



Standpunkt

September 2011

Verbriefte Sicherheit
– Pfandbriefe für die Welt

Verbriefte Sicherheit – Pfandbriefe für die Welt

- ◆ Die Finanzmarktkrise 2007-2009 hat die Nachfrage nach sicheren Assets gesteigert. Gleichzeitig hat die Krise gezeigt, dass die Staatsanleihen vieler Länder nicht mehr sicher sind. Das Ungleichgewicht am Markt für sichere Assets ist deshalb nach der Finanzmarktkrise größer geworden.
- ◆ Dies weckt Aufmerksamkeit für Assetklassen, denen man eine gewisse logische Sicherheit zuordnen kann. Dazu gehören Pfandbriefe bzw. Covered Bonds. Deren Kernqualität ist die doppelte Besicherung durch die emittierende Pfandbriefbank als Schuldner des Pfandbriefs einerseits und im Falle einer Insolvenz der Bank durch den Deckungsstock andererseits.
- ◆ Die große Leistung des deutschen Pfandbriefs ist, dass er mit der Symbolik der „verbrieften Sicherheit“ auf andere Länder der Welt ausgestrahlt hat. Mittlerweile gibt es fast in allen europäischen Ländern der Grundkonzeption des deutschen Pfandbriefs nachempfundene Covered Bond-Märkte. Die Covered Bond-Märkte Frankreichs und Spaniens sind mittlerweile in den Rentenindizes und Benchmarks für Pfandbriefinvestments höher gewichtet als der deutsche Pfandbrief. Das Gesamtvolumen an Covered Bonds belief sich global Ende 2009 auf 2390 Mrd. Euro.
- ◆ Covered Bonds erweisen sich in einer historischen Risiko-Ertrags-Analyse als Wertpapiere, die bei einem im Durchschnitt höheren Rating und einer niedrigeren Duration bzw. Volatilität eine höhere Rendite und damit eine höhere Sharpe Ratio bieten als die Papiere in den Staatsanleihenbenchmarks. Faktoren, welche die Entscheidung für Covered Bonds aber erschweren, sind die größere Komplexität und Intransparenz der Märkte in Europa, die Vielfalt der Rechtsrahmen und die geringere Liquidität der Covered Bonds.
- ◆ Der neu entstandene Markt für europäische Covered Bonds empfiehlt sich wegen seiner Komplexität und Vielfalt für aktives Portfoliomanagement, das die Tücken eines uneinheitlichen und fragmentierten Hypothekenbankenwesens in Europa berücksichtigt.
- ◆ Lazard Asset Management managed seit 1999 eine Vielzahl von Covered Bonds-Portfolios, sowohl in reinen Covered Bond-Mandaten als auch in Multi-Sektor-Strategien. Covered Bonds konnten in dieser Zeit während aller Marktphasen einen signifikanten, stabilen Performancebeitrag liefern. Eine hohe Liquidität und attraktive Risiko-Ertragsprofile machen Covered Bonds zu einem elementaren Bestandteil diversifizierter Euro High Quality-Portfolios.

Verbriefte Sicherheit – Pfandbriefe für die Welt

Die Kapitalmärkte sind seit vielen Jahren durch ein Ungleichgewicht am Markt für sichere Kapitalanlagen gekennzeichnet. Während im Zuge der Globalisierung die Nachfrage nach Vermögensbeständen, die sicher angelegt werden sollen, weltweit stark gewachsen ist, ist das Angebot an sicheren Assets eng begrenzt, denn Sicherheit ist im Gegensatz zum Vermögen nicht beliebig vermehrbar. Dies führt zu einer permanenten Überschussnachfrage nach sicheren Kapitalanlagen („Anlagenotstand“), was in den letzten beiden Jahrzehnten eine nahezu systemische Überbewertung sicherer Assets ausgelöst hat.¹

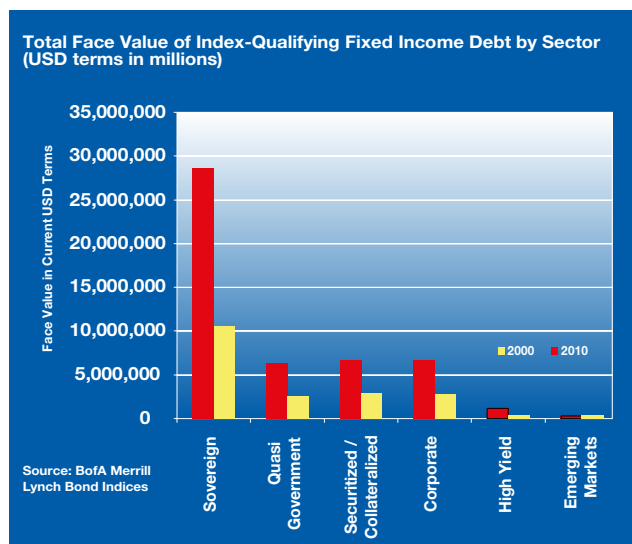
Diese Überbewertung äußerte sich im niedrigen Zinsniveau von Staatsanleihen, viel zu niedrigen Spreads vieler Credits und der künstlichen Generierung vermeintlich sicherer Assets durch die Banken unter Einsatz von Leverage und Derivativen (ABS/MBS). Makroökonomisch führte das permanente Niedrigzinsniveau zu Überkonsum, Überinvestitionen, Überschuldung und übersteigertem Leverage und wurde letztlich zum Auslöser der Finanzmarktkrise.

Vieles deutet gegenwärtig darauf hin, dass das Umfeld für die Weltwirtschaft bzw. die Kapitalmärkte noch einige Zeit turbulent und die Risikoaversion der Anleger als Folge der seit vier Jahren anhaltenden Finanzmarktkrise und der immer strenger werdenden Anlagevorschriften hoch bleiben dürften. Angesichts steigender Vermögensbestände weltweit und speziell in den Emerging Markets dürfte die Nachfrage nach sicheren Anlagen weiter steigen. Auf der anderen Seite geht das Angebot an sicheren Anlagen zurück, weil kaum noch irgendetwas als sicher erscheint.

Die Staatsschuldenkrise in Europa und die Ratingherabstufung der Staatsanleihen der USA durch S&P haben deutlich gemacht, dass einige noch vor wenigen Jahren für die Ewigkeit gedachte Glaubenssätze wie die Unantastbarkeit der Kreditqualität der großen OECD-Länder mittlerweile nicht mehr gelten. Für die ultimativen verbleibenden „Safe Haven“ wie die Staatsanleihen einiger Kernländer der Welt (Kanada, Norwegen, Deutschland, Schweiz, Finnland), Gold und eine begrenzte Zahl von Core-Immobilien an wenigen Orten der Welt mag dies heute noch eine gute Botschaft sein.

