

1. Juli 2024
75. Jahrgang

Verlag Helmut Richardi
Frankfurt am Main

ISSN 1618-7741

IMMOBILIEN FINANZIERUNG

— DER LANGFRISTIGE KREDIT —

DIGITALER
SONDERDRUCK

PFANDBRIEFE UND COVERED BONDS

ETABLIERTES SICHERHEITSKONZEPT DES PFANDBRIEFS
GARANTIERT RESILIENZ UND QUALITÄTSFÜHRERSCHAFT
JENS TOLCKMITT



PFANDBRIEFE UND COVERED BONDS

ETABLIERTES SICHERHEITSKONZEPT DES PFANDBRIEFS GARANTIERT RESILIENZ UND QUALITÄTSFÜHRERSCHAFT

Der Pfandbrief ist sicherlich ein, wenn nicht das deutsche Kapitalmarkt-Vorzeigeprodukt. Das stellt er auch aktuell wieder unter Beweis, indem er den vielfältigen Herausforderungen erfolgreich trotzt. Der Autor lobt entsprechend, pflichtgemäß zwar, aber dennoch absolut zu Recht, die Stabilität und Resilienz des Pfandbriefs und freut sich über wieder anziehende Volumina. Doch er macht auch Gefahren aus, auf die er explizit hinweist: Mit Blick auf die immer komplexer und aufwendiger werdenden regulatorischen Vorschriften fürchtet der Autor, dass der Pfandbrief seinen Refinanzierungsvorteil einbüßen könnte. Er prangert auch die harte Umsetzung in Deutschland an, die einen Wettbewerbsnachteil gegenüber Emissionen in anderen europäischen Jurisdiktionen bedeutet. Der Autor fordert daher ein Regulierungsmoratorium, währenddessen die Vorschriften überprüft, überarbeitet und wo möglich verschlankt werden. Immerhin erfüllt der Pfandbrief auch höchste Sicherheitsansprüche und gelte Investoren als Substitut zu deutschen Staatsanleihen. Red.

Es würde den Platz dieses Artikels sprengen, wollte man alle politischen oder ökonomischen, globalen oder europäischen Krisen der vergangenen 15 Jahre aufzählen, in denen der deutsche Pfandbrief seine Stabilität eindrucksvoll unter Beweis gestellt hat. Als jüngste in der langen Reihe dieser Belastungsproben wirkt die momentane Schwäche des internationalen Immobilienmarkts.

Wie erwartet meistert der Pfandbrief auch dieses Mal wieder hervorragend die Belastungen. Die Spreads fast aller Pfandbriefe sind stabil geblieben und die Nachfrage nach Pfandbriefen war und ist stark. Trotz eines schwierigen Umfelds mit rasant gestiegenen Zinsen als Folge einer zu späten geldpolitischen Wende, in der Konsequenz nachgebenden Immobilienpreisen, einer schwächeren Nachfrage nach entsprechenden Finanzierungen, geopolitischen Belastungen sowie einem schwachen wirtschaftlichen Umfeld wuchs 2023 der Pfandbriefumlauf und das Emissionsvolumen bewegte sich auf dem hohen Niveau des Jahres 2021. Der Pfandbrief wurde erneut seiner Rolle als Ankerprodukt für langfristige Liquidität gerecht.

Das Erfolgskonzept des Pfandbriefs besteht in seinen erstklassigen Produkteigenschaften, verankert in einem gesetzlichen Rahmen, der weltweit als Benchmark für vergleichbare Produkte gelten darf. Seine Stabilität, sein Refinanzierungsvorteil und seine Verfügbarkeit auch in turbulenten Zeiten sind das Ergebnis jahrzehntelanger Arbeit vieler Beteiligten an der ständigen Weiterentwicklung dieses Rahmens. Dass über ihn langfristige Refinanzierung auch in schwierigen Zeiten möglich ist, beruht auf dem Vertrauen, das Investoren dem Pfandbrief und seinen gesetzlich kodifizierten Sicherungsmechanismen schenken.

Warum schlägt sich der Pfandbrief so gut?

