

## **Jahrespressekonferenz des Verbandes deutscher Pfandbriefbanken**

Frankfurt am Main, 24. April 2007

### **Ausführungen von Henning Rasche**

Präsident des Verbandes deutscher Pfandbriefbanken

Meine Damen und Herren,

im Namen der Mitglieder des Verbandes deutscher Pfandbriefbanken und auch im Namen von Herrn Dr. Hagen und Frau Dr. Bender heiße ich Sie herzlich zur Jahrespressekonferenz des vdp willkommen.

Der vdp-Jahresbericht 2006, den wir Ihnen heute präsentieren, umfasst erstmals seit Einführung des Pfandbriefgesetzes im Juli 2005 ein komplettes Kalenderjahr. Schon jetzt dürfen wir mit einiger Genugtuung feststellen, dass dieses „Jahr eins der neuen Pfandbrief-Zeitrechnung“ für den Pfandbrief und seinen neu aufgestellten Verband ein erfolgreiches Jahr war.

- Zum einen konnte die zum Pfandbriefgesetz gehörige Sekundärgesetzgebung auf den Weg gebracht werden. Der verwaltungstechnische Rahmen rund um den Pfandbrief wurde erst mit dem Inkrafttreten der Beleihungswertermittlungsverordnung zum 1. August sowie der Deckungsregisterverordnung zum 1. September 2006 vervollständigt. Flankierend dazu trat Ende Dezember 2006 die Refinanzierungsregisterverordnung in Kraft.
- Zum anderen konnten wir die Zahl der Verbandsmitglieder bis dato signifikant erhöhen.
- Und nicht zuletzt hat der Pfandbrief seine Führungsrolle als Premiumprodukt unter den gedeckten Anleihen verteidigt.

Verehrte Damen und Herren,

auch wenn sich alle Pfandbriefbanken nunmehr nach gleichen Regeln im Wettbewerb positionieren müssen, unterscheiden sich ihre Geschäftsmodelle im Aktivgeschäft mehr denn je: Einige Immobilienfinanzierer haben Hypothekendarlehen für inländische Verbraucher als Zielmarkt, andere verzichten

auf dieses Geschäft und positionieren sich ausschließlich im gewerblichen Markt insbesondere bei grenzüberschreitenden Finanzierungen. Wiederum andere Institute haben ihren geschäftspolitischen Schwerpunkt in der Vergabe von Staatskrediten oder Schiffsdarlehen. Auch die Struktur der Passiva der Pfandbriefbanken weist Unterschiede auf, je nachdem, ob es sich um Einlageninstitute handelt oder nicht.

Bei all diesen Unterschieden in der Aufstellung und geschäftspolitischen Ausrichtung haben die Pfandbriefbanken das Interesse gemeinsam, die besondere Bonität des Pfandbriefs zu festigen und den Pfandbriefmarkt – auch auf europäischer Ebene - weiterzuentwickeln. Um diese Aufgabe – auch mit Blick auf die Positionierung des Pfandbriefs auf den internationalen Kapitalmärkten - bestmöglich erfüllen zu können, hat sich der vdp bei seiner Neuausrichtung eine möglichst weitgehende Abdeckung des Pfandbrief-Marktes zum Ziel gesetzt. Diesem Ziel sind wir - zügiger als erwartet - sehr nahe gekommen.

Seit der Neuausrichtung sind dem vdp bis heute 12 neue Pfandbrief-Emittenten beigetreten (**Folie 3**), darunter sechs Landesbanken und drei große, im Pfandbriefgeschäft aktive Sparkassen. Konkret konnte der vdp im Verlauf des Jahres 2006 mit der Sparkasse KölnBonn, der Kreissparkasse Köln, der Landesbank Hessen-Thüringen Girozentrale, der WestLB AG, der HSH Nordbank AG und der Hamburger Sparkasse AG sechs neue ordentliche Mitglieder in seinen Reihen begrüßen und in 2007 sind mit der BayernLB und der Nord/LB zwei weitere ordentliche und mit der IKB Industriekreditbank AG ein außerordentliches Mitglied zum Verband gestoßen. Damit vertritt der vdp per 1. März 2007 insgesamt 83,3% des Pfandbriefmarktes. Bezieht man diejenigen pfandbriefemittierenden Töchter von vdp Mitgliedsinstituten ein, die nicht selbst Mitglied sind, erhöht sich die Marktabdeckung auf 85%.

Im Einzelnen haben die vdp-Institute 96 % aller am 31. Dezember 2006 ausstehenden Hypothekendarlehen emittiert (Vorjahr: 87 %). Bei Öffentlichen Pfandbriefen konnte der Anteil von 63 % auf 79 % gesteigert werden und bei Schiffspfandbriefen liegt die Marktabdeckung bei 97%. (**Folie 4** (Marktstellung vdp-Institute / Umlaufvolumen)).

Bezogen auf den Jumbo-Pfandbriefumlauf (**Folie 5**) liegt der Marktanteil der vdp-Institute bei 84%. Betrachtet man die Neuemissionen im Jumbo-Segment in 2006, so liegt die Marktabdeckung sogar bei 98%.

Bevor ich nun näher auf das Neugeschäft und dessen Refinanzierung im Jahr 2006 eingehe, gibt Ihnen **Folie 6** noch einen Überblick über die Markstellung unserer Mitgliedsbanken in dem für den Pfandbrief relevanten Kreditgeschäft:

Mit einem Marktanteil von

- 50% am Bestand inländischer Gewerbekredite,
- 23% an inländischen Wohnungskrediten und
- 55% an inländischen Staatskrediten

zählen die vdp-Mitgliedsinstitute zu den bedeutendsten Kapitalgebern für den Wohnungs- und Gewerbebau sowie für den Staat und seine Institutionen. Die in der Schiffsfinanzierung tätigen Mitgliedsinstitute belegen auf ihrem Gebiet weltweit Spitzenplätze.