Die Masse der Kapitalanlagen aber muss sich angesichts der Volumenbegrenztheit der Safe Havens allmählich an anderen Vermögensklassen ausrichten, denen man trotz gewisser Einschränkungen eine solide Grundsicherheit zuspricht. Pfandbriefe (bzw. im internationalen Kontext Covered Bonds) gehören hierbei aus unserer Sicht zu den am stärksten zu präferierenden Assetklassen, zumal das Volumen der Verbriefungsmärkte weltweit im letzten Jahrzehnt deutlich gewachsen ist (vgl. Abbildung 1).²

Abbildung 1: Volumen der globalen Rentenmärkte

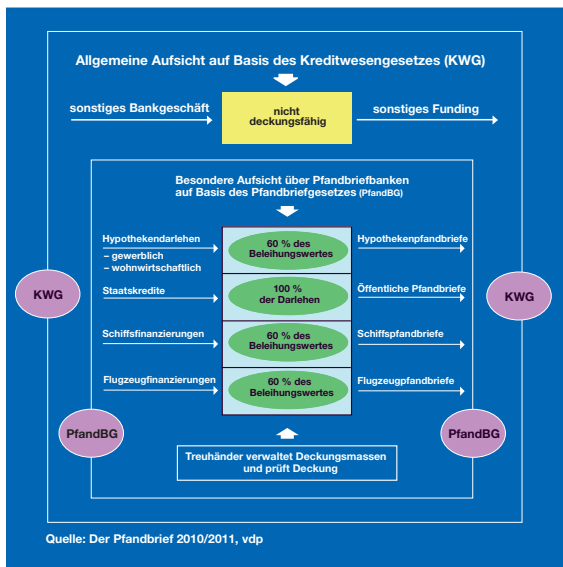


Der Charme der doppelten Besicherung

Pfandbriefe (bzw. Covered Bonds) sind gedeckte, verzinsliche Schuldverschreibungen, die von Kreditinstituten, die eine Erlaubnis zur Ausübung des Pfandbriefgeschäfts haben (Pfandbriefbanken), auf Basis des Pfandbriefgesetzes (aktuell in Deutschland Novelle 2010 des Pfandbriefgesetzes) emittiert und am Kapitalmarkt platziert werden. Sie dienen zur Refinanzierung von Forderungen gegen staatliche Stellen (Öffentliche Pfandbriefe) oder bestimmter, durch Grundpfandrechte (Hypothekendarlehen), Schiffshypotheken (Schiffspfandbriefe) und Flugzeughypotheken (Flugzeugpfandbriefe) besicherter Kredite.³

Zur Beurteilung der Qualität und Sicherheit der Pfandbriefe ist ein Blick auf die Struktur und Funktionalität der Pfandbriefbanken von Bedeutung. Die Pfandbriefbank vergibt Immobilien-, Schiffs-, Flugzeug- und Staatskredite und nimmt diese auf die Bilanz. Die nach dem Pfandbriefgesetz deckungsfähigen Kredite (inkl. Sicherheiten) werden in ein nach der jeweiligen Pfandbriefgattung gesondertes Deckungsregister eingetragen und von einem – in Deutschland von der BaFin bestellten, aber nicht nach § 7 Abs. 4 Satz 2 PfandBG an deren Weisungen gebundenen – Treuhänder überwacht, dem damit die Rolle eines unabhängigen Kontrollorgans zukommt.⁴ Die Gesamtheit der Deckungswerte wird Deckungsmasse genannt, auf deren Basis die Pfandbriefe emittiert werden. (vgl. Abbildung 2).⁵

Abbildung 2: Struktur einer Pfandbriefbank

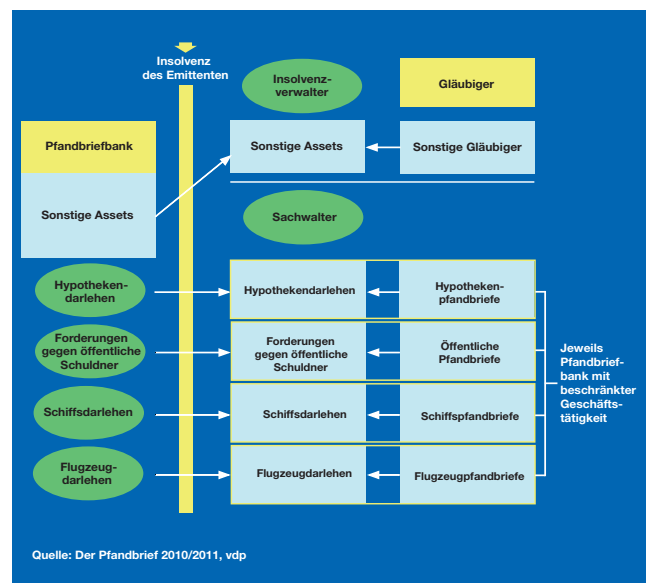


Dabei sind die Deckungsmassen der Pfandbriefe dynamisch gestaltet in dem Sinne, dass ihre Zusammensetzung sich im Zeitablauf entsprechend der Fälligkeiten und neu hereingenommener Deckungswerte der Pfandbriefbank verändert. Die Deckungsmassen werden zur jederzeitigen Einhaltung der Deckungskongruenz aktiv verwaltet, wenn Kredite getilgt, durch neue ersetzt oder neues Geschäft hereingenommen wird, um die Emission neuer Pfandbriefe zu ermöglichen. Die Risiken im Pfandbriefpool müssen gemäß Pfandbriefgesetz identifiziert, gesteuert und überwacht werden. Die Pfandbriefbanken müssen bestimmte Angaben über die Deckungswerte im Pool regelmäßig (meist quartalsmäßig) veröffentlichen und transparent machen (§ 28 PfandBG).

Ergänzend zu den rein gesetzlichen Vorschriften haben die deutschen Pfandbriefemittenten im Jahr 2009 über ihren Verband vdp eine permanente Transparenzinitiative gestartet, um den Investoren durch die Entwicklung eines einheitlichen Verständnisses über die Interpretation von § 28 PfandBG einen normierten und vereinfachten Zugang zu den gewünschten Informationen zu den Deckungsstöcken zu ermöglichen.⁶

Die eigentliche Kernqualität der Pfandbriefe und ihr Unterscheidungsmerkmal zu anderen Assetklassen ist die doppelte Besicherung eines Pfandbriefes durch die emittierende Pfandbriefbank als Schuldner des Pfandbriefes einerseits und im Falle einer Insolvenz der Bank durch den Deckungsstock andererseits (vgl. Abbildung 3).⁷

Abbildung 3: Insolvenzvorrecht der Pfandbriefgläubiger



Im Falle einer Insolvenz der Emissionsbank gilt gemäß Pfandbriefgesetz ein fester Notfallplan.⁸ Die Pfandbriefe und Deckungsmassen werden nicht Teil der Insolvenzmasse, sondern gesondert verwaltet, so dass der Insolvenzverwalter auf sie keinen Zugriff hat. Die Pfandbriefe werden nicht vorzeitig fällig und die Deckungsstöcke, die im Insolvenzfall rechtlich zu „einem besonderen Teil der Pfandbriefbank“, zur „Pfandbriefbank mit beschränkter Geschäftstätigkeit“ werden, stehen vorrangig den Pfandbriefgläubigern zur Befriedigung ihrer Forderungen zur Verfügung. Sie sind von der Insolvenz der Pfandbriefbank nicht betroffen.