Ein stringenter und entlang der Interessen der Anleger permanent weiterentwickelter Rechtsrahmen liegt grundsätzlich im gemeinsamen Interesse von Emittenten, Gesetzgeber, Aufsicht und Investoren. In der langen Geschichte des Pfandbriefs hatten regelmäßige Novellen von Pfandbrief- und (früher) Hypothekendarlehenbankgesetz einschließlich der entsprechenden Verordnungen immer das Ziel, die Sicherheit des Produkts dem sich verändernden Umfeld und den sich ändernden Bedürfnissen der Investoren anzupassen.

Die lange Tradition gepaart mit diesem Willen zur Innovation hatte zur Konsequenz, dass der Pfandbrief für Investoren und Emittenten gleichermaßen attraktiv geblieben ist – für Investoren als stabiles Investment, für Emittenten als stabiles und trotz des erheblichen Regulierungsaufwands kosteneffizientes Refinanzierungsinstrument. Das ist auch der Anspruch für

die Zukunft! Das Produkt modern, sicher, zugleich aber auch betriebswirtschaftlich sinnvoll nutzbar zu halten, dafür setzen sich die Pfandbriefbanken und ihr Verband seit mehr als 70 Jahren mit großem Erfolg ein.

Guter Start ins neue Jahr

Der Erfolg des Pfandbriefs zeigte sich im durchaus als schwierig zu bezeichnenden Jahr 2023 eindrucksvoll in Zahlen. Erstmals seit 2014 stieg das Volumen ausstehender Pfandbriefe wieder auf knapp über 400 Milliarden Euro. Der Markt für Hypothekendarlehenpfandbriefe wächst wie die Zahl seiner Emittenten seit 2014 stetig.

Der Pfandbriefmarkt hat den viel zu späten Rückzug der Europäischen Zentralbank aus ihren Ankaufprogrammen erfolgreich gemeistert. Kaum normalisierten sich in der Folge die Spreads in einem völlig verzerrten Markt wieder, traten an die Stelle der EZB auch wieder Real-Money-Investoren, die Pfandbriefe und andere Covered Bonds in ihre Portfolios aufnahmen. Hinzu kam, dass durch die massiven Zinserhöhungen der EZB wieder attraktive Renditen mit Pfandbriefen zu erzielen waren.

Gut ist der Pfandbriefmarkt auch in das neue Jahr gestartet. So wurden bis Ende Mai 2024 von den vdp-Mitgliedsinstituten Pfandbriefe im Volumen von 30,1 Milliarden Euro emittiert, das ist noch einmal ein Plus von 10 Prozent gegenüber dem auch schon starken Vorjahreszeitraum. Erfreulich ist auch das steigende Interesse an der Begebung Grüner und Sozialer Pfandbriefe, mittlerweile gibt es sie von 14 Emittenten. Ihr Anteil an den großvolumigen Benchmark-Anleihen mit einem Volumen von 500 Millionen Euro und mehr liegt inzwischen bei rund 20 Prozent.

Das gute Standing des Pfandbriefs zeigt sich auch an der hohen Zahl der Kreditinstitute, die den Pfandbrief für sich als langfristiges Refinanzierungsinstrument nutzen. So verfügen momentan 84 Institute von der BaFin über die Erlaubnis zum Betreiben des Pfandbriefgeschäfts. Warum entscheiden sie sich dafür? Weil er den Funding-Mix jedes Instituts diversifiziert und auch in schwierigen Marktphasen ei-

DER AUTOR

JENS TOLCKMITT

Hauptgeschäftsführer,
Verband deutscher Pfand-
briefbanken (vdp), Berlin



fot: vdp



nen stabilen Zugang zu langfristiger Liquidität gewährleistet.

