

Swiss Fixed Income Special

Pfandbrief ist nicht gleich Pfandbrief

Manfred Büchler (+41 1 333 37 35)
Simone Stäuble

Die internationale Nachfrage nach gedeckten Schuldverschreibungen (u.a. Deutscher Pfandbrief, französische Obligation foncière) steigt weiter kräftig an. Viele Investoren suchen nach qualitativ hochwertigen, liquiden Anlagemöglichkeiten. So haben zum Beispiel die Deutschen Pfandbriefe am EUR-Kapitalmarkt ein grosses Gewicht, stellen sie doch mit über EUR 1.1 Billionen das grösste Segment dar, noch vor den Staatsanleihen von Italien, Deutschland und Frankreich. Da auch in anderen Ländern die Entwicklung bei diesen gedeckten Bankschuldverschreibungen fortschreitet und dies die Produktpalette in diesem Segment weiter bereichern dürfte, wird es für Investoren immer schwieriger, die Bonität der Pfandbriefe in den einzelnen Ländern richtig zu bewerten und entsprechend zu differenzieren. Im Grossen und Ganzen weist diese Anlagekategorie eine vergleichsweise hohe Bonität auf. Dennoch bleibt erheblicher Spielraum für signifikante Bonitätsunterschiede zwischen den einzelnen europäischen Ausgestaltungsformen des Pfandbriefes. Die vorliegende Studie soll einen Vergleich der einzelnen Pfandbriefgesetzgebungen in Europa sowie einen Überblick über Merkmale sowie Unterschiede in den verschiedenen europäischen Ländern aufzeigen. Zudem wird auf Differenzen zu ungesicherten Anleihen von Pfandbriefemittenten eingegangen.

Entstehung der Pfandbriefe Pfandbriefe sind gedeckte Schuldverschreibungen. Die emittierten Anleihen werden durch einen mit einem Grundpfand hinterlegten Hypothekarkredit (Hypothekendarlehen) oder durch Kredite an die öffentliche Hand bzw. durch diese garantierte Darlehen (öffentliche Pfandbriefe) gesichert. Dies erlaubt den Pfandbriefinstituten eine günstige Refinanzierung ihrer Kredite. Da das Kreditrisiko durch das Deckungsvermögen gesichert ist, werden Pfandbriefe von einzelnen Ratingagenturen auch unabhängig von der Emissionsbank bewertet. Für Banken, welche nicht über ein erstklassiges Rating verfügen (häufig kleinere Banken), bieten Pfandbriefe somit die Möglichkeit einer Refinanzierung ihrer Hypothekar- bzw. Kommunalkredite zu günstigeren Zinskonditionen, als sie direkt mit ungesicherten Anleihen auf dem Kapitalmarkt erreichen könnten. Der Pfandbriefinvestor profitiert dagegen von einer Anlage sehr hoher Qualität, welche im Vergleich zu Staatsanleihen aber etwas besser rentiert. Zwar gibt es keine explizite Garantie einer staatlichen Stelle, aber die zahlreichen gesetzlichen Vorschriften machen den Pfandbrief zu einer der sichereren Anlagen.

Der Pfandbrief hat eine lange Tradition im deutschsprachigen Raum. Das deutsche Hypothekendarlehensgesetz trat bereits 1900 in Kraft. Das Gesetz über Pfandbriefe und verwandte Schuldverschreibungen öffentlich-rechtlicher Kreditanstalten folgte 1927. In der Schweiz wurde 1930 ein Pfandbriefgesetz erlassen und kurz darauf die Pfandbriefbank gegründet. Etwa zur gleichen Zeit wurde der Pfandbrief auch in Österreich eingeführt. Der Pfandbriefmarkt war lange Zeit durch kleine, auf das inländische Publikum ausgerichtete Emissionen charakterisiert. Mit der deutschen Wiedervereinigung und den damit verbundenen Finanzierungsbedürfnissen erlebte der deutsche Pfandbrief einen Aufschwung. Um eine höhere Liquidität in diesem Markt zu erreichen, wurden 1995 die Jumbo-Pfandbriefe lanciert. Diese unterscheiden sich vom „traditionellen“ deutschen Pfandbrief im Wesentlichen dadurch, dass ein Mindestemissionsvolumen von EUR 500 Mio vorgeschrieben ist und für die Konsortialbanken ein Zwang zum Market Making be-

steht. Bezüglich der Sicherheiten erfüllen die Jumbo-Pfandbriefe die selben Standards wie herkömmliche Pfandbriefe.