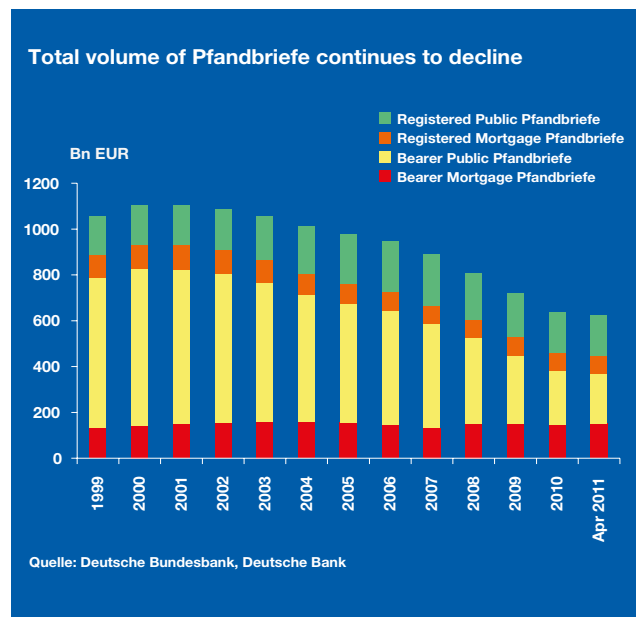
Eigenheiten des deutschen Pfandbriefmarktes

Für den deutschen Markt von besonderer Bedeutung ist die Unterscheidung zwischen Öffentlichen Pfandbriefen („Public Pfandbriefe“) und Hypothekendarlehen („Mortgage Pfandbriefe“), da diese beiden Pfandbrieftypen seit Jahrzehnten den Löwenanteil deutscher Pfandbriefe ausmachen. Historisch bildete der Kredit an die Öffentliche Hand den Schwerpunkt der Pfandbriefverbriefungen und war in starkem Maße ein Geschäftsfeld der deutschen Landesbanken.

Im letzten Jahrzehnt sind das Volumen des Staatsfinanzierungsgeschäfts und damit auch die Emissionsvolumina von Öffentlichen Pfandbriefen stark zurückgegangen. Das liegt zum einen an den geringen Margen des Geschäfts mit der Öffentlichen Hand, was in Zeiten detaillierterer Risikobetrachtung und eines wachsenden Drucks der Bankengesetzgebung die Vergabe von Staatskrediten durch Banken unattraktiv gemacht hat. Dieser allmähliche Erosionsprozess der Öffentlichen Pfandbriefe hat sich zum anderen nach dem Wegfall der Gewährträgerhaftung und Anstaltslast für die Sparkassen und Landesbanken zum Juli 2005 stärker beschleunigt, denn durch den Wegfall der staatlichen Garantiemechanismen für Landesbanken sind deren Papiere nicht mehr deckungsfähig für den Öffentlichen Pfandbrief. Landesbanken-Schuldscheine waren aber historisch ein nennenswerter Bestandteil in den Deckungsmassen Öffentlicher Pfandbriefe.⁹

Der Rückgang der Neuemissionen Öffentlicher Pfandbriefe und relativ starke Tilgungen auslaufender Emissionen sind im Wesentlichen dafür verantwortlich, dass der deutsche Pfandbriefmarkt im letzten Jahrzehnt stark geschrumpft ist. Noch zur Jahrtausendwende lag das Marktvolumen der deutschen Pfandbriefe weit über 1000 Mrd. Euro und ist bis zum Frühjahr 2011 auf rund 600 Mrd. Euro geschrumpft, obwohl das Volumen der Hypothekendarlehen seit vielen Jahren in etwa unverändert blieb (vgl. Abbildung 4).¹⁰

Abbildung 4:



Hervorzuheben ist im deutschen Markt die Unterscheidung zwischen Inhaberpapieren („Bearer Pfandbriefe“) und Namenspapieren („Registered Pfandbriefe“). Fungible Anleihen sind lediglich die Inhaberpfandbriefe. Namenspapiere sind hingegen (oft kleinvolumige) Wertpapiere, auf denen der Name des Rechtsinhabers notiert ist und bei denen lediglich diese Person die Berechtigungen des Papiers wahrnehmen kann. Dies macht Handel und Settlement der Namenspapiere aufwändiger.

Die Namenspapiere stellen für manche inländische Investorengruppen (wie z.B. Versicherungen) eine besonders attraktive Anlageklasse für „Buy and Hold“ Investments dar, weil sie oft sehr gezielt auf die Bedürfnisse des Gläubigers strukturiert werden. Nach deutschen Bilanzierungsvorschriften werden Namensschuldverschreibungen bei sinkenden Wertpapierkursen zudem stets zum Anschaffungspreis – und nicht wie andere Wertpapiere nach dem Niederstwertprinzip – bilanziert (weil unterstellt wird, dass sie bis zum Verfall gehalten werden), was ihren Kauf im Niedrigzinsumfeld besonders attraktiv macht. Die internationalen Investoren konzentrieren sich aber im Wesentlichen auf die großen, liquiden Inhaberpapiere.

Ein sich abzeichnender paneuropäischer Covered Bond-Markt

Vor dem Hintergrund der doppelten Besicherung ist es nicht völlig überraschend, dass Deutschland trotz einer mehr als 100jährigen Tradition von Pfandbriefen

seit Inkrafttreten des Hypothekenbankgesetzes, dem Vorläufer des Pfandbriefgesetzes, von sich sagen kann, dass noch nie ein Pfandbrief ausgefallen ist (historisch betrachtet wurde der Pfandbrief vor mehr als 200 Jahren im damals preußischen Schlesien entwickelt).

Die große Leistung des gegenwärtig stagnierenden deutschen Pfandbriefmarkts ist daher, dass er mit seiner beeindruckenden Kredithistorie und mit der Symbolik der „verbrieften Sicherheit“ in den letzten Jahren auf andere Länder der Welt ausgestrahlt hat.¹¹ Die große Nachfrage der Anleger nach „Safe Assets“ hat die europäischen Rentenmärkte verändert und eine Internationalisierung des Pfandbriefes ausgelöst. Mittlerweile gibt es fast in allen europäischen Ländern der Grundkonzeption des deutschen Pfandbriefs nachempfundene Covered Bond-Märkte. Selbst Emittenten aus USA, Australien oder Neuseeland haben neuerdings gedeckte Papiere in der Pfandbrieftradition angeboten (globales Volumen Ende 2009 2390 Mrd. Euro) (vgl. Abbildung 5).¹²

Abbildung 5:

Pfandbriefe und pfandbriefähnliche gedeckte Bankschuldverschreibungen in Europa – Begriffsübersicht –

DÄNEMARK	Realkreditobligation
DEUTSCHLAND	Pfandbrief
FINNLAND	Kiinteistövakuudellinen/Julkisyhteisövakuudellinen joukkovelkakirjalaina
FRANKREICH	Obligations foncières
GRIECHENLAND	Ktēmatekē omōlgies
IRLAND	Covered bonds
ITALIEN	Obbligazione fondiaria
LUXEMBURG	Lettres de gage
NIEDERLANDE	Pandbrief
NORWEGEN	Panteobligasjon
ÖSTERREICH	Pfandbrief
SCHWEDEN	Hypoteksobligation
SCHWEIZ	Pfandbrief
SPANIEN	Bonos hipotecarios, Cédulas hipotecarias

