicht nachvollziehen. Die Abwesenheit einer Eigenkapitaldifferenzierung nach dem Risikogehalt der Produkte minimiert die Nachfrage nach den Produkten der Pfandbriefemittenten zugunsten der Universalbanken.

Hinzu sollte im Wohnungsbaufinanzierungsmarkt eine **Diversifizierung des Angebotes von Festzinshypotheken** treten, die die Attraktivität für verschiedene Schuldnergruppen erhöht, in Krisenzeiten zusätzliche Stabilisierung bringt, und für die Pfandbriefemittenten neue Geschäftsmodelle eröffnet. Dies kann mit dem parallelen Angebot von nicht-kündbaren und kündbaren Festzinshypotheken geschehen - erstere werden gegen einen Margenaufschlag für Kunden mit hohem Einkommensrisiko attraktiv sein, letztere gegen entsprechende niedrigere Kosten für Kunden mit hoher Einkommenssicherheit. Gleichzeitig wären Rückkaufangebote von Krediten zu Marktwerten von hohem Interesse; sie erlauben es, insbesondere bei Zinssteigerungen und entsprechendem Hauspreisverfall, negative Eigenkapitalsituationen in der Finanzierung zu vermeiden (Abbildung 14). Ein solches Modell kann auf der Basis Rückkauf aus Kreditpools zu Marktwerten implementiert werden (vgl. Box 4 zum in Dänemark praktizierten System). Dem derzeit existierenden deutschen Pfandbriefmodell angepasster wäre ein (synthetisches) Preisermittlungsverfahren durch eine Beobachtung der Marktpreise von Pfandbriefen mit Zinskoupons und Restlaufzeiten ähnlich des Kredites.

Verbesserte Transparenz:

- Weitergehende Bilanzrechtsreformen als die derzeit laufenden sind notwendig, um das Pfandbriefsystem zu stärken. Auch die **laufende Bilanzrechtsmodernisierung macht die Fristentransformationsnahme von Universalbanken nicht ausreichend transparent**. Denn nur das Handelsbuch muss zu Marktwerten bilanziert werden, nicht jedoch das Kreditbuch. Vgl. dazu das in Box 3 beschriebene reale Beispiel aus der deutschen Marktpraxis der vergangenen Jahre, in dem die Universalbank nach Buchwerten solvent, nach Marktwerten jedoch insolvent war. Das Kreditbuch deutscher Banken ist durch nur als nachlässig zu bezeichnende Bankenregulierung und –aufsicht besonders stark gegenüber Zins- und Liquiditätsrisiken aus Fristentransformation exponiert. Gerade in einem solchen Umfeld wäre der Informationsbedarf für Investoren hoch, die im Gegenzug für erkannte höhere Risiken ein höheres ökonomisches (im Gegensatz zum bankaufsichtsrechtlichen) Eigenkapital fordern würden. Die weitere Bilanzrechtsmodernisierung wäre auch eine Rückzugsposition für den Fall, dass eine Kapitalkomponente für von Banken eingegangene Zinsrisiken politisch nicht durchsetzbar bleibt. Das amerikanische Financial Accounting Standards Board (FASB) hat im Juni 2010 die dazu zielführende Marktwertbilanzierung auch für das Kreditbuch vorgeschlagen.

Das **Imparitätsprinzip** - Abschreibungen sofort, Zuschreibungen nur bei Realisierung – ist faktisch im jetzigen Bilanzrecht und in der Bankpraxis auf den Kopf gestellt. Abschreibungen bei Krediten werden faktisch unter grundsätzlicher Unterstellung des Buchwertes nur bei Realisierung vorgenommen. Zentrale während der Finanzkrise getroffene Massnahmen (u.a. Bad-Bank-Gesetzgebung und Erlaubnis zu Umwid-

mungen vom Handels- in das Bankbuch) sind getroffen worden, um kurzfristige Abschreibungen und Rekapitalisierungen zu minimieren. Ein symmetrisches Marktwertprinzip, wie beschrieben und in Box 3 illustriert, wäre zwar aus systematischen Gründen vorzuziehen; das empirisch mit dem Aufbau erheblicher stiller Reserven in der Vergangenheit bewährte Imparitätsprinzip, in der richtigen Richtung angewendet, erscheint aber als gute zweitbeste Lösung. Es ist aber die Frage nach der langfristigen Überlebensfähigkeit stiller Reserven zu stellen, an deren Hebung kurzfristig orientierte Investoren interessiert sind.

- **Reform des §28 Pfandbriefgesetz** Pfandbriefemittenten stehen in Fragen der Portfoliotransparenz in einer Zwischenstellung zwischen Verbriefungsmarkt und Bankenmarkt.

Der Verbriefungsmarkt weist ungeachtet vieler Fehlentwicklungen allgemein höhere Transparenzstandards als der Pfandbriefmarkt auf, die mit der im Gegensatz zur Pfandbriefemission weitgehenden Abwesenheit von Risikointermediation auch gut begründet sind. Im US-Gesetzgebungsverfahren befindet sich derzeit z.B. ein Transparenzstandard für Verbriefungen, der die Herausgabe von Einzelkreditinformationen und faktische Echtzeit-Angabe von neuen Daten an Ratingagenturen und Investoren vorsieht.

Banken andererseits müssen sich derzeit nur geringen, in der Regel aus Bilanz- und Aktienrecht stammenden Transparenzanforderungen unterwerfen. Der Pfandbriefmarkt hat sich hier unter dem Druck von Ratingagenturen und Investoren mit den Vorschriften des §28 weit vor dem Bankenmarkt, aber auch deutlich hinter dem Verbriefungsmarkt, eingeordnet.

Viele Investoren sehen eine zunehmende Nähe von Pfandbriefen und Verbriefungen anlässlich abnehmender Ratings von Emittenten und in der Finanzkrise zutage getretener Risiken der in Deckung genommenen Aktiva. Daher sind trotz des weit höheren Nachholbedarfs bei Banken im Allgemeinen, weitere Verbesserungen der Transparenzstandards des §28 Pfandbriefgesetz anzuraten. Details werden weiter unten in einem Vorschlag für die Pfandbriefnovelle 2010 ausgeführt.

Insolvenzreform:

- Der Autor verweist hier auf seine Darstellung für die Sitzung des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages vom 27.5.2009 zum Gesamtkontext der Bankenkrise und den **Grundzügen einer Insolvenzrechtsreform basierend auf Schulden-Eigenkapital-Tausch nahe-Insolvenz und dem Good-Bank-Ansatz post-Insolvenz**. Diese Prinzipien sind mit Ergänzungen auch auf pfandbriefemittierende Universalbanken und in begrenztem Umfang selbst Spezialbanken anwendbar. Bis heute hat die neue Bundesregierung keinen Insolvenzrechtsreformvorschlag für den Bankensektor vorgelegt.
- Bei einem **Verbleib der Pfandbriefemission im Universalbankenmodell** wäre zunächst dringend eine **kleinteiligere Rangstrukturierung** der Finanzierungsinstrumente **auf der Passivseite der Banken** anzuraten. Damit würden grosse konkurrierende gleichrangige Finanzierungen vermieden. Derartige Situationen kamen z.B. bei den Landesbanken oder Hypo Real Estate vor, die beide hohe Volumen von Schuldscheinen emittiert hatten. Eine kleinteilige Struktur der Passivseite erlaubt einen einfachen, nach Rang sortierten Transfer von Finanzierungsinstrumenten zur Good-Bank bzw. Bridge-Bank, die die verbleibenden guten Aktiva des Emittenten weiterführt sowie als weitergeführtes Unternehmen ('going concern') neue einwirbt.

Dabei sollte die universelle Präferenz aus Sicht der Pfandbriefinvestoren ein Verbleib von Deckung und Pfandbriefen bei der Good Bank bzw. Bridge Bank sein. Jedoch wäre zeitnah mit der Insolvenz der Austausch fragwürdiger Deckungswerte von Good

Bank/Bridge Bank mit der Bad Bank vorzunehmen. Denn es ist trotz der verschärften Kreditstandards des Pfandbriefgesetzes (z.B. nachhaltiger Beleihungswert) unwahrscheinlich, dass Insolvenz des Emittenten und Qualität des Deckungsstockes voneinander unabhängig sein werden. Eine Abhängigkeitsvermutung wurde z.B. im Fall Hypo Real Estate bis heute nicht widerlegt.

- Im Bereich des **speziellen Insolvenzrechts** von Pfandbriefen gibt es drei grundsätzliche Optionen:
 1. Transfer von Deckung und Pfandbriefen auf einen neuen Emittenten,
 2. 'Stand Alone', d.h. Weiterführung von Deckung und Pfandbriefen durch einen Sachwalter im Namen der Pfandbriefgläubiger, und
 3. Verwertung der Deckung und Rückkauf (Akzelerierung) der Pfandbriefe, z.B. durch einen Rettungsfonds oder den Einlagensicherer.

Die erste Option war bisher die in Deutschland ausschliesslich praktizierte. Sie hat jedoch zu den Problemen immer grösser werdender Emittenten geführt, bis schliesslich im Fall Hypo Real Estate kein neuer, aufnehmender Emittent gefunden werden konnte. Diese Option sollte in Zukunft eine untergeordnete Rolle spielen.

Die **derzeit vom Pfandbriefgesetz präferierte Option** der Weiterführung im Stand Alone **erscheint** angesichts der Vorgänge der Finanzkrise als zunehmend **unrealistisch**. Weder die in der Novelle 2010 geplante Teilbanklizenzerteilung noch Liquiditätslinien mit der Deutschen Bundesbank ändern etwas an den zu hohen Systemrisiken, die dieses Modell erzeugt. Ein Beispiel sind die Reputationsrisiken aus der Weiterführung eines Aktivapools, der nicht mehr ausgetauscht werden kann und dessen Kreditqualität in der Regel eine Beziehung zur vorangegangenen Insolvenz des Emittenten haben wird. Ebenso die Funktion des Systems störend ist die jahrelange Präsenz eines in Liquidation befindlichen Vehikels im Markt, das - ggf. noch mit fragwürdigen Aktiva bestückt – sicherlich nicht auch noch formal 'Pfandbriefe' genannte Papiere emittieren sollte. Diese Konstruktion treibt die Fiktion einer stets sauberen Pfandbriefdeckung hier und eines davon unabhängig in die Insolvenz geratenen Emittenten dort auf die Spitze. Zur genaueren Beurteilung wäre eine detaillierte Untersuchung der historischen Beinahe-Insolvenzfälle und der dazugehörigen Qualitätsfragen bezüglich der Deckungsmassen notwendig.

Am wahrscheinlichsten, auch im Kontext der diskutierten Bankeninsolvenzlösungen, erscheint die dritte Option des faktischen Rückkaufs der Pfandbriefe. Die **Konsequenzen etwa einer Implementierung des US-amerikanischen Einlagensicherungsmodells** auf europäischer oder nationaler deutscher Ebene **für die spezielle Pfandbriefinsolvenz wären drastisch**. Die Involvierung eines solchen staatlichen Insolvenzverwalters bedingt eine faktische Teil-Verstaatlichung des Insolvenzprozesses. Zwar ist auch im derzeit vorgeschlagenen US-amerikanischen Covered Bond-Gesetz die Rolle des US-Einlagenversicherers Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) idealerweise auf die eines Transferagenten von Deckung und Covered Bonds binnen 30 Tagen an einen neuen Emittenten zugeschnitten (Option 1).

Die FDIC hat jedoch bereits signalisiert, dass aus ihrer Perspektive – derjenigen des gegenüber dem gesicherten Gläubiger nachrangigen Einlagensicherers - Akzeleration und Abwicklung der Covered Bonds (Option 3) die präferierte Option ist. Der Grund ist ein einfacher: der üblicherweise in der Kreditaufnahme beschränkte Einlagensicherer wird Cash heute der Aussicht auf unsichere Auszahlung der mit den Pfandbriefen zu segregierenden und möglicherweise letztendlich zur Befriedigung der Gläubiger nicht notwendigen Überdeckung in der Zukunft vorziehen.

Da dies auch die Sichtweise des europäischen Staates sein wird, dem die staatlich gesicherte Einlagenseite im Zweifelsfall näher liegen sollte als die Seite der nicht ex-

plizit gesicherten Pfandbriefinvestoren, sollte dieses Szenario auch im europäischen Fall von hoher Relevanz sein. Dies bedeutet nichts anderes als die **Umkehr einer Grundsatzentscheidung der europäischen Pfandbriefemittenten bzw. Ratingagenturen** (v.a. Moodys) von ca 2005, **dass Pfandbriefe nur nicht-akzelerierend** (im Insolvenzfall vorfällig rückzahlbar) **sein dürfen**. Die vor 2006 im Pfandbriefgesetz enthaltene Insolvenzmanagementoption der beschleunigten Rückzahlung ('Akzelerierung') kommt heute im Gesetz nicht mehr vor. Die entsprechenden Szenarien sollten in der Bankinsolvenzrechtsreform bedacht werden: auf keinen Fall sollte es aber als Ergebnis einer Akzeleration zu einem erzwungenen raschen Verkauf der Deckungswerte kommen, die den Markt in einer Krisensituation zusätzlich belasten könnte.

- Im **Spezialbankenmodell** entfällt die kleinteilige Strukturierung der Kapitalseite – entweder handelt es sich um das einfache Erstrang-Nachrang-Modell des deutschen Modells von vor 2005, oder um das noch einfachere aktuelle dänische Modell mit Koexistenz lediglich von Junior und Senior Covered Bonds. In der Nahe-Insolvenz könnte ein Teil der nachrangigen Bonds als Pflichtwandelanleihen in Eigenkapital getauscht werden. Die Optionen im Insolvenzfall wären ebenso entweder der Transfer auf einen neuen Emittenten (bei hinreichend kleinem Insolvenzfall) bzw. die Weiterführung durch die in den meisten Fällen vorhandenen Universalbankmutter, das Stand Alone oder die Akzelerierung.

Zwar ist das Risiko einer Intervention des Einlagensicherers im zuvor vorgestellten wahrscheinlichsten Insolvenzscenario einer Universalbank ist naturgemäss im Spezialbankenmodell gering. Allerdings ist es wahrscheinlich, dass auch Spezialbanken durch Rettungseinrichtungen erfasst werden, die ihrerseits – ebenso wie der Einlagensicherer - zur Reduzierung der Verluste auf Akzelerierung drängen werden.