Durch diese liquiden Grossemissionen ist der Pfandbriefmarkt auch für internationale Anleger attraktiv geworden. Viele europäische Länder haben in neuerer Zeit selbst „Pfandbriefgesetze“ erlassen und sich dabei zum Teil stark am deutschen System orientiert. So wurde zum Beispiel 1997 in Luxemburg, 1999 in Frankreich und Spanien sowie Ende 2001 in Irland ein neues Hypothekbankgesetz erlassen. In einzelnen Punkten können dennoch starke Abweichungen bestehen, sodass sich für den Investor eine eingehende Auseinandersetzung mit den verschiedenen Pfandbriefgesetzgebungen lohnt. Bislang wurden die Erwartungen in die neuen Märkte bezüglich Marktliquidität und Marktvolumen allerdings nicht erfüllt. Der deutsche Pfandbriefmarkt war Ende 2002 mit einem Marktanteil von 75% weiterhin der dominierende europäische Markt für gedeckte Schuldverschreibungen.

Unterschied
zwischen
öffentlichen und
Hypotheken-
pfandbriefe

In den meisten europäischen Ländern werden zwei Arten von Pfandbriefen unterschieden: Hypothekpfandbriefe und öffentliche Pfandbriefe. Hypothekpfandbriefe sind Anleihen zur Refinanzierung von Darlehen, welche durch Hypotheken oder Grundschulden besichert sind. Öffentliche Pfandbriefe werden dagegen zur Refinanzierung von Darlehen an die öffentliche Hand (Bund, Länder, Gemeinden und Anstalten des öffentlichen Rechts) begeben. In Deutschland werden zwar Hypothekbanken und öffentlich rechtliche Institute unterschieden, die Bezeichnung der Pfandbriefe richtet sich dabei jedoch nach dem Deckungsvermögen und nicht nach dem Emittenten. In der Schweiz werden nur Hypotheken durch Pfandbriefe refinanziert.

Sicherheiten

Pfandbriefe unterstehen strengen gesetzlichen Bestimmungen. In den meisten europäischen Ländern gilt das Spezialbankenprinzip, was heisst, dass es nur speziell durch das Gesetz bestimmten Banken erlaubt ist, Pfandbriefe zu emittieren. Das Tätigkeitsfeld der Hypothekbanken wird dabei gesetzlich stark eingegrenzt. Dies garantiert eine hohe Professionalität und die Abschirmung vor Risiken aus anderen Bankgeschäften. Für die öffentlich-rechtlichen Banken (v.a. in Deutschland) besteht diese Regelung allerdings nicht. Die der Besicherung dienenden Aktiva müssen sowohl für öffentliche wie auch für Hypothekpfandbriefe zu getrennten Deckungsmassen zusammengefasst werden. Einem Pfandbrief steht somit nicht eine einzelne Forderung gegenüber, sondern es werden die Gesamtbeträge der jeweiligen Pfandbriefe und Forderungen gegeneinander aufgewogen. Die Pfandbrief-Deckungsmasse, auch Deckungspool, ist also ein dynamisches Gebilde mit unbegrenzter Lebensdauer. Um die geforderte Sicherheit zu garantieren, wird in einigen Ländern vorgeschrieben, dass die ausgegebenen Pfandbriefe im Hinblick auf Nennwert, Laufzeit, Verzinsung und Währung weitgehend mit den zu finanzierenden Darlehen übereinstimmen müssen (Gleichgewichts- und Deckungsprinzip). Die Vielzahl der Forderungen bietet gleichzeitig einen Risikoausgleich des Deckungsvermögens. Die zur Deckung der Pfandbriefe genutzten Forderungen verbleiben allerdings auf der Bilanz der Hypothekbank. Um eine eindeutige Zuteilung der Forderungen zur Deckungsmasse zu gewährleisten, werden diese in ein Deckungsregister eingetragen.