Kern der Pfandbriefsicherheit ist das Vorrecht der Pfandbriefgläubiger im Falle einer Insolvenz des emittierenden Instituts. Die Deckungsmassen und die dazugehörigen Pfandbriefe werden im Falle einer Insolvenz der Bank nicht Teil von deren Insolvenzmasse, sondern bilden jeweils für jede Pfandbriefart getrennt ein „insolvenzfreies Vermögen“ der betroffenen Pfandbriefbank. Diese Vermögen werden im Falle der Insolvenz von einem „Sachwalter“ verwaltet, der hierbei auch den Zugriff auf die Überdeckung haben würde. Nur wenn nicht die gesamte Deckungsmasse für die Bedienung der Pfandbriefe erforderlich ist, könnten Teile davon an den Insolvenzverwalter der Bank übertragen werden.

Die Funktion des von der BaFin im Falle der Insolvenz der Bank zu ernennenden und im Interesse der Pfandbriefinvestoren handelnden Sachwalters wurde schon im Hypothekbankgesetz im Jahr 2004 verankert. Zur Erfüllung seiner Aufgabe einer geordneten Bedienung der Pfandbriefgläubiger wurden ihm gesetzlich unterschiedliche Wege der Liquiditätsbeschaffung eröffnet. Dazu gehört auch die zuletzt eingeführte Möglichkeit der zeitlich begrenzten Laufzeitverlängerung von Pfandbriefen, die nur durch den Sachwalter als Ultima Ratio fallbezogen zu aktivieren ist.

Bewährtes Konzept Beleihungswertermittlung

In der aktuellen Schwächephase des Immobilienmarktes von besonderer Bedeutung ist das langfristig orientierte Konzept des Beleihungswerts als Grundlage für die Deckungsfähigkeit im Hypothekendarlehen. Mit dem Beleihungswert findet ein extrem konservatives Wertkonzept Anwendung, das in grundsätzlich allen Marktphasen stabil bleibt. Auf dem Höhepunkt des Immobilienbooms betrug der Beleihungswert teilweise gerade noch 40 Prozent des Marktwerts einer finanzierten Immobilie. Und von ihm durften nur 60 Prozent über den Pfandbrief refinanziert werden.

Der dadurch entstehende Puffereffekt ist offensichtlich. Er hilft zum einen, zyklische Spitzen im Markt abzufedern, und zum anderen verhindert er negative Übertreibungen in Marktphasen, in denen keine echten Transaktionen erfolgen. Dieses grundsätzliche Konzept eines langfristig nachhaltigen Wertansatzes ist ein adäquates Risikosteuerungsinstrument, um Marktschwankungen beherrschbar zu machen.

Darüber hinaus halten die Pfandbriefbanken hohe Überdeckungen in ihren Deckungsmassen vor. Ende März dieses Jahres standen bei unseren vdp-Mitgliedsinstituten nominal 264 Milliarden Euro an ausstehenden Hypothekendarlehen fast 361 Milliarden Euro an Deckungsmassen gegenüber. Die Überdeckungsquote belief sich zum Stichtag auf 36,7 Prozent. Die hohe Überdeckung ist auch für die Beurteilung der Ratingagenturen von großer Bedeutung. Sie verlangen zur Vergabe von Top-Bonitätsnoten grundsätzlich deutlich mehr als die Vorhaltung der gesetzlichen nennwertigen und barwertigen Überdeckung in Höhe von jeweils 2 Prozent für Hypothekendarlehen und öffentliche Pfandbriefe.

Höchste Sicherheitsansprüche erfüllt

Mit den vorgenannten etablierten und bewährten Eckpfeilern erfüllt der Pfandbrief auch höchste Sicherheitsansprüche. Nicht umsonst gilt er Investoren als Substitut zu deutschen Staatsanleihen. Auch nach der Umsetzung der EU-Covered-Bond-Richtlinie verfügt der Pfandbrief an vielen Stellen über detailliertere und klarere Mechanismen als Covered-Bond-Konzepte in anderen Jurisdiktionen. Innerhalb der Familie der Covered Bonds hat der deutsche Pfandbrief damit die Qualitätsführerschaft inne und stellt unverändert die Benchmark innerhalb dieser Assetklasse dar.