Konkret weisen die vdp-Mitgliedsbanken zum 31.12. 2006 Darlehensbestände

- an inländischen Wohnungskrediten in Höhe von 254 Mrd. Euro
- an inländischen Gewerbekrediten von 127 Mrd. Euro sowie an
- inländischen Staatskrediten (ohne Wertpapiergeschäft) in Höhe von 214 Mrd. Euro

aus.

Wie hat sich nun das Neugeschäft der vdp-Mitgliedsinstitute in 2006 entwickelt?

Gegenüber 2005 ist eine Abnahme um 8,9 Mrd. Euro oder 4 % zu verzeichnen. (**Folie 7**). Das Geschäft verteilt sich etwa hälftig auf Immobilienfinanzierungen und auf Staatskredite. Im Einzelnen sagten die Institute 102 Mrd. Euro Hypothekendarlehen und 113 Mrd. Euro Staatskredite zu. Während in der Staatsfinanzierung ein Rückgang um 19% zu verzeichnen war, nahm das Hypothekarkreditgeschäft um 22% zu.

### **Ein Blick auf das Immobilienfinanzierungsgeschäft:**

Sowohl bei der Wohn- als auch bei der Gewerbeimmobilienfinanzierung zog das Geschäft an (**Folie 8**). Während das Wachstum bei Wohnimmobilienfinanzierungen (+ 7%) vor allem auf eine deutlich gesteigerte Darlehensvergabe bei Mietimmobilien zurückzuführen ist, resultierte die 30%ige Zunahme im Gewerbekredit aus kräftigen Steigerungen in allen wesentlichen Teilmärkten.

Der Trend des Bedeutungsgewinns der Gewerbeimmobilienfinanzierung im Vergleich zur Finanzierung von Wohnimmobilien hat sich 2006 fortgesetzt. Das Verhältnis von Gewerbe- zu Wohnimmobilien lag im Berichtsjahr bei 70:30. Gründe hierfür sind zum einen in der zwischen 1999 und 2005 stark rückläufigen deutschen Baukonjunktur, insbesondere im Segment Mietwohnungsbau, und zum anderen in strukturellen Veränderungen in der deutschen Immobilienfinanzierungsbranche zu sehen. So war die stärkere Generierung von Auslandsgeschäft in der gewerblichen Immobilienfinanzierung neben der Reduzierung der Kosten und der Risikovorsorge in den letzten Jahren für einen Großteil der Mitgliedsbanken die Antwort auf sinkende Margen im Inlandsgeschäft und steigende Profitabilitätsanforderungen der Anteilseigner. Hinzu kommen erhebliche Veränderungen in der Anbieterstruktur von privaten Wohnimmobilienfinanzierungen. Zum einen ist in den letzten Jahren eine steigende Bedeutung der Direktbanken festzustellen, zum anderen haben manche vdp-Mitgliedsbanken das Retailgeschäft aus Renditeüberlegungen zurückgeführt.

Ich gehe nun im Einzelnen kurz auf die Wohn- und Gewerbeimmobilienfinanzierung ein.

### **Kreditzusagen für Investitionen in Wohnimmobilien**

Erstmals seit Jahren zog 2006 die Baukonjunktur in Deutschland an. Eine wesentliche Ursache waren Vorzieheffekte durch die Mehrwertsteuererhöhung und die Abschaffung der Eigenheimzulage. Für 2007 und 2008 erwarten wir im Wohnungsbau die Fortsetzung der positiven Entwicklung, und dies vor allem aus zwei Gründen:

- die Stabilisierung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung wird mit einer Steigerung der Nachfrage auf dem Wohnimmobilienmarkt einhergehen und
- die Wohnungsbautätigkeit war zuletzt derart gering, dass sie nicht mehr zur Aufrechterhaltung des Wohnungsbestandes ausreichte.

Korrespondierend zu den anziehenden Wohnungsbauinvestitionen sagten die vdp-Mitgliedsbanken mit 30 Mrd. Euro knapp 2 Mrd. Euro oder 7% mehr Wohnungsdarlehen zu.

**Folie 9** gibt einen Überblick über die Struktur der Wohnimmobilienfinanzierung nach Verwendungszweck (Eigenheime /Eigentumswohnungen/Mietwohnungen) und Finanzierungsanlass (Neubau /Bestandsfinanzierung/Ablösung.) Dabei fällt die Dominanz der Bestandsfinanzierung auf. Dies ist ein Effekt des zurückgegangenen Neubaus von Wohnungen und auch ein Indiz für den bedeutenden Anteil von Portfoliotransaktionen gebrauchter Immobilien.

### **Gewerbeimmobilienfinanzierung**

Nach einem mehrjährigen Abschwung ist der Angebotsüberhang bei Gewerbeimmobilien weitgehend abgebaut. Der Rückgang der Mieten für Gewerbeobjekte ist an den meisten Standorten gestoppt, bei Einzelhandelsobjekten steigen sie bereits wieder an. Dies deutet zusammen mit der sich zunehmend verfestigenden Konjunkturbelebung darauf hin, dass der Anstieg im Wirtschaftsbau nicht nur vorübergehender Natur ist, sondern dass die Investitionen in diesem Bereich weiter zunehmen werden.

Im Gewerbekreditgeschäft, das - wie erwähnt - zwei Drittel des Hypothekeneugeschäfts ausmacht, konnten die vdp-Pfandbriefbanken ihre Zusagen in 2006 abermals kräftig steigern. Die Zusagen im In- und Ausland stiegen um 30% auf 71,2 (54,7) Mrd. Euro.

Zuwächse waren sowohl im Inlands- als auch im Auslandsgeschäft zu verzeichnen, wobei beide Bereiche etwa gleich stark zunahmen (**Folie 10**).