3. Institutionelle Reformstrategie: europäischer Markt und Optionen des Bundes

Anders als im Landesbankenbereich **verfügt der Bund** mit Eurohypo (indirekte Beteiligung und SoFFIN-Liquiditätsstützung) und Deutsche Pfandbriefbank (direkte Beteiligung und Liquiditätsstützung) im Pfandbriefbereich **über kritische Masse**. Ähnliche staatliche Interventionen scheinen sich in der anhaltenden Finanzmarktkrise für andere europäische Länder (z.B. Spanien Cajas) abzuzeichnen. Grossbritannien hat bereits eine wegweisende Entscheidung getroffen, indem die Bank Northern Rock wieder dem spezialisierten Bausparkassenbereich zugeordnet wurde. Überlegungen in Richtung spezialisierter Kapitalmarktemittenten im Wohnungsbaukreditbereich werden parallel angestellt. Irland sucht ebenfalls nach Lösungen insbesondere im Wohnungsbaukredit.

Eine zentrale Frage ist daher, ob eine regulatorische Reprivatisierungsstrategie in Zusammenarbeit mit europäischen Partnern durch eine **Neuordnung der europäischen, mit covered bonds refinanzierten Anbieterstruktur** flankiert werden kann. Diese ist derzeit ähnlich zersplittert (>100 Pfandbriefprogramme in der EU ausserhalb Deutschlands) und anfällig wie die deutsche. Die zentrale Zielstellung wäre eine Neuordnung nach Sektoren:

- Anstelle von Zentralisierung über gemeinsame Bondemissionen und permanente zentrale Garantieschemata sollte Europa bzw. die Eurozone einen **Markt zur Finanzierung von Staaten/Regionen/Kommunen mit explizitem Versicherungsmodell** entwickeln. **Vorbild wäre der US-Municipal- und State-Bondmarkt**. An diesem Markt könnten pan-europäische spezialisierte und analog regulierte Bondemittenten bzw. Kreditversicherer (Dexia, faktisch Eurohypo, historische Depfa-Planungen für USA wären entsprechend auf Europa zu refokussieren) den Mezzanine-Risikobereich abdecken. Damit würde einerseits privates Sicherungskapital für Kreditrisiken erworben und andererseits Anreize für den Aufbau eines privaten Teil-Überwachungssystems der öffentlichen Haushalte gegeben. US-Versicherer wie MBIA können in diesem Teilsegment ihrer Tätigkeit als Vorbilder gelten. Als notwendige Auffanglösung sollten zentralstaatliche Garantien (für regionale oder kommunale Exposure) und ggf. bei Gefährdung der zentralstaatlichen Solvenz der avisierte Euro-

päische Währungsfonds dienen. Für die Bedienung des europäischen Marktes wäre ein Anbieterquorum von etwa 10 Banken vermutlich ausreichend.

- Der europäische grenzüberschreitende **Wohnungsbaukreditmarkt** sollte über Verbraucherschutz- und Mindestkapitalunterlegungsreformen (z.B. Anerkennung von Diversifizierungseffekten, Präferenzen für Festzinskredite – s.o.) stimuliert werden. Diese würden die Generierung eines grenzüberschreitend diversifizierten Kreditportfolios erleichtern. Dazu sollte in Deutschland erkannt werden, dass der europäische Wohnungsbaukreditmarkt trotz aller Krisen zentral für die notwendige Diversifizierungsstrategie weg von den von Staatsfinanzierung und Gewerbeimmobilienfinanzierung dominierten Portfolios ist. Langfristige **Idealvorstellung ist ein durch point-of-sales bei Primärbanken getriebener europaweiter Sekundärmarkt** analog zum (inzwischen dysfunktionalen) System der deutschen Genossenschaften mit spezialisierten Bondemittenten. Analogien existieren in Frankreich im System des Credit Immobilier de France und in der Schweiz, die das System der Pfandbriefzentralen intensiv nutzt.

Ein Sekundärmarkt mit etwa 10-20 Spielern entspricht in etwa dem wahrscheinlichsten Szenario des Ergebnisses der beginnenden US-Wohnungsbaufinanzierungsmarktreformen, die zu einer Dezentralisierung des Emittentenduopols Fannie Mae und Freddie Mac führen werden. Europa muss aber in die Gegenrichtung gehen, d.h. aufgrund der übergrossen Zahl der Emittenten in gewissem Umfang zentralisieren. Ein europaweiter Markt wäre nicht nur für deutsche Emittenten, sondern auch für die stark von Immobilienkrisen betroffenen EU-Partner in West- und Südeuropa von Bedeutung. Die von Banken in diesen Ländern emittierten Covered Bonds sind derzeit aufgrund hoher Konzentration in den eigenen, von Preisblasen betroffenen Märkten stark unter Druck, und Diversifizierung könnte dieses Problem verringern.

- Der **europäische Gewerbekreditmarkt** wird als **Einzelprojektfinanzierungsmarkt weiterhin granular** betrieben werden; hier hat das Pfandbriefsystem in seiner derzeitigen Form seine relativen Stärken. Die Praxis der Risikobeimischung (Wohnungsbau/Gewerbekredit) im Pfandbrief führt jedoch zu nicht risikoadäquater Bepreisung des Gewerbekredits und faktischer Kreuzsubventionierung des europäischen Gewerbeimmobilienmarktes durch deutsches AAA. Anzustreben wäre ebenso wie im Wohnungsbaukreditmarkt eine Fokussierung von Deckungsmassen und Bonds auf die Sparte Gewerbekredit mit Diversifizierung über die europäischen Jurisdiktionen. Erneut sind faire Wettbewerbsbedingungen mit Verbriefungen und Universalbanken als Hauptwettbewerber von zentraler Bedeutung, um risikoadäquate Preise sicherzustellen.
- Globale Märkte, insbesondere der **globale gewerbliche Immobilienkredit**, sollten **nur von Banken mit ausreichender Kapitalbasis** (Holdingstruktur mit grossen Universalbanken) **und glaubwürdiger globaler Dezentralisierungsstrategie im Kreditgeschäft** betrieben werden. Deutschland fehlt hier, anders als Grossbritannien (HSBC) oder den USA (JP Morgan), bisher ein echter globaler Spieler. Die Deutsche Bank als global operierender Hedge Fonds fällt hier weitgehend aus. Ggf sollte eine Fokussierung auf mittelgrosse Spieler, die in globalen Teilregionen nach Vorbild Spaniens (Santander) oder Österreichs (Erste Bank) operieren, stattfinden. Die kulturell und wirtschaftlich naheliegendsten Regionen im deutschen Fall sind Osteuropa und Nordamerika; ggf. bietet die seit langem geplante Entwicklung der asiatischen Kapitalmärkte Chancen.
- In diesem Zusammenhang sollte die **Schiffsfinanzierung**, in der deutsche Pfandbriefbanken mit HSH-Nordbank den **globalen Marktführer** stellen und insgesamt zusammen mit Norwegen eine global dominierende Position innehaben, sollte bezüglich seiner Risiko-Ertragssituation und der Risiken für den deutschen Staat genauer untersucht werden. Dieser Markt ist von seiner Struktur her in grossen Teilen als problematisch einzuschätzen: Betreiberfirmen oder -fonds mit volatilen Einnahmen neh-

men oft mangels Eigenkapital hohe Beleihungsausläufe auf Sachsicherheiten (Schiffe) auf, deren Wert stark schwankt (vgl. Frachtraten in Abbildung 21) oder aufgrund illiquider Märkte nicht feststellbar ist. So kam es während des gesamten Jahres 2009 offenbar in einer Art Kartellverhalten im Schiffsfinanzierungsmarkt trotz umfangreicher Kreditbedienungsprobleme der Schuldner und Abschreibungen zu keiner Zwangsversteigerung und daher Feststellung eines Liquidationserlöses, weil die Banken den daraus folgenden Zwang zu Abschreibungen im Gesamtmarkt bzw. Unterdeckung der Pfandbriefe fürchteten. Wenn für die Gewerbefinanzierung in den USA derzeit weithin das Motto 'pretend and extend' gilt, so gilt dies umso mehr derzeit für die Schiffsfinanzierung.

Die **Mobilienfinanzierung**, gegenwärtig im Kontext der Pfandbriefemission die Schiffs- und die Flugzeugfinanzierung, **sollte** semantisch und inhaltlich vom Immobiliensektor und der Staatsfinanzierung getrennt werden. Mit Mobilien besicherte Kredite können **über von der Bezeichnung 'Pfandbrief' verschieden bezeichnete, gesetzlichen Rahmenbedingungen unterliegende** und damit dem Investor hohe Qualitätsstandard signalisierende **besicherte Bankbonds verbrieft werden**. Damit würde der Druck vom Pfandbrief in Richtung ständiger Erweiterungen um neue Mobilienklassen genommen, der zu immer höheren Reputationsrisiken und Trittbrettfahrerei führt. Der hohe Druck einzelner Emittenten hatte bereits zur innerhalb der Gruppe der Emittenten umstrittenen Einführung der 'Flugzeugpfandbriefe' 2009 geführt. Gleichzeitig könnten mit einem neuen auf Mobilien fokussierten Instrument sinnvolle Erweiterungen der pfandrechtl. besicherten Finanzierung – etwa von Investitionsgütern wie Maschinen zugunsten mittelständischer Unternehmen - in einen neuen Verbriefungsstandard kanalisiert und flexibilisiert werden.

Mit dieser Trennung der Instrumente wäre auch die Wiedereinführung der Spezialbankemission realistischer, denn für die Mobilienfinanzierung wird sich der Aufbau eigener Bilanzen und Organisationsstrukturen in den wenigsten Fällen lohnen. Eine Ausnahme mag hier der Schiffbau sein. Global operierende, spezialisierte Emittenten brauchen dann als Deckung für ihre zyklischen Kreditrisikoexposures ausreichende Kapitalisierung, die sich wie diskutiert am Versicherungsmodell orientieren sollte, und einen Risikotransfermarkt. Zur **Diversifizierung** können **immobiliennahe Dienstleistungen** (Bewertungen, Servicing, Asset Management) als Provisionsquellen dienen.

Kurzfristige Exit-Strategien der Bundesbeteiligungen sind aufgrund der hohen Marktüberlastung durch Verkäufe von Banken und des hohen Liquiditätsbedarfs grosser Banken bis mindestens Mitte der Dekade problematisch. Der Bund sollte sich mit der EU-Kommission zu einem längerfristigen Zeitplan ins Vernehmen setzen.

Allerdings könnte die Nachfrage nach erfahrenen Pfandbriefemittenten im Immobilienkredit durch die sich abzeichnenden Neuregelungen unter Basel III steigen. Oben wurde der hohe Bedarf nach Pfandbriefemissionen der zehn grössten europäischen Banken aufgrund der wahrscheinlichen Einführung des Net Stable Funding Ratio erwähnt. Eine Möglichkeit, das Kaufinteresse zu erhöhen, wäre, die **Beteiligungen nach den Hauptsegmenten Staatskredit und Immobilienkredit aufzuspalten**, und nur den stärker durch privatwirtschaftliche Strukturen gekennzeichneten **Immobilienkreditbereich kurzfristiger an den Markt zu bringen**. Ein Verbleiben von Staats- und Immobilienkredit in der gleichen Bank ist vor allem bei Nicht-Verkauf und Börsengang als unabhängiger Spezialist von Interesse. Dies ist derzeit aufgrund der Probleme in der Interbankfinanzierung derzeit die risikoreichere Strategie.

- **Deutsche Pfandbriefbank** (Hypo Real Estate): die gegenwärtige Positionierung der Bank im europäischen Gewerbeimmobilienmarkt erscheint grundsätzlich glaubwürdig. Angesichts der Grösse der Bank und der günstigen Marktsituation im wahrscheinlich bald erreichten Zyklustief bei hohen Margen sollte eine Weiterführung des USA-Geschäftes in Betracht kommen. Ein Problem sind die hohen Refinanzierungskosten der Bank im ungesicherten Bereich aufgrund des Reputationsschadens, die sich nur langsam normalisieren werden.

In diesem Zusammenhang scheint die Kritik der EU-Kommission, dass die Bank alleine aufgrund der Inanspruchnahme des ungesicherten Bankschuldverschreibungsmarktes nicht überlebensfähig sei, überzogen. Richtig daran ist, dass Spezialisten ohne Anbindung an einen Mutterkonzern grösseren Liquiditätsrisiken ausgesetzt sind und daher vorsichtigere Finanzierungsstrategien verfolgen müssen. Insofern wäre ein Verkauf des Gewerbeimmobiliengeschäfts an einen europäischen Bankkonzern eine vorzuziehende Option.

Die Abspaltung der Staatsfinanzierung und temporäre Wiederherstellung der Vorprivatisierungssituation bei Depfa wäre eine mögliche Option, um wieder einen unabhängigen deutschen Staatsfinanzierer zu schaffen. Dieser könnte, wie in der Vorprivatisierungszeit von Depfa für einen Übergangszeitraum im Besitz des Bundes sein.

- **Eurohypo:** Auch die Eurohypo kann zur Schaffung eines zweiten grossen deutschen Anbieters im Staatsfinanzierungsmarkt (zusammen mit Depfa), im Wettbewerb mit Dexia (F) und ggf. spanischen und italienischen Anbietern herangezogen werden. Alternativ könnte das Staatskreditgeschäft mit einer aus Deutsche Pfandbriefbank auszugründenden Depfa vereint werden.

Das Gewerbekreditgeschäft unter dem eingeführten Namen Eurohypo erscheint aussichtsreich. Die von der EU-Kommission erzwungene Abspaltung von Commerzbank ist unter dem Aspekt der wohl notwendigen Suche nach einer aufnehmenden Grossbank kritisch zu sehen.

Ein Ausstieg des Bundes aus den direkten und indirekten Beteiligungen erscheint auf der Zeitachse bis Mitte dieses Jahrzehnts als realistisch. Voraussetzung wäre ein flankierendes finanzpolitisches Management, das die Herausforderungen des Sektors auf europäischer Ebene erkennt und in Zusammenarbeit mit den EU-Partnern im Sinne aktiver Restrukturierung angeht.