Die im Deckungsregister eingetragenen Grundpfandrechte dürfen nur bis zu einem gewissen Prozentsatz des konservativ ermittelten Wertes in der Deckungsmasse berücksichtigt werden. In der Schweiz sind dies zwei Drittel des Belehnungswertes, in den meisten übrigen europäischen Ländern in der Regel 60%. Im Gegensatz zu Hypothekdarlehen werden für die auf Staatskrediten beruhenden öffentlichen Pfandbriefe keine dinglichen Sicherheiten bestellt. Allerdings garantieren Finanzausgleichsregelungen auf staatlicher Ebene in den meisten Fällen faktisch die Zahlungssicherheit.

Im Konkursfall

Im Fall der Insolvenz einer Hypothekbank wird in vielen Fällen das Deckungsvermögen aus der Konkursmasse herausgelöst und dient ausschliesslich der Erfüllung der Ansprüche der Pfandbriefgläubiger (Sondervermögen). Solange die Deckungsmasse nicht notleidend ist, laufen die Pfandbriefe normal weiter. Dieses Vorrecht gilt auch für Zins- und Tilgungsforderungen, die nach Eröffnung des Konkurses eingehen. Andere Gläubiger können erst auf das Deckungsvermögen zugreifen, wenn keine Forderungen der Pfandbriefgläubiger mehr ausstehend sind. Auf das restliche Vermögen der Hypo-

thekebank haben Pfandbriefgläubiger – falls überhaupt – und andere Gläubiger dagegen gleichberechtigt Anspruch.

Die Risiken bei Pfandbriefen

Bonitätsrisiko

Wie bei allen Obligationenengagements besteht auch bei Pfandbriefen ein Bonitätsrisiko („Credit Risk“). Dabei ist das Bonitätsrisiko bei Hypothekenspfandbriefen grundsätzlich höher einzustufen als bei öffentlichen Pfandbriefen. So sind die den öffentlichen Pfandbriefen zugrundeliegenden Darlehen der öffentlichen Hand weniger zyklischen Schwankungen unterworfen. Zudem kann davon ausgegangen werden, dass im Falle einer Zahlungsunfähigkeit eines Pfandbriefemittenten eine schnellere Verwertung des Deckungsstocks durchführbar wäre, weil eine allfällige „Due Diligence“ weniger Zeit in Anspruch nähme.

Bei den Hypothekenspfandbriefen liegt das Bonitätsrisiko in den Grundpfändern. So sind in der Regel die Risiken bei Geschäftsliegenschaften, unbebauten Grundstücken oder im Bau befindlichen Objekten höher als bei Wohnhäusern. In einigen Ländern bestehen daher prozentuale Einschränkungen, wie hoch der Anteil einer Kategorie in einem Deckungsstock sein darf. Weil in den einzelnen Ländern unterschiedliche Gesetzgebungen (z.B. betreffend Grundpfandverwertung, Grundbücher, Hypothekenrecht) gelten, kann sich das Risiko bei Hypothekenspfandbriefen, in deren Deckungspool auch ausländische Liegenschaften als Deckung zugelassen sind, erhöhen. Zusätzlich kommen in den verschiedenen Ländern zum Teil unterschiedliche Bewertungsmethoden für die Wertermittlung von Liegenschaften zur Anwendung, mit denen der Emittent vielleicht nicht vertraut ist. Einzelne Länder (z.B. Deutschland) kennen deshalb Vorschriften, wonach die Hypothekenbanken prüfen müssen, ob die nach nationalem Recht vorgeschriebene Methodik zur Ermittlung des Beleihungswertes eingehalten wird. Zudem stellt sich in einigen Ländern die Frage, ob das Konkursprivileg für die Pfandbriefgläubiger sichergestellt ist. Entsprechend existieren in einigen Ländern auch Vorgaben über die Höhe eines eventuellen Auslandsengagements des Emittenten. Um das Bonitätsrisiko bei Hypothekenspfandbriefen zu verkleinern, gibt es in den meisten Ländern konservative, gesetzlich verankerte Bewertungsmethoden für Liegenschaften. Zum Teil werden externe Bewertungen und periodische Überprüfungen vorgeschrieben.

