

Ein allgemeines Pfandbriefgesetz bietet Investoren mehr Chancen als Risiken

Kommt das neue allgemeine Pfandbriefgesetz, werden die Refinanzierungskosten und damit auch die Pfandbriefrenditen stärker streuen. Das ist gut für Investoren. So können sie sich höhere Renditen einkaufen, ohne gegen ihre Investitionsrichtlinien zu verstoßen.

Gastbeitrag von Patrick Behr und André Güttler



Patrick Behr

In der jüngeren Vergangenheit wurden die Stimmen bei der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) lauter, die anstatt des derzeit bestehenden Spezialbankengesetzes für deutsche Hypothekenbanken ein allgemeines Pfandbriefgesetz fordern beziehungsweise in Aussicht stellen.

Der Unterschied zwischen den beiden Regulierungsformen besteht darin, dass gemäß dem Spezialbankengesetz nur Hypotheken-, Schiffs- und Landesbanken Pfandbriefe zur Refinanzierung ihrer Aktivgeschäfte emittieren dürfen. Unter einem allgemeinen Pfandbriefgesetz würde sich der potenzielle Emittentenkreis auf alle Kreditinstitute erweitern. Das debattierte

Spezialbankengesetz ist das Hypothekenbankengesetz (HBG), welches seit mehr als hundert Jahren Bestand hat. Es wurde in der Vergangenheit zwar häufig überarbeitet. Trotzdem gilt es bei vielen als veraltet und nicht mehr zeitgemäß. Es könnte daher

in naher Zukunft einem allgemeinen Pfandbriefgesetz weichen. Die Befürworter der Einführung eines allgemeinen Pfandbriefgesetzes stützen ihre Forderung vor allem auf drei Argumente: Erstens werde dadurch der Kreis der Emittenten und damit der Pfandbriefmarkt wachsen. Dadurch werde sich auch seine Liquidität erhöhen. Zweitens sei das HBG in der momentanen Ausgestaltung schon so liberal, dass der Übergang zu einem allgemeinen Pfandbriefgesetz nur geringe Auswirkungen hätte. Drittens könne damit eine bequeme Lösung für die Landesbanken erreicht werden, die im Zuge des Wegfalls der Gewährträgerhaftung ihr Emissionsprivileg für Pfandbriefe verlieren.

Bevor ein solcher Übergang stattfindet, sollten jedoch der Regulierungsbehörde, dem Gesetzgeber und den betroffenen Hypothekenbanken die konkreten Konsequenzen klar sein.

■ Pfandbriefemittenten spüren Wettbewerb

Der Wechsel von einem Spezialbankengesetz zu einem allgemeinen Pfandbriefgesetz ist allerdings nicht ausschließlich für die genannten Interessengruppen sondern auch für Pfandbriefinvestoren von Belang. Der Pfandbriefmarkt ist Europas größter Bondmarkt und ist insbesondere bei

institutionellen Investoren beliebt. Bei sehr niedrigem Risiko weisen die in der Regel mit einem „AAA/Aaa“-Rating ausgestatteten Pfandbriefe attraktive Renditen auf. Trotz des quasi nicht vorhandenen Ausfallrisikos müssen Pfandbriefemittenten einen Risikoaufschlag gegenüber Staatsanleihen bezahlen.

Sollte das Spezialbankengesetz zu Gunsten eines allgemeinen Pfandbriefgesetzes gekippt werden, dann wird sich der in der Vergangenheit vom Gesetzgeber protektionierte Pfandbriefmarkt weiteren Emittenten öffnen. Die einst überschaubare Anzahl von Pfandbriefemittenten würde zunehmen und schwerer überschaubar werden. Die höhere Anzahl von Emittenten würde zu einer größeren Liquidität auf dem Pfandbriefmarkt und den Wettbewerb zwischen den Pfandbriefemittenten fördern. Eine Wettbewerbsverschärfung könnte einen positiven Innovationsdruck erzeugen und die Transparenz auf dem Pfandbriefmarkt erhöhen. Als Konsequenz der Einführung eines allgemeinen Pfandbriefgesetzes sind drei mögliche Szenarien denkbar (vgl. Abbildung 1):

1. Die Pfandbrief-Spreads weiten sich auf breiter Basis aus, das heißt die Refinanzierung über Pfandbriefe wird branchenweit und vom Institut unabhängig teurer.



André Güttler

2. Die Pfandbrief-Spreads verharren für alle Emittenten auf dem gleichen Niveau wie vor der Einführung.
3. Die Pfandbrief-Spreads engen sich für einige Emittenten ein und für andere aus, das heißt die Streuung der Pfandbriefrenditen wird zunehmen.