Quelle: Der Pfandbrief, VDH, Verband Deutscher Hypothekenbanken

Dabei konzentriert sich das Interesse der internationalen Investoren natürlich auf großvolumige, Plain Vanilla-Inhaberpapiere. In Deutschland hat man dafür ein spezielles Marktsegment, den Jumbo-Pfandbrief für Inhaberpapiere mit einem Volumen von mindestens 1 Mrd. Euro und weiteren Mindeststandards aus der Taufe gehoben, um eine besonders liquide Assetklasse verfügbar zu machen. Dieser Jumbo-Markt hat in Deutschland zuletzt allerdings zugunsten von kleinvolumigeren Emissionen wegen deren besserer Platzierbarkeit etwas an Boden verloren.¹³

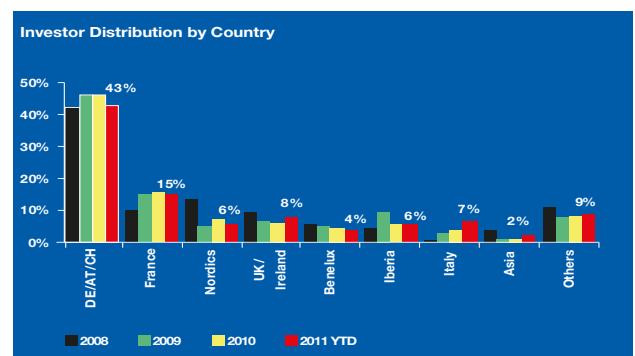
In anderen Ländern sind die liquiden Pfandbriefmarktsegmente und Jumbopfandbriefe daher stärker gewachsen. Frankreich und Spanien sind nach der Expansion ihrer Pfandbriefmärkte der letzten Jahre in den diversen Rentenindizes und Benchmarks für Pfandbriefinvestments mittlerweile sogar höher gewichtet als der deutsche Pfandbrief (vgl. Abbildung 6).¹⁴

Abbildung 6:



Die Investoren im europäischen Pfandbriefmarkt sind in den letzten Jahren merklich internationaler geworden, aber aufgrund der langen Historie an Erfahrung mit Pfandbriefinvestments sind Anleger in Deutschland, Österreich und der Schweiz noch immer mit Abstand die wichtigsten Akteure im Covered Bond-Markt (auch anderer Länder). Französische Investoren haben an Bedeutung gewonnen. Die europäischen Pfandbriefemittenten haben aber noch viel Überzeugungsarbeit zu leisten, wenn sie den Pfandbrief gegenüber amerikanischen, asiatischen oder arabischen Investoren als glaubwürdige (und liquide) Alternative zu Staatsanleihen präsentieren wollen (vgl. Abbildung 7).

Abbildung 7: Investoren in Covered Bonds



Wie unterscheiden sich Pfandbriefe von MBS?

Es gibt eine ganze Reihe von Unterscheidungsmerkmalen, welche die beiden Verbriefungsinstrumente Pfandbrief/Covered Bond und die im internationalen Kontext bekannteren (R)MBS trotz Gemeinsamkeiten zu völlig unterschiedlichen Anlagekategorien machen, insbesondere was die Einordnung als sichere Assetklasse angeht. Diese Unterschiede erwiesen sich gerade in der Finanzmarktkrise der letzten vier Jahre als grundlegend (vgl. Abbildung 8).¹⁵

Abbildung 8: Pfandbrief vs. Mortgage Backed Securities

MBS unterscheiden sich in vielen Aspekten vom deutschen Pfandbrief, z. B.:

- Kein Gesetz sondern individuelle vertragliche Ausgestaltung als Grundlage
- Vergleichbarkeit von MBS-Transaktionen erschwert - kein Standard
- Beleihungsgrenze (Loan-to-Value) > 60% möglich
- Begutachtung der Deckungswerte durch Rating Agenturen
- Keine Aufsicht durch BaFin
- Deckungswerte verbleiben bei True-Sale Transaktionen nicht in der Bilanz des Emittenten
- Bei synthetischen Transaktionen (vorherrschend in Deutschland) Übertragung des Kreditrisikos mittels Kreditderivat
- Rückgriff auf den Darlehensgeber für den Gläubiger nicht möglich (s. SPV)
- Tranchierung des Wertpapiers mit Wasserfallstruktur in der Tilgungs- und Verlustallokation, um Tranchen verschiedener Ratingstufen zu generieren

Quelle: © BearingPoint GmbH Financial Services

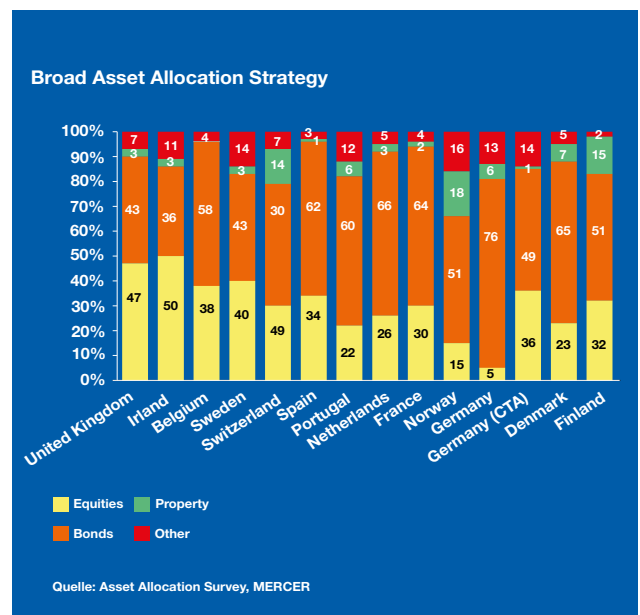
Der Pfandbrief ist dadurch gekennzeichnet, dass es durch das Pfandbriefgesetz (und ähnlich in den Covered Bond-Gesetzen anderer Länder) sehr enge gesetzliche Grundlagen gibt, die mit einer starken Überwachung durch die BaFin und externe, unabhängige Treuhänder verbunden sind. Die regulatorische Ausrichtung an dem Ziel der Sicherheit zeigen die engen Beleihungsgrenzen, die Forderung nach nominaler und barwertiger Überdeckung in der Deckungsmasse, die starke Bedeutung des aktiven Managements des Pools inkl. Risikomanagement und dem Einsatz von Stress-tests, die Veröffentlichungspflichten und insbesondere der insolvenzfeste Zugriff auf die Deckungsmasse unter Einschaltung eines Sachverwalters. Hierfür ist es natürlich entscheidend, dass die Deckungswerte bei Pfandbriefen in der Bilanz des Emittenten verbleiben. Pfandbriefe sind meist „Straight Bonds“ mit fester Laufzeit und Kupons.

Der MBS-Markt hat hingegen eine etwas andere Ausrichtung.¹⁶ Er bietet mehr Freiheiten und ist weniger klar gesetzlich reguliert und überwacht. MBS-Produkte finden letztlich im Rahmen individueller vertraglicher Ausgestaltung statt. Die Emissionen sind daher weniger standardisiert als (Jumbo)Pfandbriefe. Dazu gehört auch ein anderer Umgang mit den Beleihungsgrenzen. Die Deckungswerte eines MBS verbleiben entweder bei True Sale-Transaktionen nicht in der Bilanz des Emittenten, oder das Kreditrisiko wird über synthetische Transaktionen mittels Kreditderivaten übertragen. Bei MBS ist kein Rückgriff des Gläubigers auf den Darlehensnehmer (z.B. Single Purpose Vehicle, SPV) möglich. Damit dient eine MBS-Verbriefung im Gegensatz zum Pfandbrief nicht nur als Refinanzierungsinstrument, sondern auch als Werkzeug für die Risikoausplatzierung. Ganz maßgeblich für ABS ist auch die Tranchierung des Darlehensportfolios mit Wasserfallstruktur in der Tilgungs- und Verlustallokation, um Wertpapiertranchen verschiedener Kreditqualitäten zu erzeugen. ABS sind mehrheitlich variabel verzinsliche Papiere mit impliziten Optionsstrukturen.