Wichtigste Objektarten im Gewerbekredit waren mit 35 Mrd. Euro oder 49 % Büro- und Verwaltungsgebäude. Finanziert wurden dabei insbesondere bestehende Gebäude. Der zweitwichtigste Teilmarkt waren mit 22 Mrd. Euro oder 31 % Handels- und Lagergebäude. Auch hier spielten Neubaufinanzierungen eine untergeordnete Rolle.

Zwei von drei Euros im Gewerbekreditgeschäft wurden im Ausland ausgereicht. Im einzelnen entfielen auf das Inland 23,7 Mrd. Euro und auf das Ausland 47,5 Mrd. Euro. Dies veranschaulicht die zunehmende Internationalisierung und Professionalisierung des Geschäftes der Pfandbriefbanken, die als Intermediäre zwischen Immobilie und Kapitalmarkt auf den gewerblichen Finanzierungsmärkten Europas eine bedeutende Anbietergruppe darstellen.

Der bedeutendste Auslandsmarkt der vdp-Institute im Neugeschäft (**Folie 11**) war mit 10,9 Mrd. Euro Großbritannien gefolgt von Frankreich, den USA sowie Italien.

Bezogen auf den Auslandsdarlehensbestand ist Großbritannien mit einem Anteil von 25 % der bedeutendste Auslandsmarkt, gefolgt von Frankreich (15 %) und den Niederlanden (9 %).

### **Staatsfinanzierung**

Das Staatskreditgeschäft der vdp-Mitglieder ging gegenüber dem Vorjahr um 19 % auf 113 Mrd. Euro zurück. Der Darlehensbestand reduzierte sich leicht um 3 % auf 638 Mrd. Euro.

**Folie 12** zeigt das Neugeschäft 2006 nach Schuldnergruppen im Staatskredit. Größte Schuldnergruppe waren inländische öffentliche Haushalte mit einem Anteil von 42 %. Es folgen ausländische öffentliche Kreditnehmer mit einem Anteil von 37 % sowie inländische öffentlich-rechtliche Kreditinstitute mit 17 %. Beachtenswert ist die starke Abnahme der Darlehenszusagen an öffentlich rechtliche Kreditinstitute um 60 %. Hintergrund dieser Entwicklung ist der Wegfall der Gewährträgerhaftung sowie die Modifizierung der Anstaltslast für Landesbanken und Sparkassen.

Das Staatsfinanzierungsgeschäft der Mitgliedsinstitute im Ausland war mit 41,4 Mrd. Euro gegenüber dem Vorjahr nahezu unverändert. Bei den Neuzu-

sagen dominierten die EU-Staaten mit einem Anteil von 84 % (**Folie 13**). An Bedeutung zugenommen hat neben Großbritannien die USA mit Zusagen von jeweils 7 %.

### **Deckungswerte**

Ich komme nun zur Schnittstelle zwischen Aktiv- und Passivgeschäft und der Frage, die den Kern des Pfandbriefgeschäftes berührt: Welcher Anteil der Finanzierungen dient der Deckung von Pfandbriefen (**Folie 14**):

Hier ist festzustellen, dass es uns das Pfandbriefgesetz keineswegs zu einfach macht. Aus einem Immobilienfinanzierungsbestand von 453 Mrd. Euro speiste sich Ende Dezember 2006 ein Pool von Immobiliendeckungswerten im Umfang von 209 Mrd. Euro. Mit anderen Worten wurde nur knapp jeder zweite Euro aus dem Immobilienfinanzierungsgeschäft in Deckung genommen und über den Pfandbrief refinanziert. Ausschlaggebend dafür sind, neben den gesetzlichen Bestimmungen insbesondere zum Beleihungsauslauf von Deckungshypotheken, die zunehmend komplexen Strukturen der Auslandsaktivitäten unserer Mitglieder, die nur schwer in Deckung zu nehmen sind. Während über die Hälfte des Inlandgeschäftes in Deckung genommen wird, profitiert nur jeder fünfte Euro des Auslandsgeschäfts von der Pfandbriefrefinanzierung.

In der Staatsfinanzierung (**Folie 15**) zeigt sich ein anderes Bild – hier waren bei einem Darlehensbestand von 638 Mrd. Euro fast 80% oder 492 Mrd. Euro in Deckung für den Öffentlichen Pfandbrief genommen. Dabei liegt diese Quote im Inlandgeschäft mit 85% deutlich höher als im Auslandsgeschäft mit immerhin 50%.

### **Refinanzierung**

In der Bruttobetrachtung (**Folie 16**) entwickelte sich der Absatz von Hypothekenpfandbriefen mit 34 Mrd. Euro erfreulich und spiegelte insofern die positive Entwicklung auf den Immobilienfinanzierungsmärkten der Ende 2006 im vdp organisierten Pfandbriefbanken.

Öffentliche Pfandbriefe wurden in einem Volumen von 98 Mrd € abgesetzt, das waren 23 Mrd. Euro oder 18% weniger als noch in 2005. Hier machten sich der Wegfall der staatlichen Garantieinstrumente Anstaltslast und Gewährträgerhaftung und der dadurch bedingte Ausfall öffentlich-rechtlicher Kreditinstitute als Darlehensnehmer.

Im Bereich ungedeckter Schuldverschreibungen war das Volumen mit 142 Mrd. Euro um 20 Mrd. Euro oder 12% geringer als im vorherigen Jahr.

Insgesamt beanspruchten die Pfandbriefbanken den Kapitalmarkt 2006 im Umfang von 275 Mrd. Euro und damit um 40 Mrd. Euro oder etwa 13% weniger als in 2005.