4. Kurzfristige Änderungsvorschläge Pfandbriefnovelle 2010

Aus der o.a. Analyse ergibt sich ein umfangreiches regulatorisches Reformprogramm. Dem steht der in Deutschland praktizierte Ansatz kleinteiliger jährlicher Ergänzungen des Pfandbriefgesetzes und anderer Bankregulierungen entgegen.

Nach den in der Finanzkrise zutage geförderten wirtschaftlichen Prioritäten geordnet, sollte die **Novelle 2010** Veränderungen folgender Paragraphen enthalten:

- §28 Erhöhung der Transparenz gegenüber Investoren
- §20 Verringerung der Konzentrationsrisiken im Staatskreditgeschäft und Beschränkung von Wiederverbriefungen staatlicher Schuldverschreibungen, die insbesondere das Staatskreditgeschäft im Ausland dominiert haben.
- §27 Risikomanagement, Stärkung der Kontrolle des grenzüberschreitenden Immobilienkreditgeschäfts, Teillizensierung.
- §30 Liquiditätsmanagement im Insolvenzfall, insbesondere Einführung von Soft Bullets durch Gesetz; perspektivisch auch als Instrument zum Management einer nahenden Insolvenz aus Liquiditätsgründen.
- §19 Verbot von Forderungen innerhalb von verbundenen Finanzinstituten im Rahmen der Definition weiterer Deckungswerte.

§28 Transparenz

- Zugang und Periodizität
 - Es sollten über die Veröffentlichungspflicht des §28 hinausgehende Daten, die einer Ratingagentur zur Verfügung gestellt werden, auch anderen Ratingagenturen sowie Investoren zugänglich gemacht werden. Offener Informations-

zugang verbessert den Qualitätswettbewerb der Ratingagenturen und verringert gleichzeitig die Abhängigkeit der Investoren von ihnen. Zum Beispiel könnte die deutsche Versicherungsindustrie, die insgesamt 400 Mrd € an Pfandbriefen hält, eine zentrale Analyseeinheit für ihre Mitglieder schaffen. Die Zugangsmodalitäten können bei Übernahme der entsprechenden US-Standards zu Verbriefungen gleichzeitig auch für Pfandbriefe geregelt werden.

- Eine Erhöhung der Periodizität der Informationsbereitstellung des §28, wie auch von der Versicherungswirtschaft gefordert, von quartalsweiser auf monatliche Berichterstattung sollte angesichts der inzwischen rascheren Neubewertung von Krediten und Derivaten unterstützt werden. Dem Argument, dass monatliche Berichterstattung mit der längeren Dauer bankinternen Prüfungsmechanismen konfligiert kann durch als vorläufig gekennzeichnete Veröffentlichungen begegnet werden. Im Verbriefungsmarkt ist monatliche Berichterstattung (durch sog. Master Servicer) der Standard.
- Detaillierteres Deckungsstock-Reporting
 - Es sollten weiter aufgegliederte Laufzeitenbänder von Deckungsaktiva und Pfandbriefen veröffentlicht werden. Der Vorschlag der Versicherungswirtschaft, Fälligkeiten bis zu zwei Jahren halbjährlich und zwischen zwei Jahren und zehn Jahren jährlich auszuweisen erscheint zielführend.
 - Zur genaueren Beurteilung der Zins- und Liquiditätsrisiken sollten in der Cash-Flow-Berichterstattung Zinszahlungen, vorfällige und planmäßige Rückzahlungen, sowie Vorfälligkeitsentschädigungen auf monatlicher Basis getrennt ausgewiesen werden. Beim Bestandsreporting sollte zwischen Zinsbindungsfristen und vertraglichen Endfälligkeiten der Kredite unterschieden werden. Es ist materiell durchaus unklar, ob das Ende einer Zinsbindungsfrist auch gleichbedeutend damit ist, dass die Bank die Kreditbeziehung und damit ihre Liquiditätsbelastung beenden kann.
 - Informationen über das Zinsbindungsregime, d.h. den Anteil von Festzins- gegenüber Gleitzinskrediten in der Deckung bzw. als Festzins oder Gleitzins emittierten Pfandbriefen, sind notwendig. Ohne diese ist weder eine verlässliche Cash-Flow-Prognose noch die Bewertung der Cash-Flows unter Zins-Stress-Szenarien möglich. Ebenso sollte eine Differenzierung nach Währungen, überschneidend mit Angaben zum Zinsbindungsregime, veröffentlicht werden.
 - Die §28-Berichterstattung zu Kreditausfällen ist stark unzureichend: es wird nur der 'Gesamtbetrag der mindestens 90 Tage rückständigen Leistungen berichtet, nicht jedoch der Gesamtbetrag der Forderungen, auf die sich die rückständigen Leistungen beziehen. Damit wird eine Einschätzung des Risikogehaltes der Deckungsaktiva unnötig erschwert.
 - Im Wohnungsbauportfolio sollten, wie international üblich, im Reporting Unterscheidungen zwischen kreditnehmenden Gesellschaften und Haushalten gemacht werden.
 - Eine detailliertere Darstellung der Zusammensetzung der Ersatzdeckung nach Staaten und untergeordneten Gebietskörperschaften ist angesichts der Krise der Staatsfinanzierung analog zu den Vorschlägen der Versicherungswirtschaft sinnvoll.
- Ausserdeckungsstock-Reporting
 - Im Ausserdeckungsgebiet konfliktieren die Informationsbedürfnisse der Pfandbriefinvestoren mit dem derzeit noch gesetzlich priorisierten Schutzbedürfnis der Banken (siehe auch derzeitige Diskussion um Veröffentlichung von

Daten zu Banken-Stresstests). Hier werden die Transparenzanforderungen der ungesicherten Kreditgeber jedoch stark ansteigen.

- Grössere Transparenz des Ausserdeckungsgeschäft sollte unmittelbar aufgrund der häufigen Substitution zwischen Deckungsstock und Ausserdeckung und der damit verbundenen Risiken für den Investor in denjenigen Aktivaklassen herbeigeführt werden, die gleichzeitig deckungsfähig sind. Zum Beispiel beträgt die Griechenland-Exposure per 31.3.2010 der Deutschen Pfandbriefbank (Hypo Real Estate) in der Deckung lediglich 3,7 Mrd. € während über das Gesamt-Exposure weit höhere Angaben kursierten. Zielführend wurde eine mit dem Reporting der Deckung kongruente Veröffentlichung von ausstehenden Kreditvolumen nach Jurisdiktionen sein.
- Zwingend für einen verbesserten Informationsstand des Investors ist höhere Transparenz bei denjenigen Hypothekarkrediten, deren 60%-Parte bereits Teil der Pfandbriefdeckung ist. Hier sollten gewichtete Gesamtbeleihungsausläufe nach Objektklassen in entsprechenden Bändern (<20%, 40%, 60%, 80%, 90%, 100%, > 100%) veröffentlicht werden. Bei mietengenerierenden Investitionen, wie bei Gewerbeimmobilienprojekten, wären auch Angaben zum gewichteten Schuldendienstdeckungsgrad notwendig. Ebenso wären Angaben zu Kreditausfällen auf die Gesamtforderung bzw. –finanzierung zu beziehen. Diese Angaben sind Standard im Verbriefungsreporting und entsprechende Limite sind zum Teil gesetzliche Vorgaben der Kreditvergabe im Ausland.

§20 Deckungswerte

- Ein kurzfristiges Ziel ist die **Verringerung der Konzentrationsrisiken beim Staatskredit**:
 - Dafür ist die Einführung einer Höchstgrenze für einzelne Jurisdiktionsrisiken sinnvoll, z.B. zwischen 1% und 10% des gesamten Deckungsstocks. Eine Bandbreite ist wegen der verschiedenen Grösse von Jurisdiktionen notwendig: die Grenzwerte im Einzelnen sollten proportional zum Bruttosozialprodukt der in Frage stehenden Länder ausgestaltet werden. Mit einem analog zu Abbildung 4, linke Seite, gebildeten Indikator wären u.a. die Konzentrationsspitzen der deutschen Emittenten in Ungarn, Griechenland und Portugal abgeschnitten worden; ebenso durch die Begrenzung auf 10% die starke Gesamtkonzentration im Verhältnis zum Portfolio in Italien, Spanien und Polen. Bei der Berechnung der Jurisdiktionsrisiken sollten Regionalverwaltungen und Gebietskörperschaften mit Forderungen an den Zentralstaat konsolidiert werden. Ausnahmen von Konzentrationsrisiken können beim Aufbau eines Portfolios gemacht werden, sollten zeitlich befristet sein und zu stärkerer Kapitalhinterlegung führen.
 - Konzentrationen sollten auch anhand von Ratingklassen begrenzt werden – vgl. Abbildung 4, rechte Seite zu den aufgetretenen Risiken. Ein Grossteil der Kreditvergabe im Kommunalkredite und bei Krediten an Regionen ist nicht getatet, sodass hier unter dem Rating des Staates subsumiert werden sollte.
- Das zweite Ziel ist die **Beschränkung von Wiederverbriefungen**, d.h. die Refinanzierung von staatlichen Schuldverschreibungen (Bonds) durch Pfandbriefe. Dies ist insbesondere im Auslandsgeschäft die dominierende Form der Einwerbung von Bilanzvolumen (vgl. Abbildung 6). Im Extremfall der Düsseldorfer Hypothekenbank wurde fast ausschliesslich Wiederverbriefung betrieben.

- Sinnvoll wäre eine Beschränkung von Bonds im Staatskreditgeschäft auf 25% des gesamten öffentlichen Deckungsstocks. Damit wäre der Anteil vom Bonds im Auslandsgeschäft faktisch auf den empirischen Anteil im deutschen Kreditgeschäft reduziert. Faktisch würde sich der Emittent im Ausland wie im Inland gleich als unterschreibender Kreditgeber verhalten, und nicht als passiver Investor.

§27 Risikomanagement

- o Der derzeitige Hinweis in § 27 Abs. 2 auf das umfassende Risikoanalyse bei der Aufnahme von neuen Geschäften reicht nicht aus. Eine Reihe von Pfandbriefbanken hat trotz derartiger Analyse u.a. bei der Expansion in die USA von Organisation und Kapazitäten her übernommen. Ziel muss es sein, den **Aufbau einer dauerhaften Organisation zur nachhaltigen Bewältigung von und zum langfristigen Verbleib in neuen Geschäftsfelder** zu begleiten. Damit kann der oft risikoreiche Zukauf durch von Dritten unterschriebene Kredite (etwa bei Syndizierungen oder Mezzanine-Finanzierungen) oder die ebenso problematische Brokerintermediation durch direkte Kundenbeziehungen ersetzt werden.
 - Zu fordern wäre zur Verbreiterung der Bestimmung zur Risikoanalyse ein formales Teillizenzierungsverfahren zur Entwicklung neuer Geschäftsfelder auf der Basis eines der Bankenaufsicht jährlich vorzulegenden Geschäftsentwicklungsplans. Damit würde z.B. einem grenzüberschreitenden Gewerbeimmobilienengagement eines bisher rein deutschen Wohnungsbaufinanzierers größere Hürden entgegengestellt.
 - Bei bestimmten neuen Geschäftsfeldern mit hohen Anforderungen an Organisation und Kapazitäten der Kreditvergabe sollte die Bankenaufsicht das Vorhandensein von Mindeststrukturen vor Ort fordern können. Ein Beispiel wäre die Forderung nach einer Niederlassung bei Aufnahme USA-Geschäft.
 - Auch das Kreditwachstum neuer Geschäftsfelder sollte kontrolliert werden und der Bankenaufsicht Möglichkeiten gegeben werden, dieses zu begrenzen; und dabei insbesondere einem hohen Anteil fremdoriginierter Kreditgeschäfte entgegenzuwirken.
 - An anderer Stelle in der Bankenaufsicht wären Regeln zu ändern, die eine artifizielle Dekonzentration – z.B. durch Syndizierungen – fördern.

§30 Liquiditätsmanagement in der Insolvenzsituation

- o Ein Kernpunkt in der Verbesserung des Liquiditätsmanagements in Nähe der Insolvenz und in der Insolvenz sind die Nutzung von Emissionen, die **dem Emittenten ein Recht zur Laufzeitenverlängerung** einräumen. Diese **'Soft Bullets'** sind in mehreren europäischen Jurisdiktionen gesetzlich erlaubt. Sie sollten im Insolvenzfall zur Unterstützung des Liquiditätsmanagements zum Standard werden.
 - o Eine nicht auf Gesetz basierende Emission eines neuen Pfandbriefs in Deutschland unter einer Soft Bullet-Struktur und das Ziehen dieser Option durch den Emittenten würde zu einem formalen Ausfall aller Pfandbriefe führen ('cross-default'). Daher ist eine gesetzliche Lösung notwendig.
 - o Diese könnte über einen erweiterten §27 auf alle ausstehenden und neu emittierten Pfandbriefe des Emittenten angewendet werden. Dies würde jedoch kurzfristig erhebliche Marktunsicherheit und eine Neubepreisung des gesamten Portfolios bewirken. Die rechtlichen Optionen sollten hier weiter analysiert werden und das Thema in einer grossen Novelle aufgegriffen werden (s.u.).
 - o Die Option Laufzeitenverlängerung/Soft Bullet kann jedoch kurzfristig in §30 zum Management in einer Insolvenzsituation eingeführt werden. Der Emittent bzw. der Sachwalter sollte in die Lage versetzt werden die Rückzahlung der ausgegebenen Pfandbriefe nach Ende der Laufzeit um bis zu 6 Monate ver-

zögern zu können, bei gleichen Konditionen der Bedienung. Zwar würde es auch bei einer solchen Lösung zu Markteffekten kommen, angesichts der geringen Wahrscheinlichkeit einer pfandbriefrechtlichen Insolvenzlösung sollte diese aber vernachlässigbar sein. Ggf. kann von dort aus im Rahmen der Insolvenzreform die Option auch auf den Nahe-Insolvenzfall erweitert werden.

§19 Weitere Deckungswerte

- §19 sollte dahingehend geändert werden, dass die **Ersatzdeckung keine Forderungen innerhalb von verbundenen Finanzinstituten** (Kredite, Derivate) **enthalten darf**. Die Einbringlichkeit derartiger Forderungen, selbst an nicht verbundene Finanzinstitute, wird im unter Basel III vorgeschlagenen Liquidity Coverage Ratio vollständig negiert. Es handelt sich laut Interview mit einer Ratingagentur um eine akute Problemstellung des deutschen Pfandbriefsystems.