Pfandbriefe und Covered Bonds als Anlageklasse

In den allermeisten europäischen Ländern, aber auch in Japan, weiten Teilen Asiens und Südamerikas spielen Renten bei den Kapitalanlagen institutioneller Investoren eine dominierende Rolle. Am größten aber ist die Dominanz von Fixed Income in Kerneuropa (vgl. Abbildung 9).¹⁷

Abbildung 9:



Außer im Sonderfall Deutschland spielt beim Management der Fixed Income Investments in allen Ländern der Kauf von Staatsanleihen unter der Maßgabe der Sicherheit die überragende Rolle. Angesichts der gegenwärtigen Staatsschuldenkrise und im Lichte des historisch einmaligen weltweiten Niedrigzinsumfeldes müssen sich die Investoren aber fragen, ob Investments in Staatsanleihen die langfristigen Risiken dieser Anlageklasse noch adäquat einpreisen. Die Anleger müssen daher über Alternativen oder zumindest Ergänzungen zu Staatsanleihenportfolios nachdenken.

In Regionen, die entweder emotional oder wegen der gegebenen Regularien stark rentenorientiert denken, kommen neben Unternehmensanleihen unter Risikogesichtspunkten vor allem Covered Bonds als auszubauende Anlageklasse in Frage. Dabei ist aber zu berücksichtigen, dass der Markt für europäische Covered Bonds Charakteristika aufweist, die ihn von Investments in Staatsanleihen unterscheiden.

Unterschiede deutlich macht ein Blick auf die gängigen kapitalisierungsgewichteten Indizes, die als Benchmarks im Portfoliomanagement Verwendung finden, wie den Markt iBoxx € Covered Index für Covered Bonds und den Markt iBoxx € Eurozone Sovereign Index für Staatsanleihen (vgl. Abbildung 10).

Abbildung 10:

Vergleich von Covered Bond- und Staatsanleihenindizes		
Benchmark	iBoxx € Covered	iBoxx € Eurozone Sovereign
Rendite	3,88	3,41
Modified Duration	4,15	6,23
durchschnittliche Laufzeit	5,05	8,42
Durchschnitts-Rating	AAA/Aaa	AA+/Aa1
Anlageuniversum	weltweit; Schwerpunkt Europa (98%)	Euroland

Quelle: Lazard Asset Management, eigene Berechnungen

Covered Bonds erweisen sich als Wertpapiere, die bei einem im Durchschnitt höheren Rating und einer niedrigeren Duration bzw. Volatilität eine höhere Rendite und damit eine höhere Sharpe Ratio bieten als die Papiere in den Staatsanleihenbenchmarks. Mit anderen Worten sind Pfandbriefe als Assetklasse im Risiko-Ertrags-Diagramm eine dominante Assetklasse im Vergleich zu Staatsanleihen.

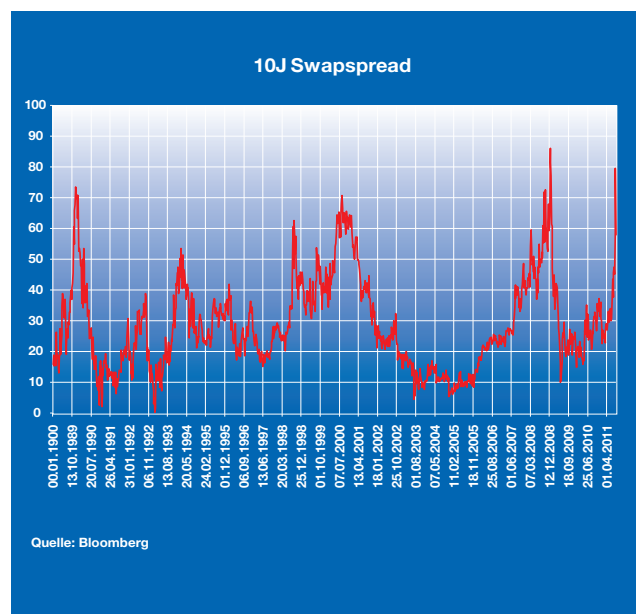
Die Einschränkung dieser simplen Argumentation ist die, dass es diese positiven Eigenschaften nicht umsonst gibt. Faktoren, welche die Entscheidung für Covered Bonds erschweren, sind die größere Komplexität und Intransparenz der Märkte in Europa, der

sich daraus ergebende größere Researchaufwand bei der Titelauswahl im Portfoliomanagement, die Vielfalt der Rechtsrahmen und die geringere Liquidität der Covered Bonds, weil die Märkte sehr stark fragmentiert sind.

Im Gegensatz zu den ABS/MBS sind Pfandbriefe gut durch die Finanzmarktkrise gekommen. Zwar haben sich die Geld-Brief-Spannen und die Renditeaufschläge zu Staatsanleihen in der Krise geweitet, aber es gab weder Zahlungsausfälle, noch musste der Markt ausgesetzt werden wie in anderen Assetklassen. Allerdings erwies sich die Regelung für die Preisstellung der Jumbo-Anleihen, dass es mindestens fünf Market-Maker gibt, die zu den üblichen Handelszeiten simultan Geld- und Briefkurse für Abschlüsse bis zu 15 Millionen Euro stellen und verpflichtet sind, bei der Quotierung von Geld- und Briefkursen bestimmte Spannen nicht zu überschreiten, angesichts der Bankenkrise nicht als tragbar, so dass sie auch heute noch nicht wieder in Kraft ist.

Daher muss man festhalten, dass Jumbo-Pfandbriefe und Covered Bonds in der Krise zwar eine höhere Liquidität nachgewiesen haben als viele andere Anlageformen, dass sich die Liquidität aber nicht mit den Staatsanleihen der Kernländer Europas, Japans oder den USA vergleichen lässt. Dies hat ebenso wie die Weitung der Asset Swap Spreads in der Bankenkrise (vgl. Abbildung 11) dazu beitragen, dass die Spreads der Covered Bonds zu Staatsanleihen in den letzten Monaten sehr attraktive Niveaus erreicht haben.

Abbildung 11:



Covered Bonds im Zeitalter der Re-Regulierung

Als Reaktion auf die Finanzmarktkrise hat der Gesetzgeber weltweit sein Regularienregime im Bereich von Banken, Versicherungen und Kapitalanlagen generell verschärft. In der Folge ist es für die meisten Kapitalanlageformen fast wichtiger, wie sie von Basel III, CRD IV oder Solvency II behandelt werden, als dass sie für den Anleger unter Risiko-Ertrags-Gesichtspunkten attraktiv sind.