Zur Wahrheit gehört allerdings auch: Die erreichte Qualitätsführerschaft hat einen nicht zu unterschätzenden Preis: Auf Seiten der Kreditinstitute ist die Emission von Pfandbriefen mittlerweile mit einem sehr hohen regulatorischen Aufwand und entsprechenden Kosten verbunden. Seit Jahren ist zu beobachten, dass Regulierung und Aufsicht ganz allgemein immer aufwendiger und komplexer, inhaltlich dabei aber nicht notwendigerweise besser werden. Die Sinnhaftigkeit immer weiterer Regulierungsschritte erschließt sich heute nicht mehr unmittelbar. Und die Frage, ob es vielleicht minimalinvasivere Wege zum angestrebten aufsichtlichen Ziel gibt, bleibt allzu häufig unterbelichtet. Das gilt leider zunehmend auch für den Pfandbrief: Wir nähern uns angesichts des erreichten Regulierungsniveaus einem Zustand, bei dem die betriebswirtschaftliche Sinnhaftigkeit und Tragfähigkeit des Produkts in Frage steht und seine relative Attraktivität im Vergleich zu anderen Kapitalmarktprodukten leidet.

Am Ende muss sich der regulatorische und administrative Aufwand für den Pfandbrief

durch seinen Refinanzierungsvorteil wirtschaftlich rechnen. Dieser Vorteil droht jedoch zu schwinden. Je strikter, aufwendiger und komplexer Regulierung wird, ohne den Betroffenen – Pfandbriefemittenten ebenso wie Investoren – einen erkennbaren Mehrwert zu bieten, umso größer der Anreiz, andere Produkte wie zum Beispiel Covered Bonds jenseits des Gold-Standards, den der Pfandbrief verkörpert, zu nutzen.

So wichtig solche ergänzenden Refinanzierungsprodukte sind, es wäre ein Irrweg, den Pfandbrief regulatorisch zu überfrachten, denn er stellt in seiner heutigen, allseits als hochgradig sicher wahrgenommenen Gestalt nicht einfach nur ein effizientes Refinanzierungsinstrument für die Pfandbriefbanken dar. Er stabilisiert darüber hinaus als Liquiditätsanker für Kreditinstitute und stabiles Investment für sicherheitsorientierte Investoren das Finanzsystem insgesamt. Dies hat er in den zahlreichen Krisen der vergangenen Jahre konsequent unter Beweis gestellt. Und es war die Grundlage des weltweiten Erfolgs des ihm zugrunde liegenden Konzepts spätestens nach der Finanzkrise des Jahres 2008.

Nicht zuletzt stellt der Pfandbrief auch die Basis für die so erfolgreiche deutsche Langfrist- und Festzinskultur für die Finanzierung des deutschen Immobilienmarktes dar. Vereinfacht ausgedrückt: Ohne langfristige Refinanzierung durch den Pfandbrief keine langfristigen Zinsfestschreibungen bei gleichzeitiger hoher Fristenkongruenz im Bankensystem.

Nutzung muss sich rechnen

Der Pfandbrief muss in der Lage sein, sich kontinuierlich und erfolgreich im Wettbewerb mit Covered Bonds aus anderen Jurisdiktionen und auch mit anderen Refinanzierungsinstrumenten behaupten zu können. Er muss sich auch im Funding-Mix von Kreditinstituten als bevorzugtes und günstigstes Mittel für die Generierung langfristiger Refinanzierungsmittel behaupten können. Es hilft nichts, wenn Deutschland über die besten und sichersten gedeckten Schuldverschreibungen verfügt, sich deren Nutzung aber dank immer komplexer werdendem Regulierungsrahmen nicht mehr rechnet.

Überbordende Belastungen – und daraus resultierend mögliche Entlastungen – für den Pfandbrief gibt es heute bereits zahlreich. Und es drohen mehr zu werden. Es ist unverständlich, dass sachgerechte Erleichterungen, die anderen europäischen Emittenten durch ihre Aufsicht zugestan-



den werden, deutschen Instituten nicht ermöglicht werden. Ein Beispiel: die Nichtberücksichtigung der möglichen Laufzeitverlängerungsoption von Pfandbriefen durch den Sachwalter bei den Anforderungen an die Liquiditätsvorhaltung an die Deckungsmasse. Anders als in einer Vielzahl anderer EU-Staaten üblich und durch die Covered-Bond-Richtlinie erlaubt, wurde in Deutschland die vorgesehene Variante, bei einer möglichen Fälligkeitsverschiebung den Kapitalbetrag auf Grundlage des letzten Fälligkeitsstermins zu berechnen, nicht umgesetzt.