Im ersten Szenario verteuert die Einführung eines allgemeinen Pfandbriefgesetzes die Pfandbriefkonditionen für

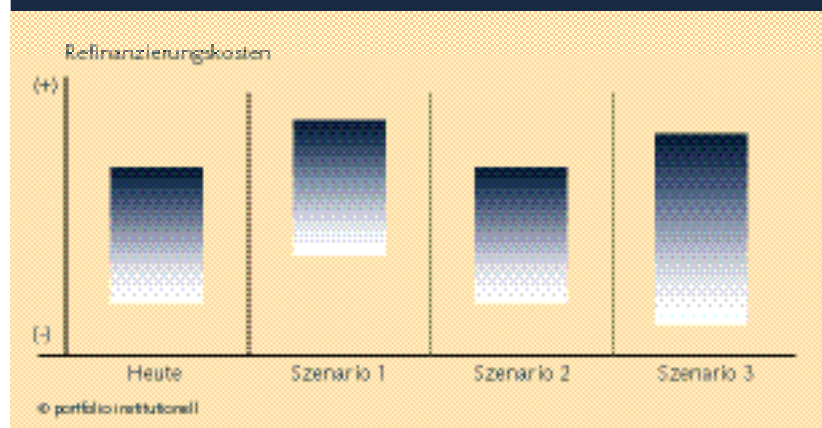
könnte. Dies wäre das erste Mal seit Einführung der Pfandbriefe. Solch eine Situation hätte verheerende Signalwirkung auf andere Pfandbriefemittenten. Der Pfandbrief würde nicht mehr per se als „mündelsicher“ angesehen. Die Renditeforderungen der Investoren würden deutlich steigen, die Refinanzierungskosten der Pfandbriefemittenten würden in die Höhe schnellen. So stiegen beispielsweise wegen Proble-

gesetz von den Investoren als genauso geeignet zur Sicherung der Pfandbriefe wie die Spezialbankgesetzgebung eingeschätzt werden würde. Die Emittenten, die schon in der Vergangenheit Pfandbriefe emittiert haben, würden weiterhin die gleichen Spreads wie vorher bezahlen. Bei neuen Emittenten würden die Renditeforderungen der Investoren von der Güte des Instituts (Instituts-Rating) sowie von der Güte des Deckungsstocks der Pfandbriefe (Emissions-Rating) abhängen.

In den vergangenen Jahren war bereits zu beobachten, dass eine individuelle Differenzierung der Spreads auf dem Pfandbriefmarkt stattfand, die von 1999 bis Ende 2002 erheblich zugenommen hat. So hat die Streuung bei fünfjährigen Jumbopfandbriefen in den vergangenen vier Jahren von 8 Basispunkten (BP) auf 16 BP und bei zehnjährigen Jumbos von 6 auf 18 BP zugenommen. Die Pfandbriefrenditen streuen damit bereits bei Gültigkeit des HBG innerhalb der Gruppe der Pfandbriefemittenten. Bislang ist diese Streuung allerdings noch nicht so groß, um von komplett institutsindividuellen Renditeforderungen sprechen zu können. In diesem zweiten Szenario würde die Streuung der Pfandbriefrenditen weiter relativ moderat um die derzeitigen Werte schwanken.

Die Zunahme der Heterogenität im Laufe der letzten Jahre bildet den Ansatzpunkt für das dritte Szenario. Die Investoren würden hierbei verstärkt nach der Qualität der Pfandbriefe und der Finanzkraft der Emittenten differenzieren. Dadurch würden sich für einzelne Emittenten die Refinanzierungskosten über Pfandbriefe weiter verbilligen und für einige verteuern. Die guten Pfandbriefemittenten würden dafür belohnt, dass die Qualität ihrer Pfandbriefe sehr hoch ist. Die schlechten Emittenten würden für ihre geringe Qualität bestraft. Dies würde

Abb. 1: Potenzielle Refinanzierungskosten bei verschiedenen Szenarien



alle derzeitigen Emittenten. Die momentan noch überschaubare Anzahl an Pfandbriefemittenten wird als eine weitestgehend homogene Gruppe angesehen. Pfandbriefe stellen daher aus Sicht der Investoren eine homogene Asset-Klasse dar. Eine Erweiterung des Emittentenkreises nach Einführung des allgemeinen Pfandbriefgesetzes würde jedoch bewirken, dass diese nicht mehr als homogen eingestuft würden. In Folge dessen muss das Risiko jedes einzelnen Emittenten von den Investoren geprüft werden. Es entstünden höhere Such- und Informationskosten, für welche Investoren gestiegene Renditeforderungen stellen würden. Verschärft würde diese Situation dadurch, dass es bei einer Verwässerung der Emittentenqualität zu Ausfällen auf dem Pfandbriefmarkt kommen

men der Allgemeinen Rheinboden Hypothekbank (AHBR) im Jahr 2002 die marktweiten Spreads zwischen Pfandbriefen und Staatsanleihen deutlich (vgl. Abbildung 2).