4. Zusammenfassung langfristige Änderungsvorschläge

In etwa 2-3 Jahren sollte nach a) einer umfassenden Analyse der seit 2007 ablaufenden Systemkrise des Pfandbriefs und b) einer entsprechend finanzierten detaillierten Analyse der Handlungsoptionen und c) in Abstimmung mit den europäischen Partnern, soweit möglich, eine grosse Novelle des Pfandbriefgesetzes vorgenommen werden. Zu c) ist anzumerken, dass anders als in anderen Subsektoren des Finanzsektors einerseits das deutsche Pfandbriefssystem gross genug und andererseits die potentiellen Belastungen für einen der letzten 'echten' AAA-gerateten Staatshaushalte hoch genug ist, um einen Alleingang wirtschaftlich zu rechtfertigen. Dies schliesst nicht aus, dass eine Initiative zu einer europäischen Mindestregulierung von 'Covered Bonds' von Deutschland ausgeht.

Die grosse Novelle sollte nach der oben vorgenommenen Analyse folgende inhaltliche **Eckpunkte** setzen.

- Wiedereinführung Spezialbankprinzip. Definition nachrangiger Pfandbriefe, die zur Deckung der Nachrangposition in der Spezialbank emittiert werden.
- Aussonderung von Schiffen und Flugzeugen aus dem Pfandbriefsystem, das sich auf die Finanzierung von Immobilien und das Staatskreditgeschäft konzentrieren sollte.
- Erweiterung der Refinanzierungsgrenze durch Pfandbriefe im Wohnungsbaukredit (Verbraucher) auf 75% oder 80%.
- Definition getrennter statischer und dynamischer Deckungsmassen bzw. Kapitalcenter, die die Emission sowohl traditioneller ('bullet') als auch Cash Flows durchleitender ('pass-throughs') Bonds ermöglichen. Einführung von ausdifferenzierten Kapitalanforderungen nach Zins- und Liquiditätsrisiken beider Emissionsmodelle. Einführung eines Haftungskonzeptes über Deckungsmassen gleichen Typus' hinweg.
- Umfassende Insolvenzlösung, basierend auf dem Good Bank-Modell und einer wahrscheinlich dann beschlossenen deutschen oder europäischen abwickelnden Anstalt ('FDIC'). Dies beinhaltet, dass die staatliche Anstalt die Möglichkeit erhält, emittierte Pfandbriefe akzelerierend abzuwickeln.

Daneben sollten umfangreiche Änderungen im Bank- und Kapitalmarktregulierungsbereich wie oben beschrieben vorgenommen werden, um das Margenumfeld der Pfandbriefemittenten wieder zu verbessern. Priorität hat dabei die Verringerung der Zins- und Liquiditätsrisikonahme von Universalbanken.

Glossar

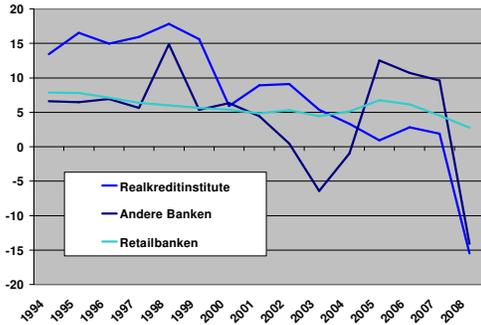
Akzelerierung	Beschleunigung der Rückzahlung eines Wertpapiers.
Beleihungsauslauf	Anteil des Kredites am Wert des zu finanzierenden Objektes ('loan-to-value'). Der Beleihungsauslauf wird zu Beginn der Finanzierung ermittelt.
Bond	Festverzinsliche Schuldverschreibung, inzwischen auch im Deutschen gebräuchlicher Ausdruck.
Bullet	Ein Wertpapier, bei nur endfällig getilgt wird. Die meisten von Staaten, Unternehmen und Banken emittierten Schuldverschreibungen sind endfällig. Da langfristige Kreditverträge mit Verbrauchern in der Regel nicht endfällig sind, trägt die entsprechende Wertpapiere zur Refinanzierung Bullet-Wertpapiere emittierende Bank sowohl ein Liquiditätsrisiko als auch ein Zinsrisiko.
Insider-Run-Risiko	In vielen Fällen etabliert die Interbankfinanzierung eine Insiderbeziehung, in der die finanzierende Bank die Strategie der finanzierten Finanzinstitution indirekt und zumeist dauerhaft unterstützt. Beispiele für dauerhafte Insiderbeziehungen sind Bankkredite bzw. Leerverkaufsgeschäfte mit Hedgefonds, Bankkredite zur Finanzierung von Zweckgesellschaften einer anderen Bank, oder die Interbankfinanzierung im Pfandbriefsystem. Da die Insider in der Regel besser über Strategieschwächen und Aktivaqualität der finanzierten Institution informiert sind als Aussenseiter, wie etwa Investoren in öffentlich emittierte Bankeinlagen oder Bonds, werden Probleme rascher erkannt. In der Krise entsteht dadurch ein Risiko einer Liquiditätslücke und drohender Insolvenz durch raschen Rückzug der Insider.
Fristentransformation	Bezeichnet das klassische Bankengeschäftsmodell, kurzfristige Verbindlichkeiten wie Einlagen in langfristige Kredite umzuwandeln. Dabei entstehen Zinsrisiken, falls es sich bei den langfristigen Krediten um Festzinskredite handelt, denn die kurzfristigen Verbindlichkeiten sind kurzfristig neu bepreisbar. Ebenso entstehen Liquiditätsrisiken, denn die kurzfristigen Verbindlichkeiten müssen überrollt werden, um langfristige Kredite zu finanzieren. In welchem Umfang Fristentransformation zum Kerngeschäft von Banken zählt bzw. durch Regulierung in Form von Eigenkapital zu bepreisen ist, ist umstritten. Instrumente wie Pfandbriefe oder langfristige Einlagen (z.B. de-facto Bauspareinlagen) wurden geschaffen, um die hohen Risiken aus Fristentransformation zu begrenzen. Ihre Emission steht jedoch vielen Banken faktisch und z.T. rechtlich nicht offen.
Pari passu	Gleichrang zweier Kreditparten oder zweier Kredite bzw. Wertpapiere bei der Schuldendienstbedienung oder im Insolvenzfall.
Parte	Teil einer Bank- oder Kapitalmarktfinanzierung. Beispiel: ein Kredit mit einem gesamten Beleihungsauslauf von 80% des Immobilienwertes kann - gedanklich oder real - in zwei Teilkredite (Parten) von 0-60% (refinanziert durch den Pfandbrief) und 60-80% (refinanziert durch andere Instrumente, wie Einlagen) zerlegt werden.
Pass-through	Ein Wertpapier, bei dem die Zahlungen des Schuldners ohne weitere Modifikationen an den Investor weitergeleitet werden. Beispiele sind reguläre Schuldendienstzahlungen und vorfällige Rückzahlungen. Die das Wertpapier emittierende Bank trägt bei pass-through-Strukturen nur das Kreditrisiko. Sie trägt kein Liquiditätsrisiko und kein Zinsrisiko. Für das entsprechende zusätzliche Risiko zahlt die Bank bzw. der derart refinanzierte Schuldner der Bank einen Zinsaufschlag.

Pfandbriefkurve	Zinsstrukturkurve, die alleine durch Beobachtungen von gehandelten Pfandbriefen ermittelt wird. Die deutschen Pfandbriefbanken bieten hier den Pfandbriefindex PEX an.
Realkreditdefinition	Die meisten Länder verfügen über eine bankrechtliche Norm, die den hypothekarisch besicherten Immobilienkredit (Realkredit) positiv definiert. In der EU wird eine Definition faktisch durch die Kapitaladäquanzrichtlinie vorgenommen. Parameter sind Form der hypothekarischen Besicherung, Ermittlung der Beleihungswerte sowie Beleihungsausläufe der Kredite.
Soft-bullet	Ein Wertpapier, bei dem der Emittent die Option erhält, die Endfälligkeit um einen vorherbestimmten Zeitraum hinauszuzögern, ohne dass daraus ein Kreditausfall entsteht. Mit einem soft bullet kann das Liquiditätsrisiko und das Zinsrisiko einer Bank deutlich vermindert werden. Für das entsprechende zusätzliche Risiko des Investors zahlt die Bank bzw. der derart refinanzierte Schuldner der Bank einen Zinsaufschlag.
Überdeckung	Differenz zwischen Deckungsmasse und emittierten Pfandbriefen sowie der Schulden gegenüber in der Deckung registrierten Derivategläubigern. Die gesetzliche Überdeckung wird durch die Barwertverordnung als Ergebnis des Nettobarwertes von Einzahlungen aus der Deckungsmasse und Auszahlungen an die Pfandbriefgläubiger ajustiert um die Marktwerte der registrierten Derivate ermittelt. Emittenten halten in der Regel freiwillige Überdeckung, um das Rating der Pfandbriefe zu verbessern.
Umlaufgrenze	Verhältnis von Pfandbriefemission zu Eigenkapital, faktisch ein Leverage Ratio. Bis 2005 im Hypothekenbankengesetz gültige Risikomanagementregel.

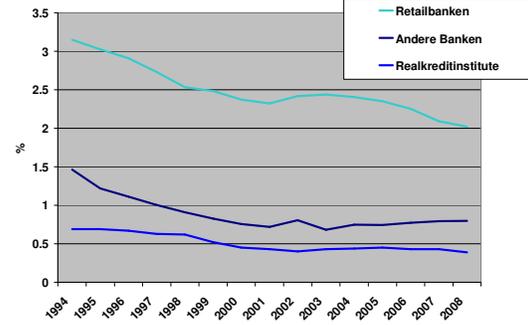
5. Datenmaterial und Exkurse

Abbildung 1: Langfristige Profitabilitätsentwicklung der Realkreditinstitute

Eigenkapitalrendite*
1994 - 2008



Nettozinsmarge
1994 - 2008

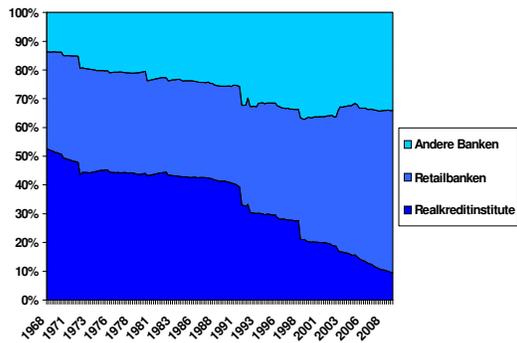


Quelle: Bundesbank.

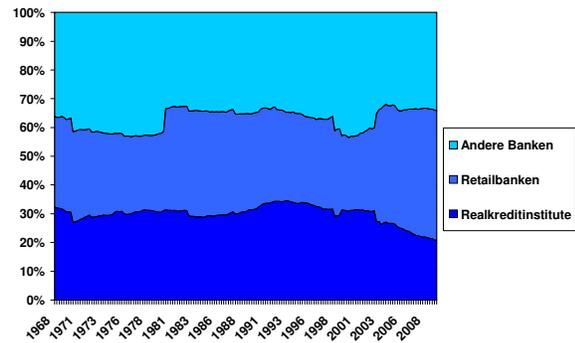
Anmerkung: *ohne Berücksichtigung von Genussscheinkapital.

Abbildung 2 Marktanteile der Realkreditinstitute in Deutschland

Wohnungsbaukredit (hypothekarisch gesichert)
1968 – 2010*



Andere Hypothekarkredite (i.W. Gewerbe)
1968 - 2010

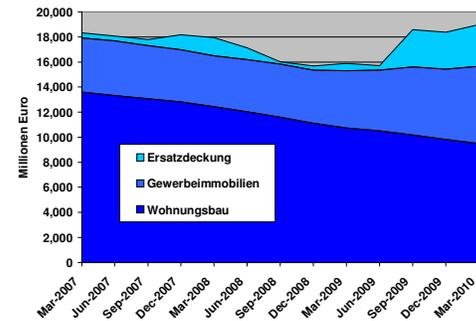


Quelle: Bundesbank, Berechnungen durch Finpolconsult.

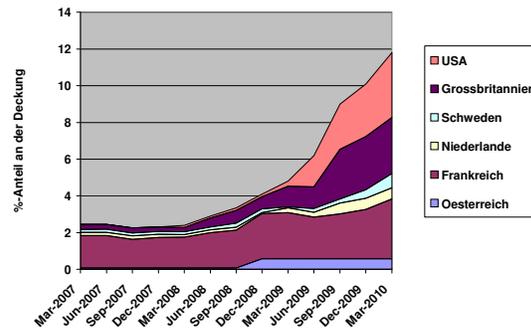
Anmerkung: Pfandbriefemission seit Juli 2005 über Realkreditinstitute hinaus gestattet. *Retailbanken einschliesslich Bauspar-kassen.

Abbildung 3 Strategiewenken eines ehemaligen deutschen Wohnungsbauspezialisten zum internationalen Gewerbekredit

Struktur der Hypothekendarfbrief-Deckung 2007 – 2010



Internationales Geschäft (nur Deckung) 2007 – 2010

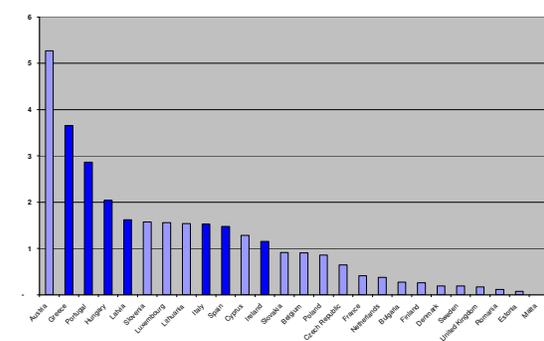


Quelle: FitchRatings, Berechnungen durch Finpolconsult.

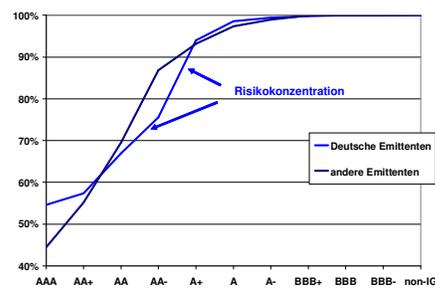
Anmerkung: Linke Graphik: Ersatzdeckung nach § 19 Pfandbriefgesetz. Rechte Graphik: nach § 27 Pfandbriefgesetz dürfen die Aktiva aus neuen Geschäftsfeldern erst nach Ablauf von zwei Jahren in Deckung genommen werden; die Graphik auf der rechten Seite spiegelt folglich Entscheidungen aus dem Jahr 2007 wider.