**(Folie 17):** Aufgrund sehr hoher Tilgungen ging der Nettoabsatz von Hypothekendarlehen um 10% zurück. Details zeigt Ihnen Folie 17. Während sich das Volumen ausstehender Hypothekendarlehen der vdp-Institute doch merklich reduzierte, ist bei den Öffentlichen Pfandbriefen trotz spürbaren Rückgangs des Bruttoabsatzes nur ein leicht negatives Nettoergebnis festzustellen.

**(Folie 18)** Der langjährige Vergleich des Pfandbriefabsatzes aller Emittenten anhand der Bundesbank-Statistik verdeutlicht, dass insbesondere die Emission Öffentlicher Pfandbriefe zum Ende der 90er Jahre eine außergewöhnliche Steigerung erfahren hat. Das war zu einem großen Teil Reflex der Ausweitung der Verschuldung öffentlicher Haushalte, die sich in den Folgejahren normalisiert hat. Die Entwicklung des Hypothekendarlehens dagegen erweist sich in dieser Betrachtung als stabil.

**(Folie 19):** Im längerfristigen Vergleich der Marktanteile des Pfandbriefs – ebenfalls auf Basis der Bundesbank-Emissionsstatistik - bestätigt sich der Befund: Der Marktanteil des Pfandbriefs ist im sechsten aufeinanderfolgenden Jahr – absolut und relativ – geschrumpft und liegt mit aktuell 949 Mrd. Euro bei 29% des Rentenmarktes. Ich warne allerdings vor voreiligen Schlussfolgerungen: Hierbei haben wir es z.T. mit einer gesunden Entwicklung zu tun, insoweit sie auf die außergewöhnlich hohe Emissionstätigkeit Mitte bis Ende der 90er Jahre zurückgeht. Darüber hinaus ist – zeitgleich mit

der Einführung des Pfandbriefgesetzes im Juli 2005 – die Deckungsfähigkeit von Forderungen gegen öffentlich-rechtliche Kreditinstitute entfallen.

**(Folie 20)** Die relative Knappheit der Pfandbriefe treibt ihren Preis. Die Prämien oder der Aufschlag auf den Swapsatz, den Pfandbriefemittenten am Kapitalmarkt entrichten müssen, nimmt seit Jahren ab. Einen guten Überblick über die Refinanzierungsbedingungen der Pfandbriefbanken am Primärmarkt liefert die Entwicklung der vdp-Pfandbriefkurve. Es zeigt sich, dass sich der Aufschlag gegenüber Swaps im Verlauf des Jahres über alle Laufzeiten hinweg eher zu einem Abschlag entwickelt hat.

**(Folie 21)** Am Sekundärmarkt wurden Ende letzten Jahres alle Jumbo Pfandbriefe im Bereich unter den entsprechenden Swaprenditen gehandelt. Dies zeigt: Der Pfandbrief hat die Gunst der Anleger behalten!

Soviel zur Geschäftsentwicklung der vdp-Banken.

Nachdem wir nun die Pflicht mit für Sie hoffentlich interessanten Zahlen und Erklärungen absolviert haben, möchte ich nun zur Kür übergehen und auf Herausforderungen für die Pfandbriefbanken und aktuelle Themen wie folgt eingehen:

- die Diskussion um Umfang und Struktur der Bankenaufsicht aus Sicht der Pfandbriefbanken
- die Rückschlüsse, die man aus der aktuellen Situation auf dem US-amerikanischen Markt für Wohnimmobilienfinanzierungen für Europa und insbesondere Deutschland ziehen kann
- die Positionierung des Pfandbriefs auf dem Covered Bond Markt insbesondere vor dem Hintergrund der geplanten LBB Structured Covered Bond Emission.

## **Bankenaufsicht**

Zunächst in paar Worte zur Bankenaufsicht. Hierüber wurde ausgehend von den unerfreulichen Vorkommnissen im IT Bereich der BaFin in den letzten Wochen und Monaten viel geschrieben. Zuletzt drehten sich die Debatten um strukturelle und organisatorische Fragen der BaFin und auch um die Frage, ob wir eine "europäische" Bankenaufsicht brauchen.

Von einer wachsamen und durchsetzungsfähigen Finanzaufsicht profitieren alle. Der Finanzplatz Deutschland, die Volkswirtschaft und die geprüften Banken, selbst wenn die Prüfungen manchmal schmerzen.

Für Pfandbriefbanken gilt dies in besonderem Maße. Mit dem Pfandbrief verfügen sie über ein Produkt, das auf dem nationalen und internationalen Kapitalmarkt platziert wird. Der bereits dargestellte große Absatzerfolg des Pfandbriefs beruht auf dem hohen Vertrauen der Anleger. Neben der guten gesetzlichen Grundlage wird dieser Vertrauenstatbestand insbesondere durch eine kompetente, erfahrene und zuverlässige Aufsicht geprägt, über die wir in Deutschland verfügen. Für den Pfandbrief ist dies besonders wichtig, da die emittierenden Institute neben der allgemeinen Bankaufsicht einer besonderen Aufsicht in Bezug auf die Pfandbriefemission unterliegen. Mit den zwei geschaffenen Pfandbriefkompetenzcentern hat die BaFin nach Abschaffung des Spezialbankprinzips die richtigen organisatorischen Maßnahmen für eine säulenübergreifende, einheitliche Pfandbriefaufsicht geschaffen. Investoren verlassen sich auf die Solidität des Pfandbriefsystems und sehen die Aufsicht als einen Garanten dafür. Das hohe Ansehen, das die Ba Fin international genießt, ist nicht zuletzt auch ein Verdienst seiner Führung.

Wir sollten uns daher davor hüten, durch unsachlich motivierte und vorschnelle Entscheidungen einen Vertrauensschaden anzurichten, dessen Konsequenzen uns alle teuer zu stehen kommen können. Dies soll uns natürlich nicht davon abhalten, unaufgeregt über Handlungsbedarf zu diskutieren und solchen dann, soweit notwendig, auch umzusetzen.

