

Kapitalmarkt

Das Pfandbriefgesetz und seine Auswirkungen auf die Spreads

Hubert Schulte-Kemper

Auf die Spreadentwicklung hatte das am 19. Juli 2005 in Kraft getretene Pfandbriefgesetz keinen signifikanten Einfluss, stellt der Autor im Rückblick fest. Dies führt er vor allem darauf zurück, dass die wesentlichen Elemente des Hypothekendarlehenbankgesetzes (HBG) übernommen beziehungsweise weiterentwickelt wurden. Zudem hätten die hohen Lizenzanforderungen dazu beigetragen, dass die heutigen Pfandbriefemittenten im Wesentlichen noch die alten sind. Allerdings stellen Verbriefungen hinsichtlich Marge und Risiko inzwischen durchaus eine Herausforderung für den Pfandbrief dar. (Red.)

Das Inkrafttreten des Pfandbriefgesetzes in Deutschland zum 19. Juli 2005 ist im Zusammenhang mit einer ganzen Reihe von Gesetzesänderungen im Verlaufe des Jahres 2005 zu sehen. Der Wegfall der Gewährträgerhaftung und die Modifizierung der Anstaltslast in Deutschland zum 19. Juli 2005 waren eine wesentliche Voraussetzung für die Einführung des Pfandbriefgesetzes. Hiervon betroffen waren neben den meisten Sparkassen vor allem die Landesbanken.

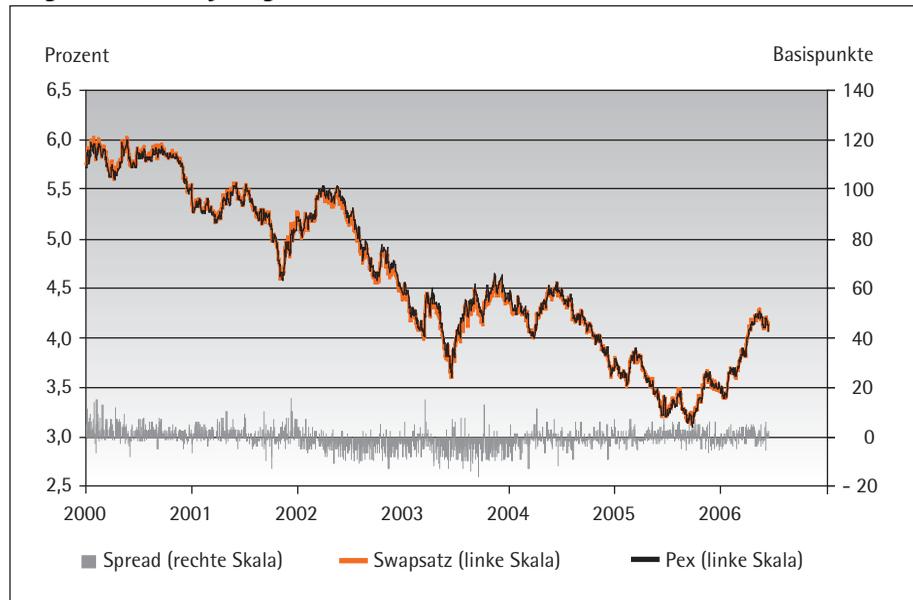
Weiterhin erließ der Gesetzesgeber im September 2005 ein Gesetz zur Neuorganisation der Bundesfinanzverwaltung und zur Schaffung eines Refinanzierungsregisters. Dieses Gesetz basiert auf dem Pfandbriefgesetz und ermöglicht den Sparkassen, die Deckungsmasse an eine Landesbank zu transferieren und sich so indirekt über Pfandbriefe zu refinanzieren (Poolingmodell). Schließlich wurde in der EU im Oktober 2005 die neue Capital Requirements Directive (CRD) beschlossen, die der Umsetzung der neuen Eigenkapitalregelungen (Basel II) in nationales Recht dient und zum 1. Januar 2007 in Kraft tritt.

Pfandbriefmarkt und Spreadentwicklung

Die Abbildung 1 zeigt den Spreadunterschied zwischen der Swapkurve und dem Pex-Pfandbriefindex für zehnjährige Laufzeiten im Zeitraum Januar 2000 bis Juni 2006. Zum Vergleich wurde die Zinsdifferenz zwischen zehnjährigen Bundesanleihen und dem zehnjährigen Swapsatz in Abbildung 2 dargestellt. Dabei wird deutlich, dass die Spreadabweichung zwischen zehnjährigen Bun-

desanleihen und dem Referenz-Swapsatz wesentlich höher ist als die zwischen Pfandbriefrenditen und dem Swapsatz. Insgesamt belegt der Vergleich, dass sich

Abbildung 1: Zinsdifferenz Swapsatz-Pfandbriefrenditen (Pex) im Euroraum (Tageswerte, zehnjährige Laufzeit)



die Einführung des neuen Pfandbriefgesetzes nicht erkennbar auf die Spreadentwicklung ausgewirkt hat.

Allerdings gab es einige Sonderentwicklungen. Dies betrifft vor allem Anleihen

Der Autor

Hubert Schulte-Kemper ist Vorsitzender des Vorstands der Hypothekendarlehenbank in Essen AG, Essen.

von Landesbanken, die bis zum 18. Juli 2005 emittiert wurden (aber nur diejenigen Papiere, die nach dem 18. Juli 2001 emittiert wurden und deren Laufzeit maximal bis zum 31. Dezember 2015 reicht). Diese Wertpapiere fallen noch unter den so genannten Bestandsschutz (Grandfathering), das heißt sie profitieren von der staatlichen Gewährträgerhaftung. Bei einigen dieser Titel war daher eine liquiditätsbedingte, teilweise deutliche Spreadeinengung festzustellen.