Abbildung 4 Grenzüberschreitendes Staatskreditgeschäft der Pfandbriefemittenten mit Risikokonzentrationen

Diversifizierungsgrad innerhalb der EU - Anteil an den Ausleihungen geteilt durch Anteil am EU-Bruttoinlandsprodukt 2009



Kumulierte Kreditrisikoverteilung – deutsche vs. nicht-deutsche Pfandbriefemittenten 2008

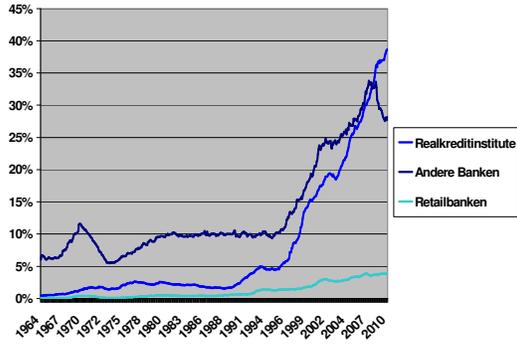


Quelle: VdP, FitchRatings, Berechnungen Finpolconsult.

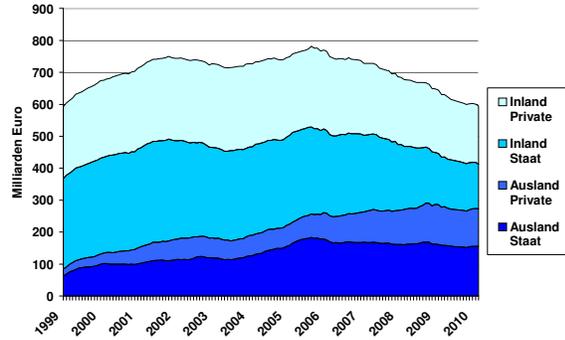
Anmerkung: Linke Graphik: dunkle Balken = derzeitige Krisenländer Griechenland, Portugal, Ungarn, Lettland, Italien, Spanien. Rechte Graphik: die Kurven zeigen den Anteil des Portfolios mit einem Rating von besser als ... an. Im deutschen Fall sind so etwa 75% des Portfolios besser oder gleich geratet mit AA-, im Fall nicht-deutscher Emittenten 87,5%.

Abbildung 5 Auslandsgeschäft der Realkreditinstitute

Internationalisierung im Vergleich (nur Kreditgeschäft) 1964 – 2010*



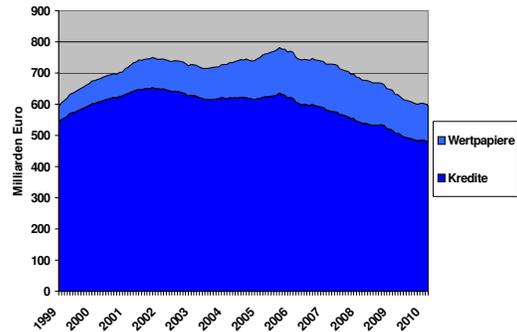
Staatsfinanzierung vs. privater Sektor im In- und Ausland (Wertpapiere und Kredite) 1999 - 2010



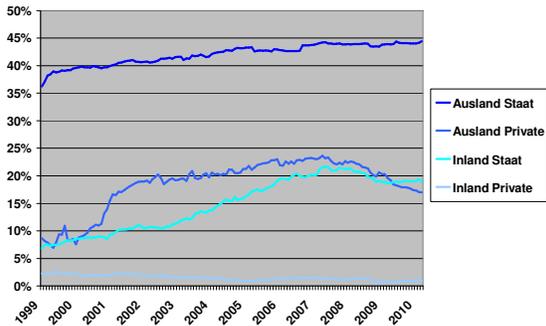
Quelle: Bundesbank, Berechnungen durch Finpolconsult.
Anmerkung: *Retailbanken einschliesslich Bausparkassen.

Abbildung 6 Wertpapiere anderer Emittenten im Portfolio der Realkreditinstitute

Wertpapiere vs. Kreditgeschäft im Portfolio der Realkreditinstitute 1999 – 2010



Anteil Wertpapiere nach Kreditnehmerklasse im Portfolio** der Realkreditinstitute 1999 - 2010



Quelle: Bundesbank, Berechnungen durch Finpolconsult.

Anmerkung: Pfandbriefemission seit Juli 2005 über Realkreditinstitute hinaus gestattet. Rechte Graphik: **Definiert als Wertpapiere / (Wertpapiere + Kredite)

Box 1 Flops und Tops der Geschäftsmodelle von Hypothekenbanken bzw. Pfandbriefspezialisten 1995-2010

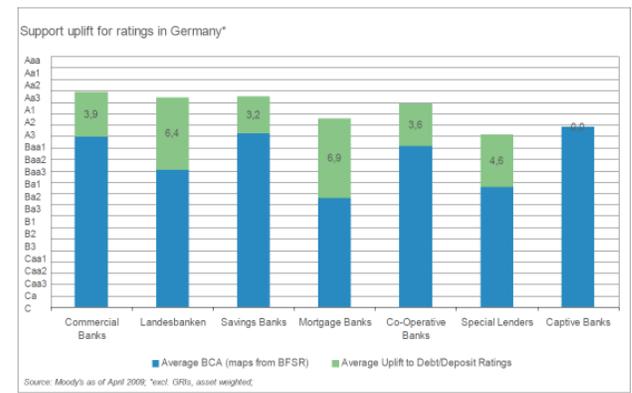
Flops (Beinahe-Insolvenzen):

- Rheinboden 1995 ('Fall Schneider'): Der Frankfurter Immobilienentwickler Jürgen Schneider hatte durch von Bankmitarbeitern gedeckten Manipulationen (z.B. von Flächenangaben seiner Objekte) überhöhte Kreditvolumen von Hypothekenbanken erhalten. Diese Volumina konnten in einigen Fällen nur deshalb finanziert werden, weil damals Ausnahmen für Hypothekarkreditinstitute von Grosskreditlimiten (Grundsatz I KWG) bestanden, die von der Bank missbraucht wurden. Die Deutsche Bank rekapitalisierte ihre Tochter Rheinboden durch einen Austausch der Schneider-Forderungen gegen gute Forderungen aus dem eigenen Portefeuille. Die Grosskreditlimiten wurden in der Folge auch auf Hypothekarkreditinstitute ausgedehnt.
- Berlin Hyp 1998: Nach dem Mauerfall rasche Expansion aus dem kleinen Markt West-Berlin nach Ost-Berlin und in die neuen Bundesländer. Immobilienboom mit anschliessender Krise. Hochspekulative Einzelinvestments mit teilweise Betrugscharakter (Aubis). Rettung im Rahmen der Sanierung der Bankgesellschaft Berlin und Neuaufstellung als Berlin-Hannoversche Hypothekenbank.
- Bayerische Hypo- und Vereinsbank 2001: Starke Expansion in die neuen Bundesländer (v.a. Sachsen) und nach Berlin. Politische Verflechtungen Bayern (hielt 10% der HVB-Anteile) und Sachsen trugen entscheidend zu einer faktisch politisch motivierten Kreditlenkung bei. Die Bank wurde 2003 von der italienischen Unicredit aufgekauft und Teile in die neu errichtete Hypo Real Estate überführt.
- AHBR 2006: Starke Expansion der Emissionstätigkeit nach Fusion von Allgemeiner Hypothekenbank und Rheinboden. Zielsetzung hoher Marktanteile im boomenden Jumbo-Pfandbriefmarkt. Negative Fristentransformation und Fehlspekulation mit Derivaten, die risikoverstärkend anstatt im Sinne eines Hedging eingesetzt wurden. Zerschlagung 2006 und Verkauf an Lone Star unter Namensumbenennung ('Corealcredit Bank'). Transfer von Deckungsmassen und Verbindlichkeiten auf Eurohypo und Hypo Real Estate.
- Düsseldorfer Hyp 2008: Extreme Fokussierung auf Bondinvestments. Fehlspekulationen vor allem im Ausserdeckungsbereich und im Treasurybereich. Die Bank befindet sich im Portefeuille des Bundesverbands deutscher Banken.
- Depfa 2008: Aufspaltung motiviert durch Gentleman's Agreement (Minimierung von Zinsrisiken) von 1999. Ausnutzung günstiger steuerlicher Bedingungen sowie der Unerfahrenheit irischer Regulierer mit dem neuen Asset Covered Securities Gesetz. Extreme Unterkapitalisierung und Margenschwäche im Kerngeschäft kompensiert durch Eigenhandel. Gescheiterte Expansionspläne in den USA mit der Vorstellung, den US-Bondversicherern Konkurrenz zu machen. Hohe Liquiditätslücken bei Übernahme durch Hypo Real Estate in mitten der Finanzkrise.
- Hypo Real Estate 2008: Ausgründung aus Bayerische Hypo- und Vereinsbank und Fusion mit Württembergische Hypothekenbank (einziger Bestandteil mit internationalem Kreditgeschäft). Versuch der radikalen Neupositionierung durch Verkauf deutscher Aktiva (nicht-Prolongierungen, non-performing-Kredit-Deals) und Zukauf Auslandsgeschäft. Zukauf Depfa inmitten der Finanzkrise aufgrund passivlastiger Strategie (Konkurrenz mit Eurohypo um Skalenvorteile). Fehlspekulationen im Eigenhandel Verschiedene Fehler des Aktiv-Passiv-Managements während der Finanzkrise.

Tops:

- Aareal Bank: verfügt über starken institutionellen Kundenstamm im wohnungswirtschaftlichen Bereich und klare strategische Ausrichtung. Aareal zieht Liquiditätsreserven aus dem konzernerneigenen Servicer Aareon, der u.a. das Inkasso für die Wohnungswirtschaft betreibt.
- Eurohypo: weitgehend unbelastet durch Fehlspekulationen und schlüssige Internationalisierungsstrategie (trotzdem zu gross und in Teilen zu risikoreich, z.B. Unklarheit über US-Gewerbekreditmarkt und starke Expositionierung im italienischen Staatskreditgeschäft).
- NordLB/Deutsche Hypo: stetige Diversifizierungsstrategie und moderates, stetiges Auslandsgeschäft, geringe Treasury-Risiken.
- NordLB/Luxemburg: Fokus auf Staatskredite und hier insbesondere Projektfinanzierung (PPP-Modelle), d.h. Konzentration auf selbst unterschriebene und kontrollierte Finanzierungen im öffentlichen Bereich.
- Langjaehrige Fokussierung der Hypothekenbanken des genossenschaftlichen Sektors auf ein Sekundärmarktmodell mit internationaler Vorbildfunktion. Jedoch Zusammenbruch des Modells durch hohe Verluste, geringe Margen und Deckelung der Provisionen durch die Primärbanken mit dem Ergebnis von Ausstieg und alleiniger Fokussierung der DG Hyp auf Gewerbekredit. Auch die kleine Münchener Hyp diversifizierte in den internationalen Gewerbekredit.
- Wüstenrot Pfandbriefbank als strategisch sinnvolle, risikoarme Ergänzung zum Bausparkassen- und Versicherungsgeschäft unter dem Dach der auf den Retailmarkt fokussierten Wüstenrot & Württembergische AG.
- Berlin Hyp (Neuaufstellung nach Krise Bankgesellschaft): nachhaltige und strikte Risikopolitik, vorsichtige Auslandsdiversifikation. Teilbankübergreifende Zusammenarbeit mit der Mutter LBB im Bereich Commercial Real Estate, gemeinsamer Betriebsapparat. Erstrang und Pfandbrieffinanzierung verbleiben bei BerlinHyp.

Abbildung 7 Stand-alone und durch Garantien gehobenes Rating verschiedener deutscher Bankengruppen

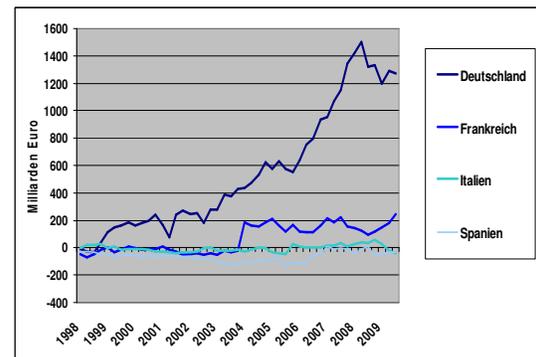


Quelle: Moody's (2009).

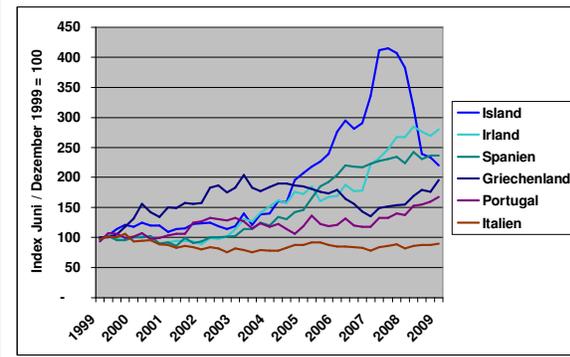
Anmerkung: Mortgage banks = Realkreditinstitute. Commercial banks = Geschäftsbanken, Savings Banks = Sparkassen, Co-operative Banks = Genossenschaftsbanken, Special Lenders = Spezialkreditinstitute, Captive Banks = Kreditinstitute mit Spezialaufgaben.

Abbildung 8 Auslandsforderungen des deutschen Bankensystems

Nettoauslandsforderungen deutscher Banken



Portfolioveränderungen von ausgewählten Jurisdiktionen gegenüber 1999 (Euro-Einführung)



Quelle: Bank für internationalen Zahlungsausgleich, Berechnungen durch Finpolconsult.

Anmerkung: Linke Graphik: Nettoauslandsposition unter Einschluss von Auslandsfilialen, Tabelle 8a) der locational banking statistics. Rechte Graphik: Konsolidierte Auslandsforderungen deutscher Banken an Kreditnehmer, Tabelle 9b) der locational banking statistics, Index der Marktanteile des Landes X an den Gesamtforderungen deutscher Banken, Mittelwert (Juni 1999 und Dezember 1999) = 100.