Aus Sicht der Regulierung des Bankensektors ergibt sich für Covered Bonds ein sehr gutes Urteil, weil auch die Gesetzgeber die doppelte Sicherheit von Covered Bonds anerkennen. Aktuell wird beispielsweise zwar noch diskutiert, ob Covered Bonds unter Basel III als „Level 1 Assets“ oder „Level 2 Assets“ behandelt werden, in jedem Falle können sie aber der Liquiditätsreserve in Bankbilanzen zugerechnet werden, was für die Attraktivität der Assetklasse für Banken ganz entscheidend sein kann. Dies gilt zwar nur für Anleihen mit einem Mindestrating von AA-; dies erfüllen jedoch fast alle Covered Bonds, ganz im Gegensatz beispielsweise zu (ungedeckten) Senior Bankbonds, so dass Covered Bonds hier klar bevorzugt sind.

Werden die Covered Bonds den Level 1 Assets zugeordnet, erhielte man eine Gleichbehandlung mit Staatsanleihen und eine unlimitierte Anrechenbarkeit zur Liquiditätsreserve. Aber selbst wenn Covered Bonds lediglich als Level 2 Assets anerkannt würden, wäre immerhin noch eine maximale 40%ige Zuordnung zur Liquiditätsreserve mit einem 15% Abschlag auf den aktuellen Marktwert möglich, während beispielsweise ABS/MBS gar nicht zur Liquiditätsreserve zählen.

Bestrebungen seitens der Europäischen Kommission, die Kapitalhinterlegungsvorgaben und Liquiditätskategorisierung von Covered Bonds zu reformieren, könnten darüber hinaus den Markt stützen. Im Zuge dieser Diskussionen wird die Bedeutung und Attraktivität von Covered Bonds als Refinanzierungsvehikel für Banken weiter zunehmen.

Versicherer sind die wichtigste Investorengruppe in Pfandbriefen. Die Solvency II genannten neuen Eigenkapital-Vorschriften für Versicherer werden den Grad der Eigenkapital-Unterlegung künftig vom Risiko des Investments abhängig machen. Hier sind die in der Debatte befindlichen Prozentsätze noch nicht schlüssig. So sollen Pfandbriefe mit einem Rating unter AAA ebenso mit Eigenkapital unterlegt werden wie unbesi-

cherte Unternehmensanleihen. Auch sollen Pfandbriefe gegenüber Staatsanleihen und einzelnen grundpfandrechtlich besicherten Forderungen schlechter gestellt werden, was die Unterlegung mit Eigenkapital angeht. Das wird dem geringen Risikogehalt von Pfandbriefen – unabhängig von ihrem Rating – nicht gerecht und würde die Pfandbriefe wider alle Vernunft zu einem der Verlierer unter Solvency II machen.¹⁸

Aktives Portfoliomanagement

Der neu entstandene Markt für europäische Covered Bonds empfiehlt sich wegen seiner Komplexität und Vielfalt für aktives Portfoliomanagement, das die Tücken eines uneinheitlichen Hypothekenbankwesens in Europa berücksichtigt. In vielen Staaten wird zwar das klassische Modell des Hypothekenbankwesens auf Basis von Pfandbriefen nach deutschem Vorbild angewendet, aber der Teufel steckt im Detail. So gibt es selbst in so artverwandten Märkten wie Deutschland, Österreich, Schweiz und Luxemburg deutliche Unterschiede in der Pfandbriefausgestaltung und im Profil der Pfandbriefemittenten.¹⁹

Der Portfoliomanager in europäischen Pfandbriefen muss sich sehr detailliert nicht nur mit den klassischen Dokumenten auf dem Gebiet des europäischen Rechts wie der UCITS-Richtlinie der EU (im deutschen OGAW) auseinandersetzen, sondern auch mit dem Pfandbriefrecht in den einzelnen Ländern und den einzelnen Emissionen, um erfolgreiches und sicheres Investieren zu ermöglichen.

Aus deutscher Sicht ist die Einschätzung, ob die jeweiligen Covered Bond-Märkte anderer Länder dem deutschen Pfandbrief von seiner doppelten Sicherheit sehr nahe kommen oder doch eher ABS-Züge tragen, von entscheidender Bedeutung. Nicht jeder Covered Bond in Europa genügt den Sicherheitsansprüchen eines deutschen Pfandbriefes und erst ein genaues Research der (rechtlichen) Konstruktion des Covered Bonds kann über die Risiko-Ertrags-Verhältnisse wirklich Auskunft geben.

Daher ist beim Management europäischer Covered Bond-Portfolios neben der Erstellung von Länderscorings zur Einschätzung der Kreditqualität der einzelnen Staaten die Erstellung eines Pfandbrief-Scorings zur Einschätzung der Sicherheitenqualität der einzelnen Covered Bond-Märkte ein ganz wichtiger Teil des Entscheidungskatalogs des Portfoliomanagers (vgl. Abbildung 12).

Abbildung 12: Lazard Scoringmodell ausgewählter europäischer Covered Bond-Märkte

Country	CB Type	Liquidity		First Claim			Second Claim	
		Market Size	Bid/Ask	Banking	Sovereign	CB Law	Insolvency	Cover Pool
Austria	Fundierte Schuldverschreibung	5	3	3	2	3	3	2
Denmark	SDO (Særligt Dækkede Obligationer)	6	4	3	2	2	2	3
Germany	Hypothekenpfandbriefe	2	1	3	1	2	2	2
	Öffentliche Pfandbriefe	1	1	3	1	2	2	2
Finland	Finish Covered Bonds	6	4	3	1	3	3	2
France	Obligations Foncières	1	2	3	3	2	2	2
	Structured Covered Bonds	2	3	3	3	4	3	3
	Obligation de Financement a Habitat	5	3	4	3	2	2	2
	CRH	2	3	4	3	2	2	2
Irland	Mortgage ACS	4	5	5	5	2	2	4
	Public Sector ACS	5	3	4	5	2	2	3

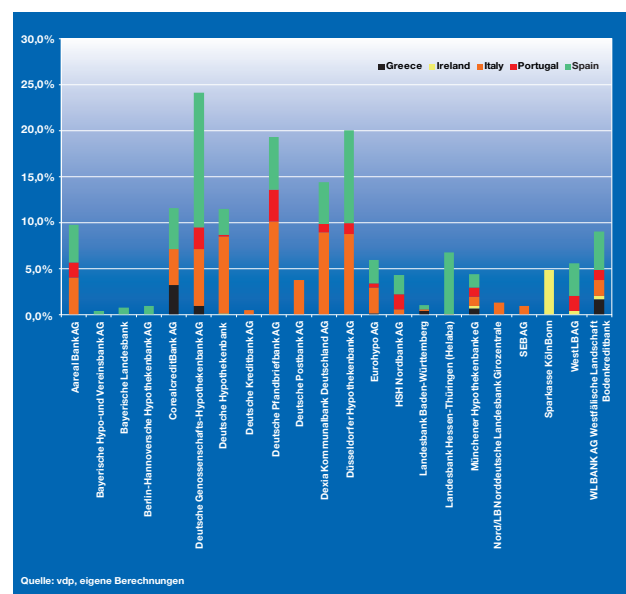
Quelle: ECBC, European Covered Bond Fact Book 2010, 5. Auflage, September 2010

Die generelle Beurteilung der Qualität der Covered Bond-Märkte in Bezug auf die rechtliche Konstruktion im jeweiligen Land und die Liquidität des Marktes wird bei Covered Bond Investments durch die Analyse der Qualität der einzelnen Covered Bond-Emissionen für die Einzeltitelauswahl ergänzt. Dies bedeutet, dass der Portfoliomanager die Besicherung der einzelnen Anleihen und damit neben der Emittentenkreditqualität die Deckungsstöcke analysieren muss.