Für eine europäische Bankenaufsicht sehen wir durch die Pfandbriefbrille betrachtet keinen Bedarf und halten sie auch nicht für vorstellbar. Die rechtlichen Grundlagen auf denen die Emissionen von Covered Bonds in Europa

beruhen sind völlig unterschiedlich. Diese Tatsache ist auf Covered Bonds bezogen nicht nur ein übliches lösbares europäisches Problem, sondern ein k.o. – Kriterium. Denn die Sicherheit des Pfandbriefs ergibt sich gerade aus dem wasserdichten Zusammengreifen von Pfandbrief- und Insolvenzrecht. Ohne eine Aufsicht, die in der Lage ist, diese komplexen Zusammenhänge zu verstehen und eben gerade dann, wenn es benötigt wird, beherrscht, ist Pfandbriefsicherheit auf höchstem Niveau nicht zu gewährleisten.

Richtig ist, dass auch über europäische Grenzen hinweg operierende Institute adäquat beaufsichtigt werden müssen. Allerdings ist das nach meinem Dafürhalten derzeit der Fall. Die Kooperation der nationalen Aufsichtsbehörden wird stetig verbessert. Nachholbedarf gibt es, wo Aufsicht dazu benutzt wird, ungewünschte grenzüberschreitende Bankenübernahmen zu verhindern. Das ist dann allerdings ein politisches Problem, keines der Aufsicht.

### **Probleme des US-amerikanischen *subprime*-Marktes für Wohnungsfinanzierungen**

Meine Damen und Herren,  
seit geraumer Zeit, insbesondere aber in den letzten Wochen häufen sich die Nachrichten über den Immobilienmarkt in den USA. Dort befürchtet man erhebliche Verwerfungen auf dem Wohnimmobilienmarkt, ausgelöst von der Krise bei den so genannten *subprime*-Darlehen.

Wir halten die aufgetretenen Insolvenzen für die logische Folge einer vorausgegangenen Übertreibung. Es wurde auf immer weiter steigende Immobilienpreise, die das fehlende Eigenkapital ersetzen sollten, und auf ein dauerhaft niedriges Zinsniveau vertraut. Und so bedurfte es nur stagnierender Immobilienpreise und leicht steigender Zinsen, um die völlig ausgereizten Finanzierungen in sich zusammenfallen zu lassen.

Was bedeutet die Entwicklung in den USA für die deutschen Pfandbriefbanken und gibt es andere Rückschlüsse, die wir daraus ziehen können?

Zwar sind die vdp-Institute auf dem US-amerikanischen Immobilienmarkt aktiv (gut 8 % des Auslandsimmobilienportfolios der vdp-Banken sind Darlehen in die USA), allerdings nahezu ausschließlich auf dem Gewerbeimmobilienmarkt und gewiss nicht im *subprime*-Markt. Auswirkungen auf diese Finanzierungen würden sich nur dann ergeben, wenn die *subprime*-Mortgage Krise auf das *prime*-Segment übergreifen würde und es in dessen Folge zu einem Konsumeinbruch in den USA käme, wodurch die Wirtschaft insgesamt betroffen wäre. Diese Gefahr sehen wir derzeit nicht.

Diese Entwicklung lässt jedoch auch ganz andere Rückschlüsse zu. Die deutsche Kreditwirtschaft wurde in der Vergangenheit von vielen Seiten für ihr System der Hypothekenfinanzierung heftig kritisiert. Die Kreditvergabe wurde als kundenfeindlich und restriktiv bezeichnet. Die am deutschen Finanzierungssystem geübte Kritik gipfelte schließlich in Überlegungen, den Festzinskredit über eine Hypothekarkreditrichtlinie auf EU Ebene abzuschaffen. Sie wissen, dass wir uns vehement gegen solche Überlegungen ausgesprochen haben und die Bundesregierung uns dabei unterstützt. Wir sind guter Hoffnung, dass unsere Argumente in Brüssel gehört werden und es somit nicht zu einem Verbot des Festzinskredits kommt. Die Entwicklungen in den USA bestärken uns in dieser Hoffnung. Zeigen sie doch, dass Finanzierungen auf variabler Basis und ohne Eigenkapitalpuffer den Kunden hohen Risiken aussetzen, die mit einem Festzinskredit und einem Eigenkapitalanteil ausgeschlossen werden könnten.

### **Die Positionierung des Pfandbriefs auf dem Covered Bond Markt**

Zu den besonderen Herausforderungen des Pfandbriefmarktes zählt die Vielfalt der Produkte, die mittlerweile am Markt für sogenannte Covered Bonds emittiert und gehandelt werden. Der Pfandbrief macht seit der Erfindung des Jumbosegments im Jahr 1995 international Schule: Mit zunehmender Dynamik wird das Universum pfandbriefähnlicher Produkte immer größer **und** – heterogener. Allein in 2006 sind drei neue Produkte (Covered Bonds in Schweden, Portugal und den USA) und 14 neue Emittenten an den Markt gekommen. Der erste Emittent aus den USA, Washington Mutual, eine große,

US-weit operierende Sparkasse, konnte damit auf einen Schlag 4 Mrd. Euro mobilisieren. Ein weiterer Emittent folgte dieses Jahr.