Abbildung 9: Strukturveränderungen bei Pfandbriefemissionen während der Finanzkrise

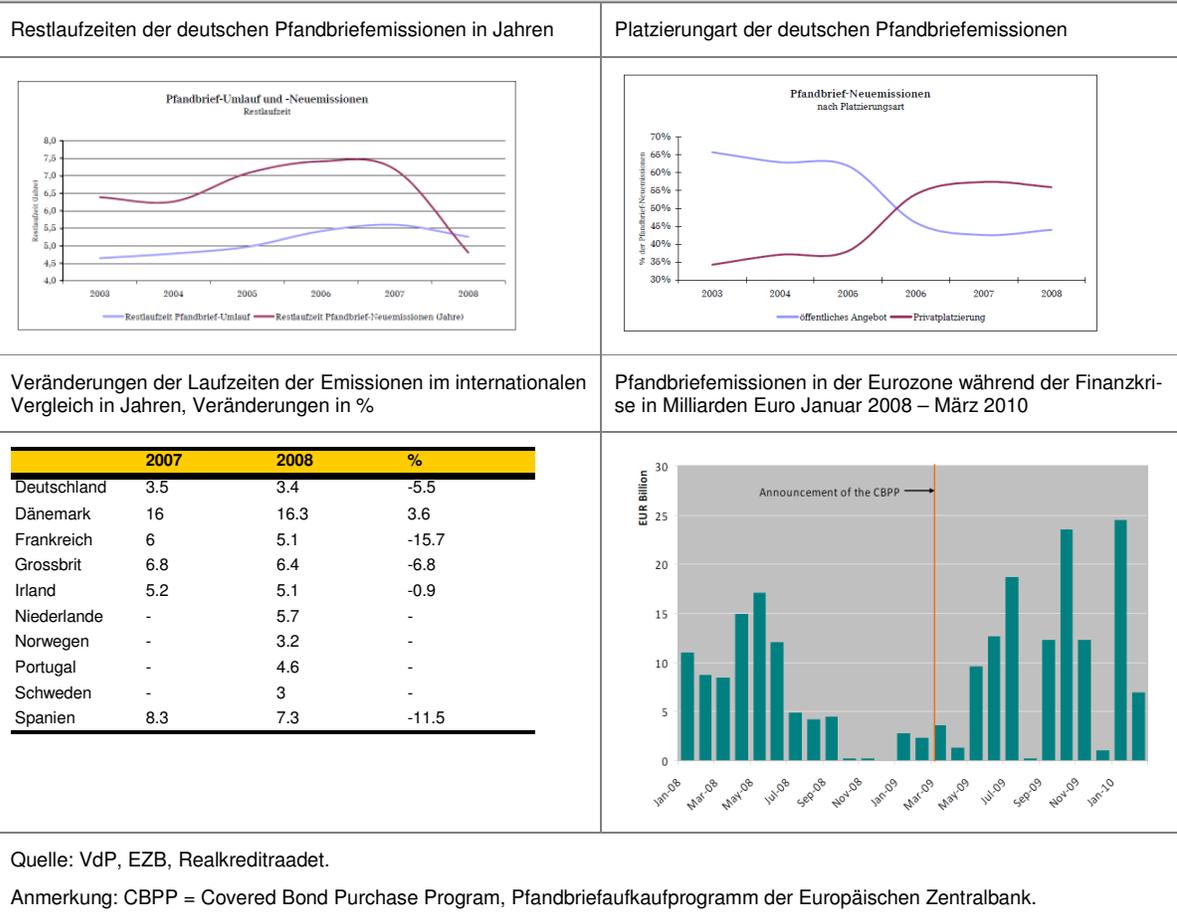
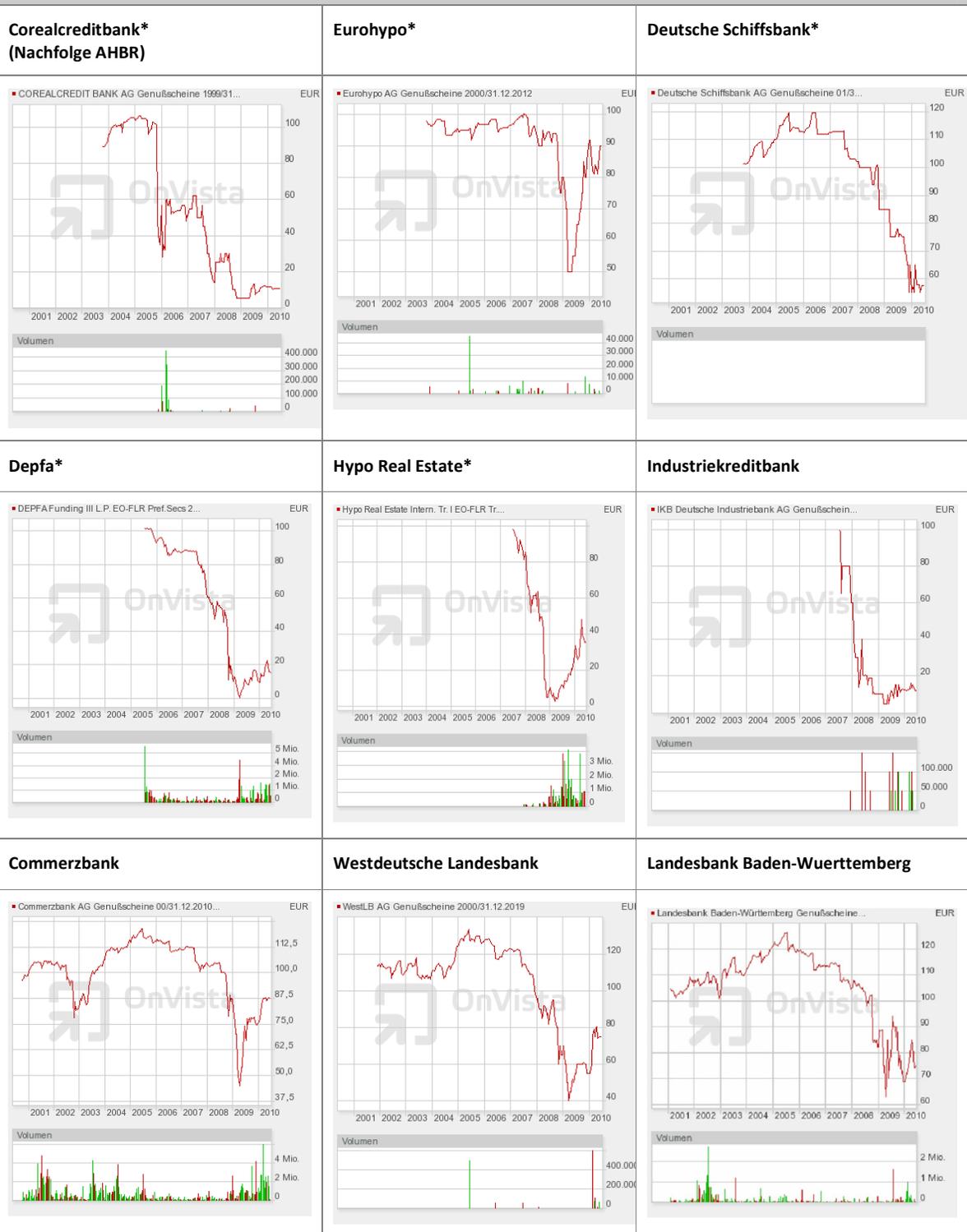


Abbildung 10 Haftungsfunktion von nachrangigem Kapital: Kursentwicklung von durch Pfandbriefemittenten und anderen Banken emittierten Genussscheinen



Quelle: Onvista.de. Anmerkung: *spezialisierte Pfandbriefbanken

Box 2: Hypothekendarbankengesetz und Aufhebung des Spezialbankenprinzips 2005, Vor- und Nachteile gegenüber dem Universalbankenmodell

Das Hypothekendarbankengesetz von 13. Juli 1899 kann als erste formal Bankregulierung etablierende deutsche Gesetzesvorschrift gelten. Das Spezialbankenprinzip sowie weitere strenge in haltliche Vorschriften, wie die 60%-Refinanzierungsgrenze, wurde dem Bankensystem seinerzeit als Reaktion auf die Immobilienkrise der 1890er Jahre verordnet. Über 100 Jahre lang waren fast alle Emittenten von Pfandbriefen Spezialbanken.

Seit der Pfandbriefnovelle 2005 ist ein neues System etabliert: als Pfandbriefbanken werden faktisch alle Universalbanken, sofern sie die gesetzlich geregelten Zulassungskriterien erfüllen. Die Zulassungspraxis erscheint aber wenig restriktiv: alleine der Sparkassensektor zielt auf bis zu 100 Emittenten. Zwischen 2003 und 2009 hat sich die Zahl der Emittenten bereits auf 35 verdoppelt. Eine weitere Inflationierung der Zahl der Emittenten erscheint unter den gegenwärtigen gesetzlichen Umständen unaufhaltsam.

Die Motive für die Aufhebung des langfristig bewährten Spezialbankenprinzips 2005 kommen einem politischen Kuhhandel nahe. Nach Beendigung von Anstaltslast und Gewährträgerhaftung im Juli 2005 zielten die von der Politik beaufsichtigten Landesbanken einen Einstieg in die Pfandbriefnutzung unter dem für Privatbanken gültigen Recht an, freilich ohne dessen wichtigste inhaltliche Beschränkung. Der Spezialbankzwang hätte für die Landesbanken den Einstieg in die politisch unerwünschte Konsolidierung bedeuten können. Gleichzeitig war die grösste private Hypothekendarbank Eurohypo AG mit einem noch aus dem Gesetz von 1899 stammenden Bestandsschutz ('grandfathering') – der sog. 'gemischten' Hypothekendarbank – versehen, das sie faktisch als Universalbank hatte weiterbestehen lassen. Vom wichtigsten privaten Emittenten kam also kein Widerstand. Gegen diese politische Konstellation waren die Protagonisten des Spezialbankenprinzips chancenlos.

Die Argumente für und gegen Spezialbanken bzw. Universalbanken als Pfandbriefemittenten sind umfangreich. Für Universalbanken spricht vor allem die weniger vom Kapitalmarkt abhängige Refinanzierung der nachrangigen Parteien von in der Deckungsmasse dem Pfandbriefgläubiger versprochenen Krediten. Hinzu kommen Kostenfaktoren wie flexiblere Kapitalnutzung des nicht in der Spezialbank gebundenen Kapitals sowie die Nutzen opportunistischer Emissionen von Pfandbriefen im Rahmen einer umfangreichen Mischung von Finanzierungsinstrumenten. Schliesslich fallen auch Spezialisierungskosten von Management und Mitarbeitern weg.

Die 'Stabilität' der Universalbank wird jedoch durch erhebliche Subventionierung des Pfandbriefs durch die Nachrangkapitalgeber, in der Regel Einleger, erkaufte. Im Extremfall Spaniens beträgt die Übersicherung der Pfandbriefgläubiger ein Mehrfaches der emittierten Pfandbriefe, was zum Systemrisiko der spanischen Staatsfinanzierung als de-facto Einlagensicherer erheblich beiträgt. Auch im deutschen Fall ist das Risiko der Untersicherung nicht gesicherter Kreditgeber erheblich, ein Umstand, der einen Beitrag zur Verstaatlichung der Hypo Real Estate leistete. Die hohe Zahl der Emittenten, mangelnde Qualitätsfokussierung sowie die opportunistische Emissionspolitik führt zu erheblich höheren Ausfallrisiken aus Solvenzgründen und Reputationsrisiken für den Pfandbrief. Die derzeitige Krise der spanischen Sparkassen (Cajas) sind hier ein Beispiel. Zwar kann auch eine Spezialbank theoretisch als Endlager für faule Kredite in einem an Universalbanken geknüpften System dienen, hiervor schieben jedoch die wesentlich unmittelbarere Verantwortung von Management und Mitarbeitern sowie die transparentere Struktur, die sowohl Investoren als auch Aufsicht hilft, einen Riegel vor.

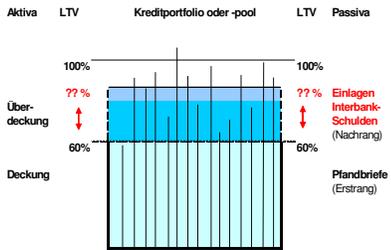
Die Spezialbank tauscht also faktisch geringeres Solvenzrisiko aus Kreditrisikonahme gegen höheres Liquiditätsrisiko, erzeugt durch die Notwendigkeit, Nachrangpositionen am Kapitalmarkt zu finanzieren. Dieser Nachteil kann durch regulatorische Massnahmen – wie Druck in Richtung Nutzung von Pfandbriefen bei Langfristkrediten und damit Hinnahme einer Mischkalkulation von teurerer Nachrangfinanzierung und preiswerter Pfandbrieffinanzierung – verringert werden. Weitere Massnahmen werden im Text vorgeschlagen.

Letztlich ist dieser Nachteil der Spezialbank aber ein systemischer Vorteil: er macht die Risikokosten der Portfolios der Spezialbank transparent und reduziert deren Interesse, sich in Hochrisikomärkten zu engagieren. Demgegenüber fehlt im Universalbankenmodell vergleichbare Portfolio-Transparenz – z.B. können fragwürdige Deckungswerte wie im Falle von Griechenlandkrediten rasch aus der Deckung in den Rest der Bilanz verschoben werden – sowie der daraus folgende Marktdruck. Das Ergebnis mangelnder Kontrolle bei einer zunehmend inflationären Zahl deutscher und europäischer Emittenten kann nur höheres Systemrisiko sein.