Zur Deckungsstockanalyse gehören die Kalkulation des Deckungsstockvolumens, die Überprüfung des ausstehenden Volumens an Covered Bonds eines Emittenten, die Analyse der Überdeckung, die Überprüfung des Fälligkeitsprofils (Deckungsstock/Anleihe) und eine sorgfältige Prüfung der Deckungsstock-Charakteristika (z. B. Länderallokation, Schuldneranalyse) sowie die Analyse der Kredite in Zahlungsverzug (> 90 Tage).

Diese Informationen sind heute auf Grund der verschiedenen Transparenzinitiativen der europäischen Pfandbriefemittenten (wenn auch je nach Markt in unterschiedlicher Qualität) verfügbar und werden von Lazard Asset Management über eine Datenbank verwaltet und analysiert. Ein Thema, das dabei die Märkte in den letzten beiden Jahren beispielsweise sehr beschäftigt hat, war die Frage, wie viel Anteile an Ländern der europäischen Peripherie in den Deckungsstöcken der einzelnen Öffentlichen Pfandbriefe enthalten sind (vgl. Abbildung 13).²⁰

Abbildung 13:



Aber natürlich spielt für die Zusammensetzung eines europäischen Covered Bond-Portfolios nicht nur das Thema Sicherheit eine Rolle. Je nach den Risikopräferenzen des Anlegers müssen natürlich auch Ertragsaspekte und Relative-Value-Überlegungen der verschiedenen Rentenmärkte berücksichtigt werden.

Gerade in den letzten beiden Jahren haben sich die Renditeaufschläge der Covered Bonds über Staatsanleihen im Zuge der EWU-Krise sehr stark differenziert. Während sogenannte High Beta-Länder wie Griechenland, Portugal und Irland auch in ihren Covered Bond-Märkten ungewöhnlich weite Spreads etabliert haben, sind Low Beta-Länder wie Deutschland, Frankreich, Niederlande oder Österreich von wesentlich engeren, historisch gesehen aber immer noch recht weiten Spreads gekennzeichnet. Mid Beta-Länder wie Italien oder Spanien liegen in der Mitte.²¹ Mit sorgfältigem aktivem Management lassen sich aus diesen Verwerfungen unter Risiko-Ertrags-Gesichtspunkten auf den Kunden zugeschnittene erfolgreiche Strategien entwickeln.

Covered Bonds bei Lazard Asset Management

Lazard Asset Management managed seit 1999 eine Vielzahl von Covered Bonds-Portfolios, sowohl in reinen Covered Bond-Mandaten als auch in Multi-Sektor-Strategien. Covered Bonds konnten in dieser Zeit während aller Marktphasen einen signifikanten, stabilen Performancebeitrag liefern. Eine hohe Liquidität und attraktive Risiko-Ertragsprofile machen Covered Bonds zu einem elementaren Bestandteil diversifizierter Euro High Quality-Portfolios.

Lazard Asset Management verwaltet aktuell mehr als 1,2 Mrd. EUR in Pfandbriefen/ Covered Bonds für mehr als 60 Kunden. Im Zuge der aktuellen Staatsfinanzierungskrise konnten sich Covered Bonds in der relativen Bewertung gut behaupten, temporäre Ausweitungen der Swap-Spreads boten wiederholt Einstiegsmöglichkeiten für aktive Investoren. Im Zuge der vergangenen Krisenjahre hat auch bei Covered Bonds die detaillierte Emittenten- und Deckungsstockanalyse stark an Bedeutung gewonnen.

Zusammenfassung

Die Finanzmarktkrise 2007-2009 hat die Nachfrage nach sicheren Assets erheblich gesteigert. Gleichzeitig hat die Krise gezeigt, dass sichere Assets knappe Güter sind, insbesondere seitdem die Anleger erkannt haben, dass die Staatsanleihen vieler Länder nicht mehr sicher sind. Das Ungleichgewicht am Markt für sichere Assets, das die Kapitalanlagen charakterisiert, ist nach der Finanzmarktkrise noch größer geworden.

Dies weckt neue Aufmerksamkeit für Assetklassen, denen man eine gewisse logische Sicherheit zuordnen kann. Dazu gehören Pfandbriefe oder Covered Bonds. Die Kernqualität der Pfandbriefe und ihr Unterscheidungsmerkmal zu anderen Assetklassen ist die doppelte Besicherung durch die emittierende Pfandbriefbank als Schuldner des Pfandbriefs einerseits und im Falle einer Insolvenz der Bank durch den Deckungsstock andererseits.

Die große Leistung des gegenwärtig stagnierenden deutschen Pfandbriefmarkts ist, dass er mit seiner beeindruckenden Kredithistorie und mit der Symbolik der „verbrieften Sicherheit“ in den letzten Jahren auf andere Länder der Welt ausgestrahlt hat. Die große Nachfrage der Anleger nach „Safe Assets“ hat eine Internationalisierung des Pfandbriefes ausgelöst. Mittlerweile gibt es fast in allen europäischen Ländern der Grundkonzeption des deutschen Pfandbriefs nachempfundene Covered Bond-Märkte.

Dabei konzentriert sich das Interesse der internationalen Investoren auf großvolumige, Plain Vanilla-Papiere. In Deutschland hat man dafür ein spezielles Marktsegment, den Jumbo-Pfandbrief für Inhaberpapiere mit einem Volumen von mindestens 1 Mrd. Euro und weiteren Mindeststandards aus der Taufe gehoben, um eine besonders liquide Assetklasse verfügbar zu machen. In anderen Ländern sind die liquiden Pfandbriefmarktsegmente und Jumbopfandbriefe aber stärker gewachsen. Frankreich und Spanien sind nach der Expansion ihrer Pfandbriefmärkte der letzten Jahre in den Rentenindizes und Benchmarks für Pfandbriefinvestments höher gewichtet als der deutsche Pfandbrief.

Covered Bonds erweisen sich in einer historischen Risiko-Ertrags-Analyse als Wertpapiere, die bei einem im Durchschnitt höheren Rating und einer niedrigeren Duration bzw. Volatilität eine höhere Rendite und damit eine höhere Sharpe Ratio bieten als die Papiere in den Staatsanleihenbenchmarks. Mit anderen Worten sind Pfandbriefe als Assetklasse im Risiko-Ertrags-

Diagramm eine dominante Assetklasse im Vergleich zu Staatsanleihen.

Diese positiven Eigenschaften gibt es aber nicht umsonst. Faktoren, welche die Entscheidung für Covered Bonds erschweren, sind die größere Komplexheit und Intransparenz der Märkte in Europa, der sich daraus ergebende größere Researchaufwand bei der Titelauswahl im Portfoliomanagement, die Vielfalt der Rechtsrahmen und die geringere Liquidität der Covered Bonds, weil die Märkte sehr stark fragmentiert sind.