Die Pfandbriefbanken haben neue Produkte und neue Häuser am Covered Bond Markt stets begrüßt, da Wettbewerb bekanntlich das Geschäft fördert. Der Pfandbrief hat bislang immer als Benchmark für den internationalen Covered Bond Markt gedient. Über viele Jahre hinweg waren es die deutschen Pfandbriefbanken, die mit ihren Emissionen den Investitionshunger internationaler Investoren stillten und dadurch europäische Nachbarn animierten, Gesetze zu verabschieden, um ähnliche Produkte zu emittieren. Auch wenn der Pfandbrief inzwischen als das reifste Segment des europäischen Covered Bond Marktes gilt, und im letzten Jahr mehr spanische Cédulas als deutsche **Jumbo**-Pfandbriefe emittiert wurden, so nimmt der Pfandbrief mit einem Anteil von 45% am gesamten Jumbo-Umlauf doch noch immer eine marktprägende Stellung ein. Wird zudem das traditionelle Segment mit einbezogen, wird die Pfandbriefdominanz besonders deutlich. Mit einem Bruttoemissionsvolumen von fast 170 Mrd. Euro übersteigt der Pfandbrief das gesamte ausländische Neuemissionsvolumen von Jumbo Covered Bonds bei weitem (**Folie 22**).

Die Homogenität des Produktes wird im Wesentlichen durch die strengen Anforderungen des Pfandbriefgesetzes gewährleistet, die jeder Emittent einhalten muss. Dies unterscheidet den Pfandbrief auch von sog. Structured Covered Bonds, wie sie derzeit in den Niederlanden, UK USA, Frankreich und wohl in Kürze auch in Deutschland emittiert werden. Structured Covered Bonds haben ihren Ursprung in Ländern, in denen es keine spezielle Covered Bond Gesetzgebung gibt. Man musste daher versuchen, die Wirkungsmechanismen eines Gesetzes durch entsprechende privatrechtliche Verträge nachzubilden. Mit der Emission eines Covered Bonds der BNP Paribas wurde erstmals ein strukturierter Covered Bond in einem Land emittiert, in dem es eine spezielle Gesetzgebung für die Emission von Covered Bonds gibt.

## **Structured Covered Bond der Landesbank Berlin**

Mit der Landesbank Berlin plant nun erstmals ein deutsches Institut, einen solchen Structured Covered Bond zu begeben. Vor dem Hintergrund der Benchmarkposition des Pfandbriefs, der Homogenität des Produktes und der Verantwortung für die Qualität des Pfandbriefes hat sich der vdp mit diesem Vorhaben der LBB auseinandergesetzt. Zumal die Emittentin in ihrem Wertpapierprospekt für ein auf „vertraglicher Basis entwickeltes Finanzierungs- und Anlagemodell“ wirbt, das mit seinen „Strukturprinzipien teilweise pfandbriefähnliche Wirkungsmechanismen abbildet.“ Nach den ersten Berichten über dieses Instrument in der Presse und im Pre Sale Report einer Rating Agentur ging es für den vdp darum, zu überprüfen, ob dies wirklich ein dem Pfandbrief vergleichbares Produkt ist. Gleichzeitig sollte natürlich auch eruiert werden, ob es Elemente in dem LBB-Produkt gibt, die auch dem Pfandbrief gut zu Gesicht stehen würden.

Fangen wir mit dem Ergebnis unserer Untersuchung an: In vielen Punkten wurden Regelungen getroffen, die deutlich hinter den gesetzlichen Vorgaben für den Pfandbrief zurückbleiben. Der wesentliche und auch entscheidende Unterschied ergibt sich wohl beim Blick auf den Fall der Insolvenz des Emittenten.

- Während die Deckungsmasse beim Pfandbrief insolvenzfest ist, bestehen bei der LBB-Emission lediglich Absonderungsrechte eines sog. Sicherheitentreuhänders. Auf Basis der bislang veröffentlichten vertraglichen Unterlagen, gehen wir davon aus, dass der Sicherheitenpool des Structured Covered Bonds nicht im gleichen Maße wie die Deckungsmasse beim Pfandbrief insolvenzfest ist.
- Dies will heißen: Im Fall der Insolvenz des Emittenten ist nicht sichergestellt, dass der Sicherheitenpool der Verfügungsgewalt des Insolvenzverwalters entzogen wird und es deshalb nicht nur zu Zahlungsverzögerungen sondern sogar zu Zahlungsausfällen kommen kann.

Diese Aussage basiert auf dem Basisprospekt, den Anleihebedingungen sowie dem Sicherheitentreuhändlervertrag, während andere Verträge bislang nicht zugänglich gemacht wurden. Die gewählten vertraglichen Konstruktionen schaffen es nicht, das Kernelement des Pfandbriefs nachzubilden!

Im Gegensatz zum Pfandbrief bei dem der Investor sich auf ein vom deutschen Gesetzgeber eigens zu seinem Schutz geschaffenes Gesetz verlassen kann und dessen Einhaltung von der BaFin beaufsichtigt wird, beruht seine Sicherheit beim LBB Structured Covered Bond auf vertraglichen Konzepten, deren Wirksamkeit nicht feststeht. Das gewählte Konstrukt der LBB ist somit ein Rückschritt hinter das bereits Erreichte. **Die Sicherheit der beiden Produkte kann nicht als gleichwertig eingeschätzt werden.**

Zum leichteren Verständnis möchte ich noch ein paar Worte zum Aufbau des LBB-Instrumentes sagen: Die LBB zieht zwei Möglichkeiten zur Konstruktion des Structured Covered Bonds in Betracht.