Abbildung 11 Grundstruktur der Refinanzierung von Hypothekarkrediten durch Pfandbriefe: Universalbankenmodell und konkurrierende Spezialbankenmodelle

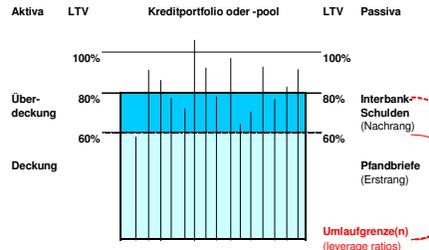
Universalbankenmodell (Erstrang/Nachrang, ohne maximalen Hebel/leverage ratio)

Deutschland Pfandbriefbanken (ab 2005)



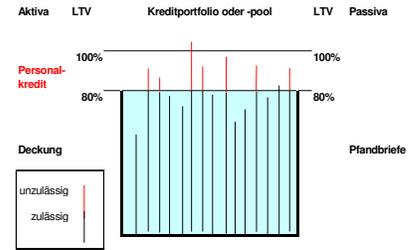
Spezialbankenmodell (Erstrang/Nachrang, mit maximalem Hebel/leverage ratio)

Deutschland Hypothekbanken (bis 2005)



Spezialbankenmodell auf der Basis designierter Pools (Hybrid mit Verbriefung)

Dänemark Mortgage Credit Institutions



Quelle: Finpolconsult. Anmerkung: LTV = 'loan-to-value ratio' / Beleihungsauslauf.

Anmerkung: vgl. Text zur Erläuterung.

Abbildung 12 Durchschnittliche Aktiv- und Passivrestlaufzeiten bei Pfandbriefemittenten – Deutschland vs. Europa

Table 12: Weighted Average Residual Maturities

Pool type & country of issuer (yrs)	2008		2007	
	Assets	Liabilities	Assets	Liabilities
Total	8.3	4.1	9.4	5.1
PS, total	5.0	3.7	6.9	5.0
PS, Germany	4.8	3.9	6.0	4.7
PS, excl. Germany	7.7	4.7	12.1	5.6
MO, total	11.8	4.7	11.8	5.2
MO, Germany	4.0	3.6	4.2	4.1
MO, UK	17.6	4.1	16.0	7.4
MO, Spain	18.7	5.7	20.1	6.4

PS: Public sector; MO: Mortgage
Source: Fitch Covered Bonds SMART

Quelle: FitchRatings, Comparative Study of Covered Bonds 2008/2009.

Anmerkung: Weighted Average Residual Maturities = gewichtete durchschnittliche Restlaufzeiten. Im Fall deutscher Hypothekarkreditdeckungen (MO, Germany) bezieht sich die Angabe auf die restliche Zinsbindungsfrist.

Box 3 Von der Bankenaufsicht geduldete Fristenkongruenz bei deutschen Universalbanken

Die fast durchgängige deutsche Praxis fristeninkongruenter Finanzierung von Langfristkrediten durch kurzfristig neu bepreiste Einlagen führt zu einer hohen Laufzeitenlücke („duration gap“) auf den Bilanzen von Genossenschaften, Sparkassen und privaten Universalbanken. Diese beträgt bei nicht durch Zinssicherungen geschützten Einlagenfinanzierern im Wohnungsbaufinanzierungsportfolio in Deutschland rd. 4 - 6 Jahre. Dieser im internationalen Vergleich extrem hohe Durchschnittswert kommt auch dadurch zustande, dass Wohnungsbaukredite in der Regel nicht (wirtschaftlich, durch Vorfälligkeitsentschädigung, oder sogar rechtlich) vorfällig rückzahlbar sind und auf Zinsbindungen jenseits der 10 Jahre abgeschlossen werden.

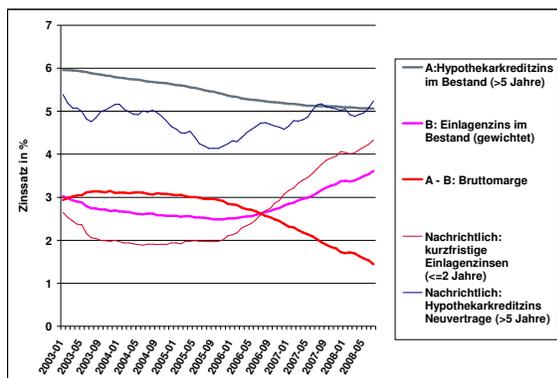
Mit derart fristeninkongruenter Refinanzierung wird bei steiler Zinsstrukturkurve kurzfristig eine hohe Marge erzielt und die allgemeine Profitabilitätsschwäche des Wohnungsbaukredites kaschiert. Die Marge wird jedoch durch Einlagenzinssteigerungen – so, wie sie zwischen 2006 und 2008 eintraten – wieder zyklisch stark reduziert, und nach Abzug der Verwaltungskosten sogar eliminiert oder negativ.

Eine natürliche Sicherung für einlagenfinanzierte Banken, die keine Pfandbriefe emittieren, sind Zinsswaps und –caps. Zum Umfang der Nutzung dieser Instrumente sind in Deutschland keine verlässlichen Statistiken erhältlich. Im Fall eines großen Hypothekarkreditgebers, der nach Durchsicht des Autors einer Reihe von Fällen sowie anekdotischen Informationen aus der Branche als typisch für den einlagenrefinanzierten Anbieter gelten kann, zeigt sich ein stark prozyklisches und insgesamt weit unzureichendes Zinssicherungsverhalten:

- Im von hohen Margen geprägten Zinstief 2004 und 2005 betrug der Quotient („hedge ratio“) von eingegangenen Zinsswaps und langfristigen Krediten im Fall dieses Kreditgebers lediglich 20%. Ein Blick auf vergangene Zinszyklen mit ähnlichen Zinstiefs hätte die Bank aber dazu veranlassen sollen, zu diesem Zeitpunkt deutlich höhere Sicherungen vorzunehmen oder Pfandbriefe zu emittieren, um dem zu erwartenden Einlagenzinsanstieg vorzubeugen.
- Im Zuge des Zinsanstiegs und Margenverfalls 2006 – 2008 stiegen die Sicherungen durch Zinsswaps dagegen sprunghaft an, in der Spitze im ersten Halbjahr 2008 auf über 50% der langfristigen Kreditvolumen. Damit wurde aber lediglich eine immer knapper werdende Marge abgesichert. Zudem wurden die Portfolios nach wie vor nur zum Teil abgesichert, sodass weitere Zinssteigerungen zu Verlusten führen könnten.

Abbildung 13: Zinsrisikonahme von Universalbanken im deutschen Hypothekarkreditmarkt, Auswirkungen auf das Solvenzrisiko eines grossen Hypothekarkreditgebers

Margeneinbruch Ende der 2000er: Entwicklung von langfristigen Hypothekarkreditzinsen und Einlagenzinsen im Bestand



Fristenkongruent finanzierte Bank: Marktwertbilanzierung führt zu Eigenkapital-Verlust, technische Insolvenz droht

Bilanzierung zum:	1. HJ 2008		1. HJ 2007	
	Buchwert	Marktwert	Buchwert	Marktwert
Aktiva	100	97.3	100	98.5
Passiva	96.7	96.5	95.5	94.6
Kapital	3.3	0.8	4.5	4.0
Differenz Markt-Buchwert		-2.5		-0.5
Nachrichtlich: Aktiva > 5 Jahre	65.8		60.6	

Quelle: Bundesbank, Finpolconsult, Bilanzdaten einer der fünf grössten deutschen Hypothekarkreditgeber (Nicht-Pfandbriefemittent, auf Retailkredit spezialisierte Tochter eines grossen Finanzkonzerns).
Anmerkungen: Marktwerte und Buchwerte von der Bank berichtet.

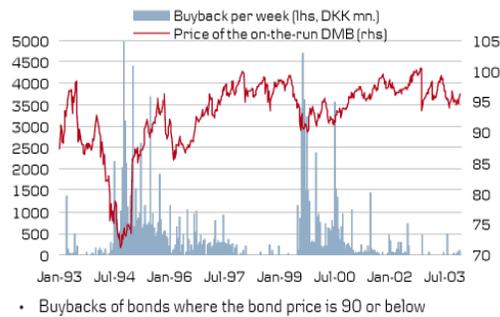
Eine große Zahl deutscher Hypothekarkreditgeber sind Töchter von Finanzkonzernen, die die entsprechenden Zinsswaps mit ihren Müttern eingehen. Letztlich ist es aber kaum relevant, wer im Konzern die Zinsrisiken trägt, wenn es versäumt wurde, diese – etwa durch rechtzeitige Pfandbriefemission oder Zinsswaps mit Dritten - an den Kapitalmarkt weiterzugeben.

Gegen Pfandbriefemission stand aber die wirtschaftliche Logik eines scharfen Wettbewerbs der einlagenrefinanzierten Banken um den Hypothekarkreditmarkt in der Mitte der Dekade, die kurzfristig von einer steilen Zinsstrukturkurve profitierten und das Instrument unprofitabel machten. Zudem herrschte bei einigen Banken mit Passivüberhängen hoher Anlagedruck (z.B. Postbank und ING-Diba). Nachdem 2006 und 2007 ein Tiefpunkt der Pfandbriefemissionen erreicht worden war, kam es in letzter Minute 2008 zu einer kurzlebigen Renaissance sehr kurzfristiger Emissionen, bevor der Markt im Zuge der Lehman-Krise zusammenbrach.

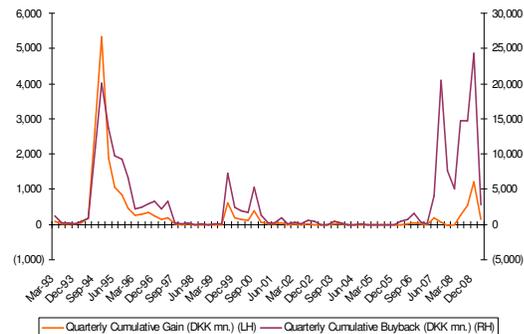
Es ist bis heute unklar ob und wann die deutsche Bankenaufsicht auf diese Missstände reagiert bzw. sie korrigiert hat. Letztlich wurden die derart fristeninkongruent finanzierten Banken durch die Leitzinssenkungen 2008 sowie die vorherrschende deutsche Bilanzierungsmethode zu pari ‚gerettet‘. Einige Mütter schrieben die verlustbringenden Swaps unter anderen Kosten der Finanzkrise ab.

Abbildung 14 Rückkäufe von Festzinskrediten von Konsumenten als eingebauter Stabilisator des dänischen Pfandbriefsystems bei Zinssteigerungen

Kreditrückkäufe und Bondpreise 93 - 03



Kreditrückkäufe im Langfristvergleich unter Einschluss der Finanzkrise 93 - 08



Quelle: Realkrediraadet, Danmarks National Bank.

Anmerkung: Linke Graphik: setzt Rückkäufe ('buyback') ins Verhältnis zu den Bondpreisen. Der Verbraucher kann den Kredit jederzeit zurückkaufen, was insbesondere dann genutzt wird, wenn der Bondpreis unter den Emissionspreis (~100) fällt. Dies geschieht in der Regel bei Zinssteigerungen. Rechte Graphik: Zinssteigerungen sind oft mit kritischen Marktsituationen verbunden – in Dänemark 1994, 2000 und 2008. In diesen treten besonders hohe Rückkäufe auf, die wiederum stabilisierend auf den Bondmarkt wirken (verringerte Kapitalnachfrage).

Abbildung 15 Deckungsstock und Überdeckungen der Eurohypo AG, 2009

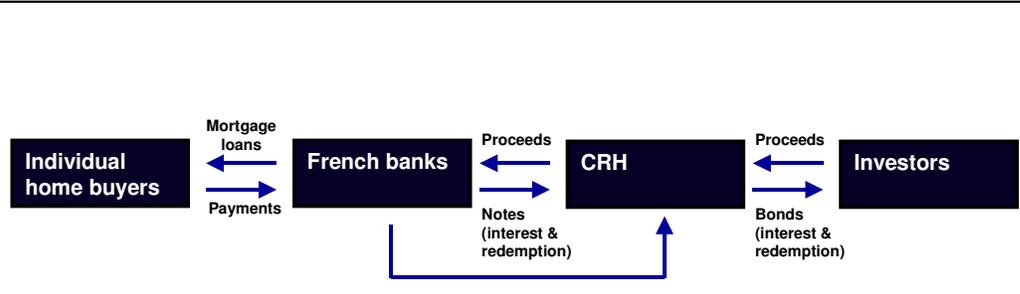
DECKUNGSSTOCK EUROHYPO AG PER 31. 12. 2009			
HYPOTHEKENPFANDBRIEFE		ÖFFENTLICHE PFANDBRIEFE	
■ Kapitaldeckung – nominal	Mrd. €	■ Kapitaldeckung – nominal	Mrd. €
- Hypothekenaktiva	51,9	- Öffentliche Aktiva	66,8
- Umlauf Hypothekendarlehen	44,9	- Umlauf Öffentliche Darlehen	62,4
- Überdeckung	7,0	- Überdeckung	4,4
■ Barwert		■ Barwert	
- Barwert Hypothekenaktiva	55,1	- Barwert öffentliche Aktiva	72,5
- Barwert Umlauf Hypothekendarlehen	47,4	- Barwert Umlauf Öffentliche Darlehen	65,8
- Überdeckung	7,7	- Überdeckung	6,8
- Überdeckung in %	16,3 %	- Überdeckung in %	10,3 %
■ Sensitivität*		■ Sensitivität	
+ Zinskurve shift upwards in %	17,0 %	+ Zinskurve shift upwards in %	8,9 %
- Zinskurve shift downwards in %	13,6 %	- Zinskurve shift downwards in %	10,6 %
■ Ersatzdeckung	2,0	■ Ersatzdeckung	3,6

* die Berechnung wird mittels dynamischer Simulation gem. § 5(1), 2 PfandBarwert V durchgeführt

Quelle: Eurohypo.

Anmerkung: vgl. Text zur Erläuterung.