Gleiche Qualität und Rechtssicherheit

Im Allgemeinen führte das Pfandbriefgesetz aber zu keinen nennenswerten Spreadveränderungen. Dies liegt vor allem daran, dass die Kernpunkte des Hypothekendarlehenbankgesetzes übernommen wurden. Lockerungen brachte das Gesetz insoweit, als nunmehr auch Staatskredite

aus den USA, Kanada und Japan deckungsstockfähig sind und das Spezialbankprinzip sowie die Umlaufgrenze für Pfandbriefemissionen aufgegeben wurden. Umgekehrt wurden die Qualitätsanforderungen bezüglich des Risikomanagements und der Transparenz des Deckungsstocks ausgeweitet.

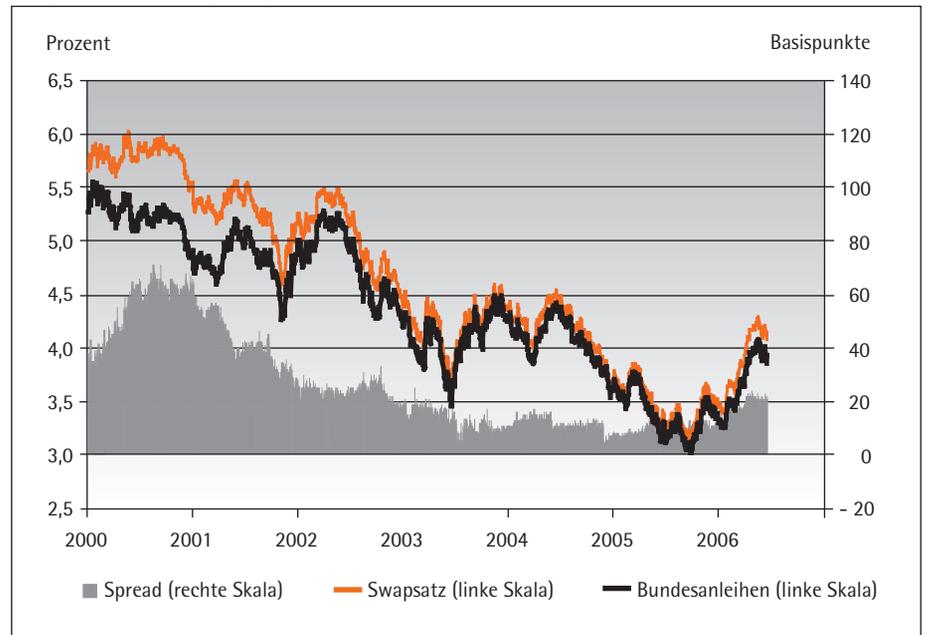
Insgesamt bietet das neue Pfandbriefgesetz damit den Gläubigern denselben Qualitätsstandard und dieselbe Rechtssicherheit wie das alte Hypothekendarlehenbankgesetz. Daher profitierten die zumeist

mit einem AAA-Rating versehenen Pfandbriefe seit Einführung des Pfandbriefgesetzes von dem allgemeinen Spreadtightening an den Bondmärkten und der seit einigen Monaten zu beobachtenden Investoren-Präferenz für qualitativ hochwertige Bonds mit erstklassigen Ratings.

Trotz Wegfall des Spezialbankprinzips ergab sich auf dem Pfandbriefmarkt kein überhöhter Angebotsdruck durch neue Emittenten. Obwohl im Verlauf des Jahres 2005 zahlreiche Geschäftsbanken Interesse an der Emission von Pfandbriefen bekundet hatten, kamen nur wenige neue Emittenten an den Markt. Dies liegt daran, dass die Qualitätsanforderungen an den Deckungsstock sehr hoch sind und erhebliche Investitionen in Personal, Informationstechnologie und Risikocontrolling erforderlich machen. Auch kam es zu einer leichten Marktconsolidierung.

So wurden die Wüstenrot Hypothekbank und die SEB Hypothekbank mit ihren Konzernmüttern verschmolzen. Es ist davon auszugehen, dass sich dieser Trend zur Konsolidierung in den folgenden Jahren fortsetzt. Insgesamt hat sich das neue Pfandbriefgesetz bewährt und zu einer Stärkung des Finanzplatzes Deutschland beigetragen. Mit der Einführung von Basel II, der CRD II und

Abbildung 2: Zinsdifferenz Swapsatz-Bundesanleihen im Euroraum (Tageswerte, zehnjährige Laufzeit)



deren Umsetzung in nationales Recht wird das Komplementärprodukt zum Pfandbrief, die Verbriefung von Forderungen, attraktiver.

Die Risikogewichtung für Verbriefungstranchen mit sehr guter Bonität wird sich deutlich verringern. Daher erwarten Marktbeobachter, dass sich die Margen

von Verbriefungstranchen sehr guter Bonität an diejenigen der Pfandbriefe angleichen werden. Auf der anderen Seite haben Pfandbriefe im Durchschnitt eine deutlich höhere Liquidität, so dass Investoren für Verbriefungstranchen mit vergleichbarem Rating gegenüber Pfandbriefen eine Liquiditätsprämie fordern werden. ■