Marktrisiken

Die Vermögenswerte in einem Deckungsstock bestehen oftmals aus amortisierbaren Darlehen, weshalb die Deckungsstöcke dynamisch sind und sich ihre Zusammensetzung über die Zeit ändert. Zudem können vorzeitige Rückzahlungen in einigen Ländern beträchtliche Ausmasse annehmen. Die Pfandbriefe dagegen weisen einen fixen Verfall auf. Daraus kann für die Emittenten ein erhebliches Zinssatzänderungsrisiko und/oder Cashflow-Mismatching entstehen. Um diese Risiken zu reduzieren, bestehen in einzelnen Ländern zum Teil restriktive Regeln (u.a. Dänemark, Deutschland, Irland). Der Einsatz von Derivaten zur Absicherung von Zinssatzrisiken und Cashflow-Mismatching aus den Pfandbriefen und deren Sicherheiten ist vereinzelt vorgeschrieben. Dazu kommt, dass Zahlungen aus solchen Derivatgeschäften mit den Zahlungen an die Pfandbriefgläubiger gleichgestellt sind und die Absicherungsgeschäfte auch bei einem Konkurs des Emittenten weiter Bestand hätten. Diese Derivatgeschäfte dürfen in einigen Ländern zum Deckungspool addiert werden. Wechselkursrisiken müssen in allen Ländern abgesichert werden.

Deckungsausfallrisiko („substitution risk“)

Die Zusammensetzung der Deckungsstöcke kann sich wie erwähnt im Laufe der Zeit ändern. Für den Pfandbriefgläubiger können sich daraus Risiken ergeben, falls der Emittent keinen adäquaten oder gar keinen Ersatz für die ordentliche Deckung aufbringen kann, womit für die Pfandbriefgläubiger weniger Deckung zur Verfügung stünde.

Einige Länder erlauben deshalb auch andere Vermögenswerte als Ersatzdeckung. Diese müssen allerdings beste Bonität aufweisen und bei der Europäischen Zentralbank diskontfähig sein (sogenannte „Tier 1 Assets“). Auch Bankguthaben sind teilweise als Ersatzdeckung zugelassen. Damit erhöht sich aber unter Umständen das Risiko („counterparty risk“), je nach Bonität der entsprechenden Bank, denn Mindestanforderungen an das Bankrating gibt es keine.

Eine Überdeckung kann die genannten Risiken mindern. Allerdings verlangt die Ratingagentur Moody's, dass eine Überdeckung gesetzlich verankert sein müsse, damit sie diese in die Bonitätsbewertung miteinbeziehe. Eine solche gesetzliche Verankerung besteht aber nur in Dänemark, Frankreich und Spanien. In einigen Ländern findet sich auch die Möglichkeit, dass bei einer Zahlungsunfähigkeit eines Pfandbriefemittenten die Deckungsstöcke auf andere Manager übertragbar sind. Allerdings geht Moody's davon aus, dass eine solche Übertragung lediglich in Dänemark und Deutschland ohne zeitliche Verzögerung möglich wäre, weil dort die Wichtigkeit und Tiefe des Pfandbriefmarktes das systemische Risiko mindert. In einigen Ländern (z.B. Dänemark, Frankreich) ist es möglich, einzelne Pfandbriefe mit verbesserten Schutzbestimmungen für die Pfandbriefgläubiger zu versehen. Diese hätte positive Auswirkungen auf das Rating des entsprechenden Pfandbriefes.