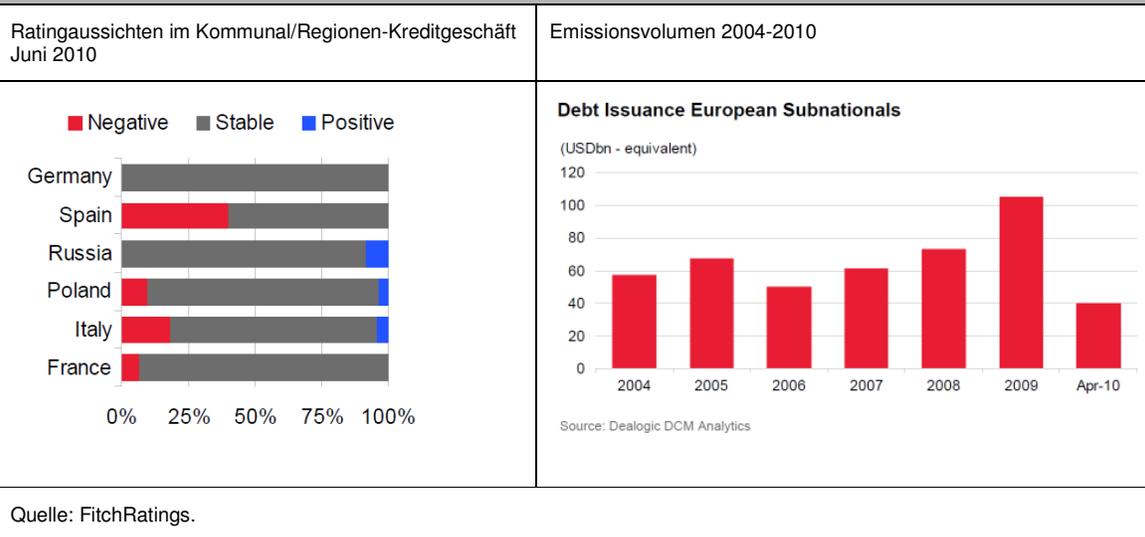
Abbildung 16 Beispiel für gemeinschaftliche Emissionen: Struktur der Caisse de Refinancement Hypothecaire (CRH, Frankreich)



Quelle: Caisse de Refinancement Hypothecaire.

Anmerkung: Home buyers = Hauskäufer; Mortgage loans = Hypothekarkredite; Payments = Schuldendienstzahlungen; Proceeds = Auszahlungen; Notes = Schuldscheine; Bonds = festverzinsliche Wertpapiere; Redemption = Rückzahlung, Tilgung; Interest = Zins. Zu Erläuterungen siehe Text.

Abbildung 17 Finanzierung von Kommunen und Regionen in Europa, Markttrends



Box 4: Das traditionelle dänische Wohnungsbaufinanzierungssystem: Spezialbank, liquiditätsrisikofreie Pfandbriefe und Kreditrückkaufoption für Verbraucher

Im traditionellen dänischen Wohnungsbaufinanzierungssystem von Festzinskrediten werden Kredite über das Spezialbankensystem der Mortgage Credit Institutions vergeben und durch eine spezielle Form von Pfandbriefen, Realkreditobligationen, finanziert. Der Marktanteil dieser Form der Kreditvergabe beträgt nahezu 100%.

Das System trennt Kreditrisiken und Zinsrisiken beim Entstehen der Finanzierung: der Schuldner emittiert mit Hilfe der Spezialbank an der Kopenhagener Börse einen Bond, dessen Zinskoupon und Laufzeit exakt seinem Kredit entspricht ('1-1-Emission'). Die Bonds werden in Bondserien gleicher Zinskoupons zusammengefasst (als Beispiel: 10,000 Kredite/Bonds zum Zinskoupon von 5%), der Realkreditobligation. Die Investoren erwerben pro-rata Anteile an der Bondserie. Entsprechend dem Preis der Bondserie am Tag der Kreditauszahlung wird der Kredit leicht über oder (in der Regel) unter 100% ausgezahlt. Der Beleihungsauslauf des ausgezahlten Betrags ist auf 80% beim Wohnungsbaukredit begrenzt.

Alle Zahlungen des Schuldners werden unter Abzug einer Verwaltungsgebühr von der Spezialbank an den Investor durchgeleitet. Einmal im Quartal kann der Kredit vorfällig zurückgezahlt werden ('prepayment'). Dazu führt eine zentrale Wertpapierfirma aller Spezialbanken (VP Securities) unter den Bondinvestoren eine Lotterie durch. Die Bondinvestoren tragen folglich alle Zinsrisiken aus der Finanzierung, einschliesslich des Prepayment-Risikos, d.h. dem Risiko einer Wiederanlage zu niedrigeren Zinsen. Entsprechend bilden Investoren in Realkreditobligationen Kapazitäten, um diese Zinsrisiken ausreichend breisens zu können.

Die Spezialbank ist per definition vor Liquiditätsrisiken geschützt, denn sie leitet die von den Schuldnern zugeleitete Liquidität lediglich an die Investoren durch. Die Investoren ihrerseits haben in der Regel als institutionelle Anleger Liquiditätsüberschüsse. Ihre Bedenken gegenüber der Kreditrisikoqualität des Systems können sie durch einen Kaufstopp neuer Bondserien zum Ausdruck bringen. Dies belastet jedoch i.W. nur die Schuldner, die keine neuen Kredite mehr aufnehmen können, und nicht die Spezialbanken. Während der Finanzkrise konnte das dänische System bisher jederzeit emittieren; das erhöhte Risikobewusstsein der Investoren spiegelte sich in höheren Zinsdifferenzen zur Staatsfinanzierung wider.

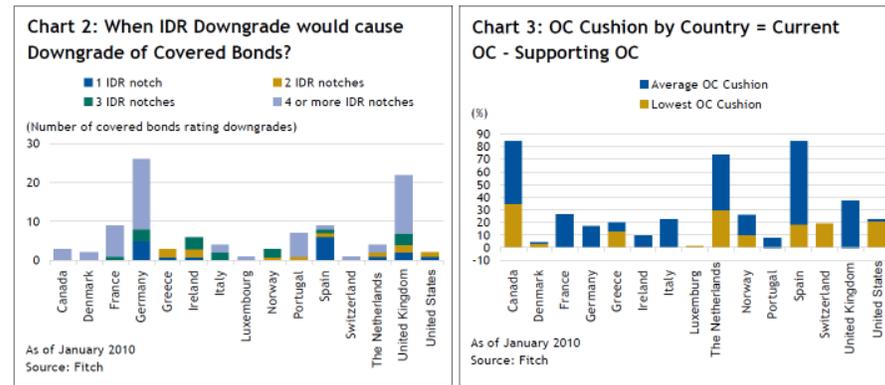
Die Verwaltungsgebühr deckt Verwaltungskosten und das Kreditrisiko der Schuldner ab, das bei den Spezialbanken verbleibt. Das gesamte System war ursprünglich auf der Basis gesamtschuldnerischer Haftung organisiert, das es den Spezialbanken erlaubte, ähnlich einer Steuer die Verwaltungsgebühren aller Kredite zulasten aller Schuldner zu erhöhen, wenn die Kreditausfälle zunahmen. Dies geschah als Reaktion auf eine langanhaltende Immobilienmarktkrise zuletzt Anfang der 90er Jahre.

Mit der Durchleitung ('pass-through') aller Zins- und Liquiditätsrisiken an den Investor sowie der Option, die Verwaltungsgebühr nachträglich anzuheben, waren die Mortgage Credit Institutions umfassend vor Solvenzrisiken geschützt. Bei konstanter Verwaltungsgebühr operieren sie faktisch wie ein Bondversicherer zugunsten der Investoren der Realkreditobligationen.

Ein zusätzlicher Stabilisator gegen Kreditrisiken ist die Rückkaufoption der Schuldner zum Marktpreis der Kredite, der sich aus dem Preis der Bondserie an der Kopenhagener Börse ergibt. Insbesondere in Phasen von Zinssteigerungen, die oft mit Hauspreisverfall einhergehen, ist diese Option von hohem Wert, denn es sinkt mit steigenden Zinsen auch der Preis der Bondserien. Entsprechend kann der Verbraucher seinen Kredit zu unter 100% zurückkaufen und ist damit gegen den Hauspreisverfall zumindest teilweise abgesichert. Entsprechende Rückkaufoptionen sind bei Unternehmensanleihen und -krediten in Europa gang und gäbe, jedoch noch nicht im Verbraucherkreditgeschäft. Abbildung 14 belegt die aktive Nutzung von Rückkäufen in Dänemark, die im Herbst 2008 auch den Kapitalmarkt insgesamt entlasteten.

In den letzten Jahren haben auch im dänischen Markt Liberalisierungstendenzen das traditionelle Modell angegriffen: neben der heute nicht mehr praktizierten Option, die Verwaltungsgebühren nachträglich anzuheben, die bei einem Hauspreisverfall wieder notwendig sein könnte, belasteten das System in den vergangenen zehn Jahren die angesichts steigender Hauspreise zunehmend aufkommenden Gleitzinskredite, die einmal im Jahr überrollt werden müssen. In diesem Marktsegment kam es nach der Lehman-Krise im Dezember 2008 zu Liquiditätsstörungen. Seit 2007 können in Dänemark zudem auch dem deutschen Pfandbrief vergleichbare Obligationen von nicht-Spezialbanken emittiert werden. Die Banken müssen jedoch bezüglich der höheren Zins- und Kreditrisiken dieser Instrumente höheres Eigenkapital vorhalten. Bislam dominiert das traditionelle, auf Emission von Realkreditobligationen wie beschrieben basierende System. Das Beispiel zeigt aber, dass beide Formen von Pfandbriefen bei entsprechend angepasster Regulierung nebeneinander existieren können.

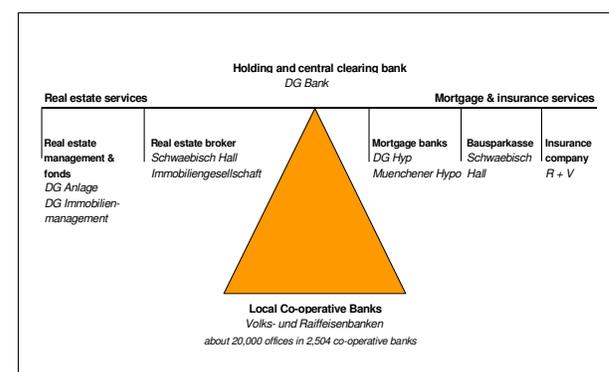
Abbildung 18 Downgrade-Risiko von Emissionen bei Emittentendowngrade und Überdeckungen von Pfandbriefen bzw. Covered Bonds in Europa



Quelle: FitchRatings Comment on the Implementation of Liquidity Criteria for Covered Bonds (1/27/2010). Anmerkung: IDR – long-term issuer default rating (langfristiges Emittentenausfallrisiko). OC – over-collateralization (Überdeckung).

Die Abbildung auf der rechten Seite unterschätzt die Gesamtüberdeckung, die die Summe aus freiwilliger und gesetzlicher Überdeckung bildet. Jedoch approximiert die freiwillige Überdeckung das Ausmass der Subordinierung von Einlagen und anderen ungesicherten Anlagen. Die gesetzliche Überdeckung ist proportional zum Nettobarwert des Zinsrisikos der Deckung.

Abbildung 19 Historisches Point-of-sale-System der Genossenschaften mit gruppeninternen Hypothekenbanken als Sekundärmarkt



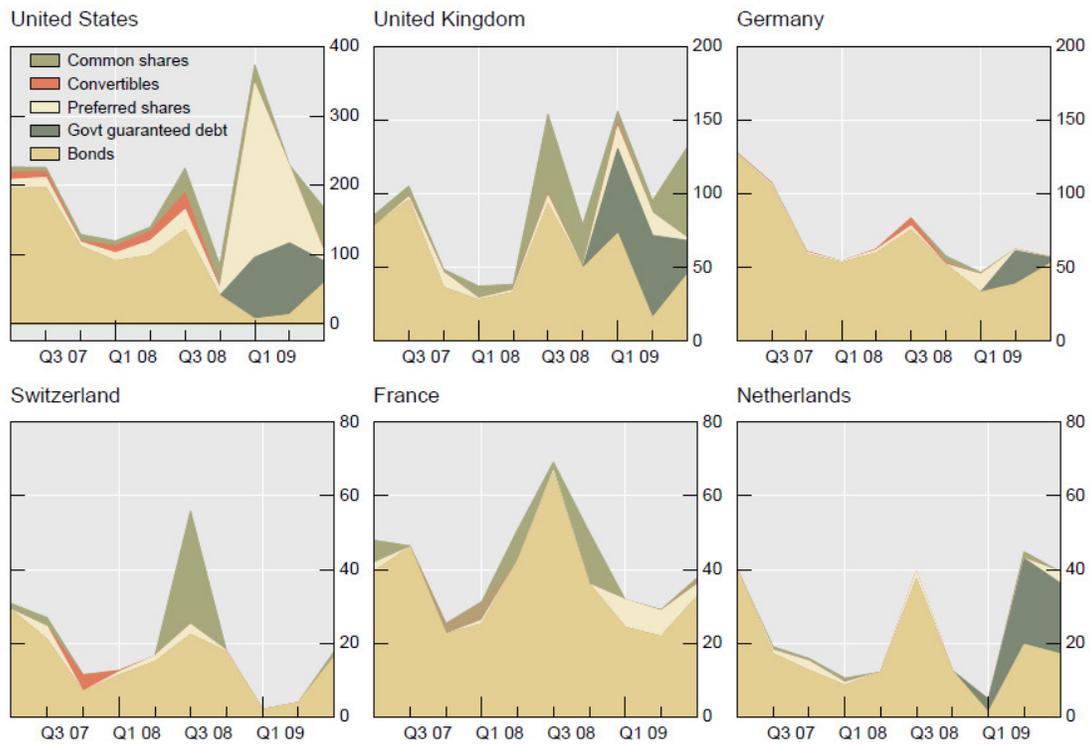
Quelle: Finpolconsult.

Anmerkungen: Stand um 2005.

Abbildung 20 Kapitalmarktfinanzierung von privaten Banken und Finanzierungsgesellschaften im internationalen Vergleich (Neuemissionen)

Capital market financing for private banks and finance companies¹

In billions of US dollars



¹ Includes covered bonds but excludes issuance of asset-backed securities (ABS) and mortgage-backed securities (MBS). Figures are based on Dealogic data and may differ in coverage from data used elsewhere in this report.

Source: Dealogic.

Quelle: Bank für internationalen Zahlungsausgleich.

Anmerkung: Common Shares = Aktienkapital; Convertibles = Wandelanleihen; Preferred Shares = Hybridanleihen; Govt guaranteed debt = staatlich garantiert (SoFFIN usw); Bonds = festverzinsliche Wertpapiere.

Abbildung 21 Baltic Dry Index, Juni 2007 – Juni 2010



Quelle: Baltic Exchange.

Anmerkung: Index für Frachtraten der Verschiffung der wichtigsten Rohstoffe auf den 20 wichtigsten Schifffahrtsrouten.