



Der Pfandbrief 2013 | 2014

Fakten und Daten zu Europas führendem Covered Bond

vdp

**VERBAND DEUTSCHER
PFANDBRIEFBANKEN**

Anleger Roundtable

MARCUS SZYSKA, Signal Iduna Asset Management

MARK-THORSTEN HESS, Alte Leipziger Lebensversicherung

JÜRGEN MÜLLER, BayernInvest Kapitalanlagegesellschaft mbH

moderiert von

SABRINA MIEHS, Covered Bond Analyst, Landesbank Hessen-Thüringen (Helaba)

42



Für professionelle Investoren sind regulatorische Vorteile ebenso wie die Transparenz der Deckungsmassen und das Geschäftsmodell der Emittenten entscheidend für die Anlage in Pfandbriefen. Angesichts der jüngsten Erfahrungen mit Bankenrestrukturierungen wird es als eine der großen Herausforderungen gesehen, die Wahrnehmung der Pfandbriefe als sicheren Hafen zu festigen. In der Roundtable-Diskussion beziehen Anlageprofis Stellung zu diesen und anderen aktuellen Fragen. Der Tenor der Antworten spiegelt das große Vertrauen der Anleger in diese Assetklasse wider.

1. Wie stehen Sie zur Entwicklung der Pfandbrief-Spreads absolut und relativ zu anderen Covered Bonds?

Mark-Thorsten Heß (MTH): Es ist auffallend, dass der Refinanzierungsbedarf der von uns favorisierten Pfandbriefbanken deutlich zurückgegangen ist und sich dadurch auch die Spreads reduziert haben. Im Vergleich zu den Privatplatzierungen deutscher Bundesländer haben Direktmissionen von Pfandbriefbanken für uns unter Spread- / Risikogesichtspunkten an Attraktivität eingebüßt.

Jürgen Müller (JM): Pfandbriefe sind aktuell teuer. Aus meiner Sicht ist das weitere Eingungspotential zu Asset Swap und deutschen Staatsanleihen relativ begrenzt. Das negative Emissionsvolumen stellt jedoch einen gewissen Stabilisator für weiterhin enge Risikoaufschläge dar.

2. Wie sehen Sie die Ratingentwicklung am Pfandbriefmarkt in jüngerer Zeit?

JM: Die Ratingmigration ist in vollem Gange. In Deutschland kommt der Ratingdruck vom Emittenten-Rating und noch nicht vom Länder-Rating wie in anderen europäischen Staaten. „AAA“-Ratings sind für Pfandbriefe nicht mehr „selbstverständlich“. Solange aber noch mindestens ein „AA“-Rating auf dem Papier steht, erwarte ich aufgrund sich abzeichnender gesetzlicher Vorgaben (Basell III und Solvency II) keine großen Unterschiede der Risikoaufschläge in diesem Bereich.

MTH: Wir wollen auf einer Pfandbriefemission mindestens ein Rating der drei großen Ratingagenturen sehen, wobei das schlechteste nicht unter ‚AA‘ liegen sollte. Die Herabstufungen von Pfandbriefen erfolgten oftmals aufgrund von schlechteren Bankenratings und gestiegenen Überdeckungsanforderungen der Ratingagenturen. Für uns sind aber neben dem Rating auch das Geschäftsmodell der Bank, die Struktur der Deckungsmassen sowie die Zugehörigkeit zu einer Banken- oder Institutsgruppe sehr wichtig.

Marcus Szyska (MS): Aus meiner Sicht ist der aktuelle Ratingtrend aufgrund der Methoden der Ratingagenturen nicht verwunderlich. In naher Zukunft rechne ich aber aufgrund der leichten Entspannung am Kapitalmarkt mit einem Stopp dieser negativen Entwicklung. Für eine Anhebung der Ratings auf breiter Front ist es aber noch zu früh.



Sabrina Miehs,
Covered Bond Analyst,
Landesbank Hessen-Thüringen (Helaba)

3. Zurzeit haben etwa 70 Institute Pfandbriefe ausstehen. Mehr als die Hälfte aller Häuser emittiert ausschließlich Privatplatzierungen. Auch für Benchmark-Emittenten spielen Privatplatzierungen eine bedeutende Rolle. Was bevorzugen Sie?

JM: Wir investieren ausschließlich in börsennotierte Emissionen im Benchmark-Format.