„Aus Sicht der Investoren wäre ein allgemeines Pfandbriefgesetz zu begrüßen.“

Im zweiten Szenario bleibt eine Reaktion auf die Ablösung des Spezialbankengesetzes durch ein allgemeines Pfandbriefgesetz seitens der Pfandbriefinvestoren aus. Dies wäre dann der Fall, wenn das allgemeine Pfandbrief-

einen Anstieg der Streuung der Pfandbrief-Spreads nach sich ziehen. Diese Entkoppelung der Spread-Konditionen der qualitativ guten Pfandbriefemittenten von denen geringerer Qualität liegt natürlich im Interesse der guten Emittenten. In der jetzigen Situation ist es durchaus vorstellbar, dass die Konditionen der guten Emittenten relativ gesehen zu schlecht und die Konditionen der schlechten Emittenten relativ zu gut sind. Das bedeutet, die guten Emittenten subventionieren die schlechten. Die guten Emittenten hätten deshalb Motivation genug, durch vermehrtes Marketing auf die unterschiedlichen Qualitäten hinzuweisen, um für sich bessere Konditionen in Form niedrigerer Spreads zu erzielen.

Es bleibt die Frage, ob es überhaupt zu einem Übergang vom Spezialbankengesetz zu einem allgemeinen Pfandbriefgesetz kommt und welches der skizzierten Szenarien das wahrscheinlichste ist. Unseres Erachtens wird das neue Gesetz auf absehbare Zeit mit Sicherheit kommen. Trotz der Bemühungen der vom Verbleib des Status Quo profitierenden Interessengruppen deutet vieles in Richtung eines allgemeinen Pfandbriefgesetzes. Wie sich dies auf die Spread-Entwicklung auswirkt, hängt von der Reaktion der Pfandbriefinvestoren und von der Gegenreaktion der Pfandbriefemittenten ab.

Am wahrscheinlichsten ist das dritte Szenario. Dies würde einer Fortführung und Verstärkung der in den vergangenen Jahren zu beobachtenden Entwicklung entsprechen. Damit würde keine fundamental neue Situation eintreten, in welcher sich die Refinanzierungskosten aller Institute verändern. Der Qualitätswettbewerb auf dem Markt für Pfandbriefe würde sich verschärfen. Das würde den natürlichen Selektionsprozess verstärken. Letztendlich muss mit einem neuen Gesetz nur

sichergestellt werden, dass die Qualität des Pfandbriefes als kapitalmarktfähiges Refinanzierungsprodukt weiter hoch gehalten wird.

Es obliegt daher dem Gesetzgeber, den dafür geeigneten gesetzlichen und regulatorischen Rahmen bei der Entwick-

„Die Konditionen der guten Emittenten sind relativ zu schlecht, die der schlechten zu gut.“

lung des zu erwartenden allgemeinen Pfandbriefgesetzes zu schaffen. Insbesondere der Schutz der Qualität des Deckungsstocks muss unbedingt beibehalten werden.

Eine stärkere Spreizung der Refinanzierungskosten von Pfandbriefen – das heißt riskantere Pfandbriefe würden höher rentieren als weniger riskante – hätte jedoch nicht nur Nachteile. Dies würde einer Situation entsprechen, die bei anderen Finanzierungsprodukten wie bei Unternehmensanleihen und

zukünftig auch bei Bankkrediten völlig normal ist. Dem institutionellen Investor bietet sich dadurch der Vorteil, dass auch Pfandbriefe mit höherer Rendite ins Portfolio genommen werden können, ohne damit gegen Investitionsrichtlinien zu verstoßen.

Aus Investorensicht ist es also eindeutig zu begrüßen, wenn ein allgemeines Pfandbriefgesetz das derzeitige Spezialbankengesetz ersetzt. Und das trotz der jüngsten Novelle des Spezialbankengesetzes, welche die Sicherheit der Pfandbriefbedienung im Insolvenzfall deutlich erhöht hat. Sie soll Anfang 2004 in Kraft treten.

Dem Investor eröffnet ein allgemeines Pfandbriefgesetz mehr Chancen als Risiken. Auch aus Sicht der betroffenen Hypothekenbanken spricht nichts gegen eine Einführung. Dass sich die Emittenten dann den Anforderungen des Kapitalmarktes stärker stellen müssen, sollte kein Hindernis sein.

Patrick Behr und André Güttler sind Partner bei BG consult und wissenschaftliche Mitarbeiter an der Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt am Main.

Abb. 2: 20-Tages-Durchschnitt des Spreads zwischen Pfandbrief- (PEX) und Rentenindex (REX)