Eine davon ist die sog. Finanzierungsvariante (**Folie 23**), bei der die LBB Refinanzierungsdarlehen an dritte Kreditinstitute – vermutlich Sparkassen – vergibt. Zur Besicherung dieser Refinanzierungsdarlehen stellen die Sparkassen jeweils einen Sicherheitenpool zusammen, der an einen von der LBB benannten Sicherheitentreuhänder abgetreten wird und aus grundpfandrechtl. besicherten Forderungen der jeweiligen Sparkasse gegenüber ihren Kunden besteht. Die Grundpfandrechte verbleiben hingegen bei der Sparkasse. Darüber hinaus verpfändet die LBB die den Sparkassen gewährten Refinanzierungsdarlehen dem Sicherheitentreuhänder. Solange keine Kreditereignisse bei der Emittentin oder der Sparkasse eintreten, wird der Structured Covered Bond durch die LBB bedient. Die Festlegung bestimmter Ratingtrigger in den Verträgen zwischen den Beteiligten soll dazu führen, dass der Sicherheitentreuhänder im Falle der Insolvenz der Emittentin – oder im schlimmsten Fall – der Emittentin und der Sparkasse, Zugriff auf die Assets aus dem Sicherheitenpool hat, um die Ansprüche der Investoren zu bedienen. Es wird versucht, die Fälligkeit der Anleihe, die nach § 41 Insolvenzordnung bei Insolvenz der Emittentin eintritt zu verhindern, in dem eine eigenständige Zahlungspflicht des Sicherheitentreuhänders begründet wird. Jedoch bleibt nach Untersuchung der bislang vorliegenden Unterlagen zweifelhaft, ob dies gelingen kann. Es ist viel eher auf der Basis der vorliegenden Unterlagen davon auszugehen, dass der Sicherheitentreuhänder lediglich ein Recht auf Absonderung hinsichtlich der Zins- und Tilgungsleistungen der Sparkasse auf das Refinanzierungsdarlehen hat. Auch im Hinblick auf die Kundenforderungen der Sparkasse besteht wohl lediglich ein Absonderungsrecht, so dass der Sicherheitentreuhänder nur die vom jeweiligen Insolvenz-

verwalter erzielten Verwertungserlöse erhält, nicht jedoch eine Übertragung der kompletten – intakten – Forderungen erfolgt.

Ähnliches gilt für die zweite Konstruktionsmöglichkeit, die sog. Besicherungsvariante (**Folie 24**), bei der jedoch nicht die Refinanzierung einer Sparkasse im Vordergrund steht, sondern die Refinanzierung der LBB. Die Sparkasse tritt lediglich als Drittsicherheitsgeber auf und erhält dafür eine Prämie. Ein Refinanzierungsdarlehen als zusätzliche Sicherheit gibt es in dieser Variante daher nicht, sondern lediglich die von der Sparkasse abgetretenen Kundenforderungen.

Ohne weiter ins Detail der komplizierten vertraglichen Konstruktionen eingehen zu wollen, ist es mir wichtig, Sie noch auf einige wesentliche Unterschiede zum Pfandbrief hinzuweisen, die bisher im öffentlichen Diskurs nicht ausreichend beachtet wurden (**Folie 25**).

- Die mangelnde Insolvenzfestigkeit des Deckungspools ist natürlich ein wesentlicher Nachteil gegenüber dem Pfandbrief. In diesem Zusammenhang sollte man auch berücksichtigen, dass die Fälligestellung des LBB-Structured Covered Bonds bei Insolvenz der Emittentin dazu führen kann, dass die Renditeerwartungen der Investoren enttäuscht werden. Ein großer Teil der Covered Bond Anleger besteht aus sog. Buy-and-Hold-Investoren. Anlegern also, die ein Wertpapier kaufen, um es am Ende der Laufzeit zurückgezahlt zu bekommen und so eine bestimmte, von vornherein feststehende Rendite zu erzielen. Im Gegensatz zu dem LBB-Instrument ermöglicht der Pfandbrief dies. Selbst wenn der Emittent insolvent wird, wird die Deckungsmasse von einem von der BaFin vorgeschlagenen und vom Gericht bestellten Sachwalter fortgeführt und die ausstehenden Pfandbriefe termingerecht bedient.
- Ein weiterer wesentlicher Unterschied zum Pfandbrief liegt darin, dass für jeden LBB Structured Covered Bond ein eigener Sicherheitenpool als Sicherheit dient. Beim Ausfall der Emittentin können nur Verwertungserlöse aus diesem einen Pool zur Befriedigung der Investoren herangezogen werden. Das kann dazu führen, dass ein Structured Covered Bond der LBB „besser“ oder „schlechter“ ist, als ein an-

derer. Die einzelnen Emissionen werden jeweils vollständig unterschiedliche Kreditrisiken aufweisen.

- Die LBB wirbt für das neue Instrument u.a. mit dem jederzeitigen Bestreben, ein Aaa-Rating für die einzelnen Emissionen zu erreichen. Der „realisierbare Wert“ des Kundenforderungen-Portfolios soll daher immer den Nennbetrag der durch sie besicherten Anleihe um 10% übersteigen. Als Grundlage der Berechnung wird der jeweilige „Beleihungswert“ genannt. Wie aber bestimmt sich dieser Beleihungswert? Darüber wird in den vorliegenden Unterlagen keine Auskunft gegeben. Pfandbriefbanken müssen für grundpfandrechlich besicherte Forderungen, die sie in die Hypotheken-Deckungsmasse nehmen wollen, die Vorgaben der Beleihungswertermittlungsverordnung erfüllen und bieten damit erheblich mehr an Transparenz. Die LBB muss dies im Fall des neuen Instrumentes nicht tun.
- Transparenz (**Folie 26**) spielt an den weltweiten Anleihemärkten eine immer größere Rolle. Für die Investoren ist es besonders wichtig, über alle Aspekte und Wirkungsmechanismen eines Instrumentes, die Bonität des Emittenten und die Zusammensetzung möglicher Sicherheiten informiert zu sein. Im Rahmen des Gesetzgebungsverfahrens zum PfandBG war es den Pfandbriefbanken wichtig, dass dieses berechnete Interesse der Investoren durch entsprechende Vorgaben im PfandBG gesetzlich abgesichert wird. Dies entfällt im LBB-Fall. Der Investor weiß lediglich, dass die als Sicherheit dienenden Kundendarlehen an private Kreditnehmer von Sparkassen vergeben wurden. Welche Sparkassen dies sind und damit verbunden auch die regionale Belegenheit der Objekte, bleibt ihm unbekannt. Vielleicht teilt es ihm die LBB bei Auflegung einer Emission mit. Jedoch sieht der Prospekt ausdrücklich die Möglichkeit vor, dass der Sicherheitenpool einer Sparkasse gegen den einer anderen Sparkasse während der Anleihelaufzeit nach Ermessen der LBB ausgetauscht werden kann. Diese kann auch die Zusammenlegung von Sicherheitenpools vornehmen. Einen Anspruch, über solche Vorgänge informiert zu werden, hat der Investor nicht.