MTH: Wir bevorzugen aus bilanziellen Gründen Privatplatzierungen bzw. Namenspfandbriefe.

MS: Beide Transaktionsmöglichkeiten sind natürlich schon von uns umgesetzt worden. Eine eindeutige Präferenz gibt es aber bei uns nicht, obwohl natürlich die Flexibilität bei Privatplatzierungen höher ist.

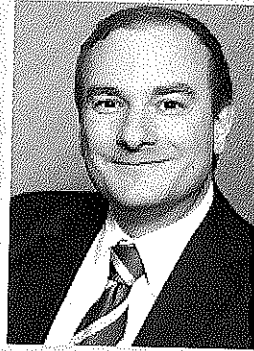
4. Was halten Sie von Vorschlägen, den gesetzlichen Kreis der Deckungswerte auszuweiten, z. B. auf Mittelstandsfinanzierungen oder andere?

MTH: Mit Mittelstandsfinanzierungen „gedeckte“ Wertpapiere werden für uns voraussichtlich nicht interessant sein. Das Problem ist, die Risiken eines solchen Wertpapiers richtig einzuschätzen. Der Renditeaufschlag gegenüber Pfandbriefen wird überschaubar sein. Beim Wiederverkauf solcher Wertpapiere befürchten wir allerdings einen signifikanten Renditeaufschlag.

JM: Der Vorteil des Pfandbriefs ist die geringe Standardabweichung im Vergleich zu anderen europäischen Covered Bonds, Financials und Corporate Bonds. Diese resultiert auch aus den qualitativ hochwertigen Deckungsmassen, die im Falle privater Hypotheken sehr granular aufgebaut sind. Diese Stärke darf in der Zukunft nicht „verwässert“ werden. Besicherungen mit Mittelstandskrediten bergen im Falle einer Kreditkrise ein wesentlich höheres Risiko als wohnwirtschaftlich genutzte Hypotheken.



Marcus Szyska,
Signal Iduna Asset Management



Mark-Thorsten Heß
ALTE LEIPZIGER
Lebensversicherung a.G.



Jürgen Müller
BayernInvest Kapitalanlage-
gesellschaft mbH

5. Spielen regulatorische Entwicklungen für Ihr Engagement in Pfandbriefen eine Rolle? Welche?

JM: Ja, regulatorische Entwicklungen sind eine wichtige Einflussgröße bei der Bewertung von Covered Bonds. Die aktuellen regulatorischen Entwicklungen, allen voran der Ausschluss der Covered Bonds vom „Bail-in“ bzw. vom Verlustbeteiligungsmechanismus für Banken führt zu einer klaren Aufwertung der Covered Bonds innerhalb der Kapitalstruktur. Somit erwarte ich zukünftig eine Spreadausweitung zwischen Covered Bonds und den übrigen Verbindlichkeiten der Bank in der Kapitalstruktur.

MTH: Für uns ist die Diversifikation zwischen Emittenten und Titelarten tendenziell entscheidender als regulatorische Entwicklungen. Jedoch können diese bestimmte Anreize bringen. So bietet Solvency II beispielsweise Anreize, in gut geratete Pfandbriefe zu investieren.

6. Auf einer Skala von 1 bis 10 – wo ordnen Sie die Transparenz der Pfandbriefe ein? Warum?

MS: Ich würde die Transparenz bei einer 8 einstufen. Die jüngste Anpassung des Pfandbriefgesetzes hat die Transparenzanforderungen noch weiter verbessert. Allerdings sind aus Anleghersicht noch weitere Verbesserungen möglich, wie z. B. detailliertere Informationen über die Anzahl der Darlehen, durchschnittliches Darlehensvolumen usw.

MTH: Wir würden ebenfalls eine 8 vergeben. Die Transparenz der Deckungsmassen zeigt die Risiken auf, wobei die Entwicklung der Deckungsmassen die Kontinuität des Geschäftsmodells des Emittenten und seine Glaubwürdigkeit widerspiegelt. Neben den Deckungsmassen und der Qualität der Bank sind natürlich auch die gesetzlichen Rahmenbedingungen für die Sicherheit der Pfandbriefe entscheidend.

7. In mehr als 30 Ländern werden Covered Bonds emittiert und in vielen weiteren Gesetzen entwickelt. Zugleich sinkt das Pfandbriefvolumen in Deutschland. Wie sehen Sie die Zukunft des Pfandbriefs im Vergleich zu seinen Wettbewerbern?