Der neu entstandene Markt für europäische Covered Bonds empfiehlt sich wegen seiner Komplexheit und Vielfalt für aktives Portfoliomanagement, das die Tücken eines uneinheitlichen Hypothekenbankenwesens in Europa berücksichtigt.

Lazard Asset Management managed seit 1999 eine Vielzahl von Covered Bonds-Portfolios, sowohl in reinen Covered Bond-Mandaten als auch in Multi-Sektor-Strategien. Covered Bonds konnten in dieser Zeit während aller Marktphasen einen signifikanten, stabilen Performancebeitrag liefern. Eine hohe Liquidität und attraktive Risiko-Ertragsprofile machen Covered Bonds zu einem elementaren Bestandteil diversifizierter Euro High Quality-Portfolios.

Verfasser: Werner Krämer
Tel.: 069 / 50606 - 140

Literaturverzeichnis/Quellenangaben

- 1 W. Krämer: Die weltweite Suche nach sicheren Anlagen – und die Folgen ihrer Knappheit, Lazard Asset Management, Standpunkt, August 2010.
- 2 P. Galdi: Growth Trends in the World Bond Markets, Bank of America Merrill Lynch Bond Index Almanac, 12. Januar 2011.
- 3 J. Tolckmitt / O. Stöcker: Die rechtlichen Grundlagen der Pfandbriefemission, in: Der Pfandbrief 2010/2011, Verband deutscher Hypothekendarsteller, 2011, S. 6-19; J. Homey: Pfandbriefe – Eine Klasse für sich, DZ Bank Covered Bonds, 1.9.2011.
- 4 M. Labe: Der Treuhänder einer Pfandbriefbank, in: Der Pfandbrief 2010/2011, Verband deutscher Hypothekendarsteller, 2011, S. 34-39.
- 5 Tolckmitt / Stöcker, ebenda
- 6 B. Winkler: vdp-Transparenzinitiative, in: Der Pfandbrief 2010/2011, Verband deutscher Hypothekendarsteller, 2011, S. 52-57; T. Packmohr / A. Hasler: Pfandbrief-Transparenzstudie, Commerzbank Research, 11. August 2011.
- 7 Tolckmitt / Stöcker, ebenda
- 8 DG Hyp: Pfandbriefe – krisenfest und sicher, Der deutsche Pfandbriefmarkt 2010, White Paper, September 2010.
- 9 C. Hausen: Neue Trends in der Staatsfinanzierung der Pfandbriefbanken, in: Der Pfandbrief 2007/2008, Verband deutscher Pfandbriefbanken, 2008, S. 19-26.
- 10 V. Volk: Pfandbrief pool data – total OC 22.2%, Deutsche Bank EUR Liquid Credit Update, 20. Juli 2011.
- 11 G. Grodzki: Der Pfandbrief und pfandbriefähnliche Produkte in Europa, in: Der Pfandbrief – Fakten und Daten, Verband deutscher Hypothekendarsteller, 5. Auflage, 2000, S.38-43; EZB: Financial Integration in Europe, White Paper, EZB, April 2010, S. 45-54; O. Mastroeni: Pfandbrief-style products in Europe, BIS Papers No 5, 2001.
- 12 G. Grodzki: Der Pfandbrief und pfandbriefähnliche Produkte, in: Der Pfandbrief, Fakten und Daten 2001, Verband deutscher Pfandbriefbanken, 2001, S. 29-36.
- 13 DG Hyp, ebenda, S. 5.
- 14 F. Will / M. Michaelides: Covered Bonds – Facts and Figures (EUR), RBS Research, 20. Mai 2011.
- 15 H. Kollmann: Kredithandel über Verbriefungsinstrumente – MBS und Pfandbrief, Präsentation beim Berliner Institut für Bankunternehmensführung, BearingPoint, 21. April 2008; Deutsche Bundesbank: Neue rechtliche und regulatorische Rahmenbedingungen für den deutschen Verbriefungs- und Pfandbriefmarkt, Monatsbericht März 2006, S. 37-61; E. Haag et al: Kapitalmarktinstrumente – Asset Backed Securities und Pfandbrief, Institut für Betriebliche Finanzwirtschaft, White Paper, 2004.
- 16 A. Batchvarov et al: RMBS versus covered bonds – different but similar, Bank of America Merrill Lynch Structured Finance Europe, White Paper, 19. Juli 2010.
- 17 C. Lacey / T. Geraghty: Asset Allocation Survey – European Institutional Market Place Overview 2011, Mercer Consulting, Mai 2011.
- 18 J. Tolckmitt: Gefahren für den Pfandbrief, FAZ, 22.10.2010, S. 18; H. Bender: Pfandbriefbanken sehen Aufwärtstrend in der Immobilienfinanzierung, vdp-Meldung Nr. 2, 6. April 2011.
- 19 G. Davies / F.M. Rusconi: Covered Bond Issuer Profiles – Part V: Austria, Germany, Luxembourg and Switzerland, J.P.Morgan EuropeCredit Research, 24. August 2011.
- 20 M. Melms: Covered Bond View, Nord LB Fixed Income Research, 17. August 2011.
- 21 B. Volk: Covered bonds versus sovereigns – strong differences, Deutsche Bank EUR Liquid Credit Weekly, 12. Mai 2011.

Weitere Lazard Publikationen

Hintergrund August 2009

„Das neue Paradigma 2009 – Die strategischen Argumente für Investments in die Emerging Markets“

Hintergrund September 2009

„Fokussierung auf das absolute Risiko als Alternative zum Benchmarkdenken – Lazard Equity Managed Volatility“

Standpunkt November 2009

„Vom unvermeidlichen Scheitern des Risikomanagements“

Standpunkt April 2010

„Griechenland 2010 – Ein Kanarienvogel im Minenschacht“

Standpunkt Mai 2010

„Fixed Income Benchmarks im Asset Management – Markt iBboxx-Indizes“

Investment Perspektive Juli 2010

„Mega-Trends – Motoren der Weltwirtschaft und der Kapitalmärkte“

Standpunkt August 2010

„Die weltweite Suche nach sicheren Anlagen – und die Folgen ihrer Knappheit“

Hintergrund November 2010

„Rückblick auf das Investmentforum“

Standpunkt März 2011

„Traumwelten 2.0 – Irrungen und Wirrungen der Re-Regulierung“

Hintergrund Mai 2011

„Globalisierung 2.0 – Warum man auch am Rentenmarkt global denken sollte“

Standpunkt Juni 2011

„Benchmarks als zentrale Determinante des institutionellen Anlageerfolgs“

Hintergrund Juli 2011

„Total Return-Konzepte mit Emerging Markets Debt“

Diese und weitere Publikationen stehen Ihnen als kostenloser Download auf unserer Homepage zur Verfügung:

<http://www.lazardnet.com/wissen>



LAZARD

Lazard Asset Management
(Deutschland) GmbH

www.lazardnet.de

Neue Mainzer Straße 75
60311 Frankfurt

Tel.: 069 - 50 60 6 - 0

Fax: 069 - 50 60 6 - 100

Neuer Wall 9
20354 Hamburg

Tel.: 040 - 35 72 90 - 20

Fax: 040 - 35 72 90 - 29