- Ich hatte heute bereits in anderem Zusammenhang auf die hohe Bedeutung der Aufsicht für die Sicherheit des Pfandbriefs hingewiesen. Es sollte an dieser Stelle ausreichen, wenn ich auf die Deckungsprüfungen hinweise, die die BaFin regelmäßig bei Pfandbriefemittenten durchführt. Die Zusammensetzung und Qualität der Sicherheitenpools der LBB-Anleihe sowie die Einhaltung der vertraglich vereinbarten Regelungen hingegen wird nicht von ihr überprüft. Ebenso wenig wird überprüft, ob die Ratingtrigger korrekt ausgelöst worden sind. Auch der im LBB-Fall eingesetzte Sicherheitentreuhänder unterliegt nicht ihrer Aufsicht.

Ich möchte an dieser Stelle auch noch einmal einen kurzen Blick auf die als Sicherheit verwendeten grundpfandrechlich besicherten Kundendarlehen werfen.

- In der Presse war zu lesen, dass es als besonders positiv zu beurteilen sei, dass die Sicherheitenpools bei der LBB-Anleihe nur rückstandsfreie Hypothekendarlehen beinhalten dürfen. Wenn man sich den Wertpapierprospekt genau anschaut, wird dort in der Tat festgelegt, dass leistungsgestörte Darlehen durch die jeweilige Sparkasse ersetzt werden müssen. Diese Vorgabe gilt allerdings nur, wenn zuvor eine Verschlechterung der Kreditwürdigkeit der Sparkasse bereits eingetreten ist. Inwiefern ein Institut, das gerade mit der eigenen sinkenden Bonität konfrontiert ist, jedoch in der Lage ist, neue einwandfreie Hypothekendarlehen als Sicherheiten zu generieren, erscheint durchaus wert zu hinterfragen.
- Als besonderer Vorteil des Structured Covered Bonds wurde in der Presse und in dem erwähnten Pre Sale Report die Fristenkongruenz zwischen der LBB-Anleihe und den Refinanzierungsdarlehen an die Sparkassen genannt. Dadurch entstehen auf der Aktiv- und der Passivseite jeweils gleichzeitig Zahlungsströme in Bezug auf Zins- und Tilgungsleistungen. Es ist jedoch zu bemerken, dass dies natürlich nur für die Finanzierungsvariante gelten kann und dort auch nur solange, wie nicht auf die im Sicherheitenpool befindlichen Kundendarlehen zurückgegriffen werden muss. In der Besicherungsvariante gibt es gar keine Refinanzierungsdarlehen.

Es verbleiben darüber hinaus noch eine ganze Reihe offener Fragen bezüglich des neuen Instruments aus Berlin, auf die ich hier aus Zeitgründen nicht mehr eingehen will, die Sie jedoch stichpunktartig der **Folie 27** entnehmen können.

Zu Beginn meiner Ausführungen zum LBB Structured Covered Bond habe ich Ihnen gesagt, dass wir uns dieses Instrument im vdp auch deshalb so genau angeschaut haben, um Punkte zu finden, die auch den Pfandbrief voranbringen könnten. Daher möchte ich Ihnen auch nicht verhehlen, dass mir ein Aspekt an dem Projekt sehr sympathisch ist. Die LBB versucht mit dem Produkt, grundpfandrechtl. Forderungen von Kreditinstituten, die selbst keine Pfandbriefe begeben – vielleicht, weil sie nicht die entsprechende kritische Größe hierfür haben – für den Markt zugänglich zu machen. Forderungen, die ansonsten lediglich in den Büchern der auslegenden Bank verwaltet werden, sollen dafür genutzt werden, die Refinanzierungskosten des Instituts oder der Emittentin zu senken. Das ist eine gute Intention; es gibt jedoch bessere Mittel sie umzusetzen, als das geplante Instrument der LBB.

2005 wurde das Refinanzierungsregistergesetz verabschiedet. Natürlich bedurfte es in der Folgezeit noch vieler Bemühungen, um ein tatsächlich funktionales Refinanzierungsregister zu etablieren. Jedoch scheinen hier in der Zwischenzeit wesentlichen Hürden abgebaut. Wir erwarten, dass es in nächster Zeit auch zum Einsatz kommen wird. Dennoch sollte kritisch überprüft werden, ob es hier noch weiterer Vereinfachungen bedarf, um dieses Instrument mit Leben zu füllen. Das Refinanzierungsregister ermöglicht die Nutzung von grundpfandrechtl. besicherten Forderungen bzw. von Grundschulden von einem Kreditinstitut durch eine Pfandbriefbank. Das Verfahren mag etwas komplizierter als im LBB-Fall wirken. Im Gegensatz zur LBB-Konstruktion entsteht hierdurch jedoch ein gesetzlich verankerter Anspruch auf Übertragung und ausdrücklich eine insolvenzfeste Lösung. Am Ende wird der Markt entscheiden, ob und zu welchem Preis der LBB Structured Covered Bond platziert werden kann.

Meine sehr geehrten Damen und Herren, ich bin damit am Ende meiner Ausführungen und danke Ihnen für Ihre Aufmerksamkeit bei dieser z.T. komplizierten Materie. Wir stehen Ihnen für Rückfragen nun gerne zur Verfügung.