Dadurch entstehen den deutschen Pfandbriefbanken hohe Belastungen, da die nötigen liquiden Aktiva an anderer Stelle nicht mehr zur Verfügung stehen. In anderen EU-Ländern sind bei der Berechnung des Liquiditätspuffers der nächsten 180 Tage nur die Zinsen und eventuell Verbindlichkeiten aus Derivaten zu berücksichtigen, sodass die Liquiditätshaltkosten sehr viel niedriger ausfallen. Hinzu kommen Anforderungen an die Höhe des Liquiditätspuffers, die in der täglichen Praxis der deutschen Aufsicht weit über das von EU-Richtlinie und deutschem Pfandbriefgesetz vorgesehene Maß von 180 Tagen hinausgehen.

Des Weiteren sind bei den Transparenzanforderungen teilweise die Reportingver-

pflchtigungen gegenüber der BaFin zu umfangreich, zu detailliert und zu komplex ausgefallen. So stellen die nach §27a PfandBG zu erstellenden vierteljährlichen Meldungen einen hohen bürokratischen Aufwand dar, den es in keinem anderen Covered-Bond-Gesetz in Europa gibt – und dessen Nutzen im Unklaren bleibt.

Auch die durch die Erweiterung der Transparenzpflichten gemäß §28 PfandBG entstandenen zusätzlichen Veröffentlichungspflichten sind komplex und nicht leicht verständlich formuliert. Erschwerend kommt noch hinzu, dass sich durch fehlende Rechts- beziehungsweise Auslegungssicherheit beim Reporting der Aufwand und der Abstimmungsbedarf in vermeidbarem Ressourcenaufwand bei den Pfandbriefbanken niederschlagen.

Es darf und kann nicht sein, dass die Regulierung beim Pfandbrief immer weiter verschärft wird, während zeitgleich darüber nachgedacht wird, den europäischen Markt für Verbriefungen durch Deregulierung wieder zum Leben zu erwecken. Die Wiederbelebung des europäischen Verbriefungsmarkts ist aus Sicht des vdp zwar durchaus überfällig, da Verbriefungen komplementär zum Pfandbrief eingesetzt werden können und Möglichkeiten des Risikotransfers und damit von Eigenkapitalentlastungen in Zeiten von Basel III bieten.

Der Verbriefungsmarkt ist aber auch ein eklatantes Beispiel dafür, wie ein Marktsegment durch sinnlose Überregulierung im Gefolge der Finanzkrise praktisch zum Erliegen gebracht wurde.

Und schließlich auch nicht von der Hand zu weisen: Vor dem Hintergrund politisch formulierter Visionen, wie der Finanzierung bezahlbaren Wohnraums und der nachhaltigen Transformation des Immobilienmarkts, wäre es fatal, weiter an einer Regulierung zu schrauben, die der Erreichung dieser Ziele bereits heute diametral entgegensteht. Das gilt für die allgemeine Bankenregulierung, aber eben auch für das Produkt Pfandbrief.

Ein Regulierungsmoratorium tut not, bestehende Regeln gehören auf den Wirkungsprüfstand, und was keinen Sinn (mehr) ergibt, gehört ebenso abgeschafft wie Doppelungen oder Inkonsistenzen. Bisher fehlt es in der Politik offensichtlich das Verständnis, dass ihre eigene Regulierung ihre selbst formulierten politischen Ziele konterkariert. Banken sind heute, anders als 2008, stabil und resilient, komfortabel mit Kapital und Liquidität ausgestattet. Das sagen auch die Regulierer selbst. Für den Pfandbrief galt das auch vor 2008 bereits, sonst hätte er nach der Finanzkrise nicht diesen internationalen Siegeszug angetreten. 