MS: Der Pfandbrief wird immer das Maß der Dinge für gedeckte Emissionen bleiben. Aufgrund der Bilanzsummenverkürzung der deutschen Banken wird das Pfandbriefvolumen weiter schrumpfen, dies mindert aber natürlich nicht exzellente Bonität. Die herausragende Stellung des Pfandbriefs zeigt sich u. a. auch darin, dass das Pfandbriefgesetz als Vorlage bzw. Basis für viele neue Gesetze dient.

JM: Covered Bond Anleger können sich schon lange nicht mehr nur auf Pfandbriefe beschränken. Im unmittelbaren Wettbewerb befinden sich alle Core-Staaten wie z. B. Frankreich, Skandinavien, Australien usw. Aufgrund seiner Qualität (Rechtsrahmen, Sicherheiten usw.) wird der Pfandbrief allerdings auch in Zukunft zum Covered Bond-Segment mit der geringsten Spreadvolatilität zählen.

MTH: Der Pfandbrief hat sich auch im aktuellen Umfeld als sicherer Hafen erwiesen. Unter Risikogesichtspunkten werden Pfandbriefe im Vergleich zu anderen Covered Bonds auch zukünftig attraktiv sein. Das dies so bleibt, hängt aber vor allem von der Qualität der Deckungsmassen, den Ausfallraten und der Regelung von Problemfällen ab.

8. Werden Sie auch zukünftig in Pfandbriefe investieren? Warum?

MS: Der Pfandbrief ist und bleibt ein Basisinvestment für institutionelle Investoren aus Deutschland. Nicht nur die regulatorischen Vorteile unter Solvency II, sondern auch langjährige Erfahrung mit dieser Assetklasse sprechen für den Pfandbrief. Die hohe Sicherheit des Pfandbriefs wird durch das Pfandbriefgesetz immer gewährleistet.

MTH: Auch zukünftig werden wir zur Diversifikation von Emittenten und Titelarten in Pfandbriefe investieren. Die Idee einer von einem Treuhänder überwachten Sachwertdeckung eines Kredites ist einleuchtend und vermittelt den Kunden ein Gefühl der Sicherheit der Kapitalanlage.

JM: Wir haben in letzter Zeit unser Engagement stark zurückgefahren, da eine positive Realverzinsung mit Pfandbriefen nicht mehr dargestellt werden kann. Dennoch wird der Pfandbrief aufgrund seiner Qualität immer eine Alternative sein, wenn das Zinsumfeld wieder etwas höher ist und die Portfolien defensiver ausgerichtet sein sollen.

9. Was sind Ihrer Meinung nach die zwei größten Herausforderungen für den Pfandbrief?

JM: Erstens: Den Qualitätsstandard halten. Und zweitens: Liquidität und Marktvolumen dürfen nicht weiter austrocknen.

MS: Weiterhin das aktuell hohe Vertrauen in den Pfandbrief zu gewährleisten. Für Investoren wie auch für Emittenten ist das immens wichtig. Kein Kapitalmarktteilnehmer wünscht sich einen angeschlagenen Pfandbrief bzw. Covered Bond Markt. Eine weitere Herausforderung liegt in der Vereinheitlichung der Veröffentlichungsstandards auf Länderebene. Dies würde für Investoren die Vergleichbarkeit der Emittenten weiter vereinfachen.

MTH: Wir sehen den Erhalt des besonderen Sicherheitscharakters der Pfandbriefe und der damit verbundenen Vorrangigkeit gegenüber anderen Bankgläubigern als die größte und wichtigste Herausforderung. Aufgrund des Bankenrestrukturierungsgesetzes und der damit verbundenen Risiken für Anleger, werden ungedeckte Bankentitel für Anleger aus Risikogesichtspunkten relativ unattraktiv. Die Refinanzierung für Banken könnte hierdurch teurer werden. Es besteht das Risiko, dass die Finanzierung zunehmend über Pfandbriefe erfolgt und die Qualität der Deckungsmasse darunter leidet. Schließlich könnten die erfolgten Tabubrüche nach den Erfahrungen in der Zypernkrise mit der Restrukturierung von Bankenverbindlichkeiten auch zu Zweifeln, bezüglich der Vorrangigkeit der Pfandbriefe im Falle der Bankenrestrukturierung, führen.