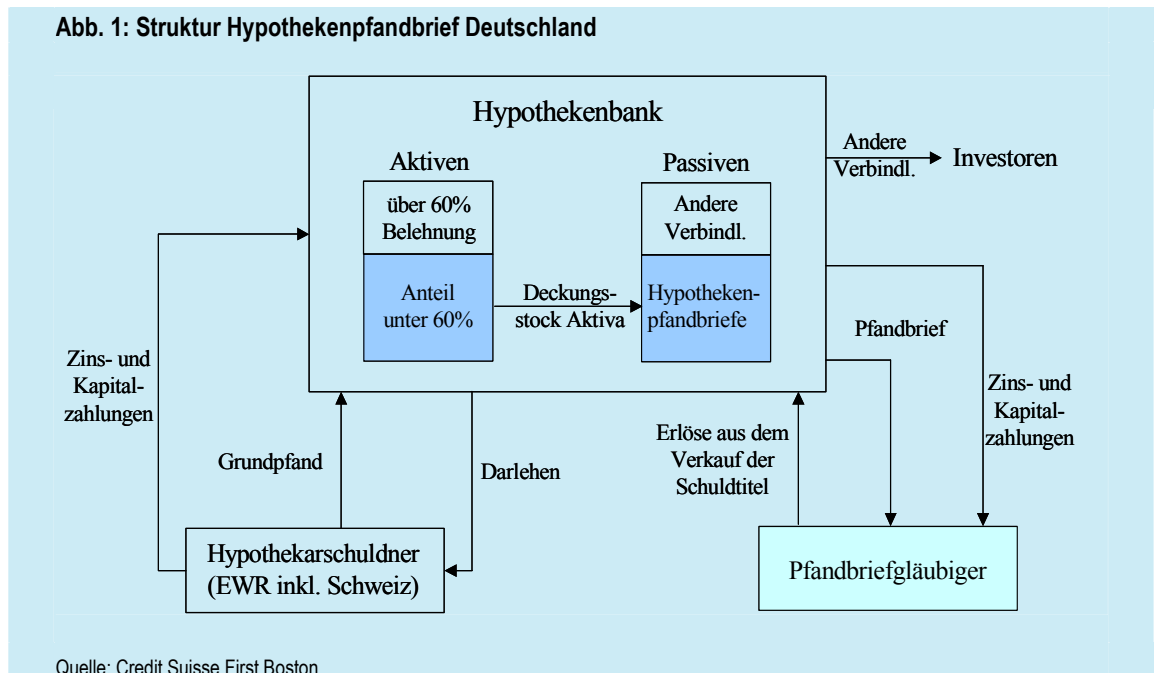
Länderspezifische Eigenheiten

In den letzten Jahren fand zwar eine Annäherung der europäischen Gesetzgebungen über Pfandbriefe statt. Allerdings weisen die einzelnen gesetzlichen Bestimmungen immer noch Besonderheiten auf, womit sich ein heterogenes Bild ergibt. Im Folgenden gehen wir auf die Spezifikationen in einzelnen Ländern ein.

Deutschland

In Deutschland sind 20 private Hypothekenbanken, 18 Landesbanken und 2 Schiffsbanken zur Ausgabe von Pfandbriefen berechtigt, wobei die Hypothekenbanken dem Hypothekbankgesetz (HBG) von 1900, die öffentlich-rechtlichen Emittenten dem Gesetz über Pfandbriefe und verwandte Schuldverschreibungen öffentlich-rechtlicher Kreditanstalten (ÖPG) von 1927 und die Schiffsbanken dem Gesetz über Schiffspfandbriefbanken von 1943 unterstellt sind. Die 20 privaten Hypothekenbanken sind in 17 „reine“ und 3 „gemischte“ Hypothekenbanken unterteilt. Die Aktivität der reinen Hypothekenbanken ist gesetzlich auf das Hypothekargeschäft sowie auf das Kreditgeschäft mit öffentlichen Körperschaften beschränkt.

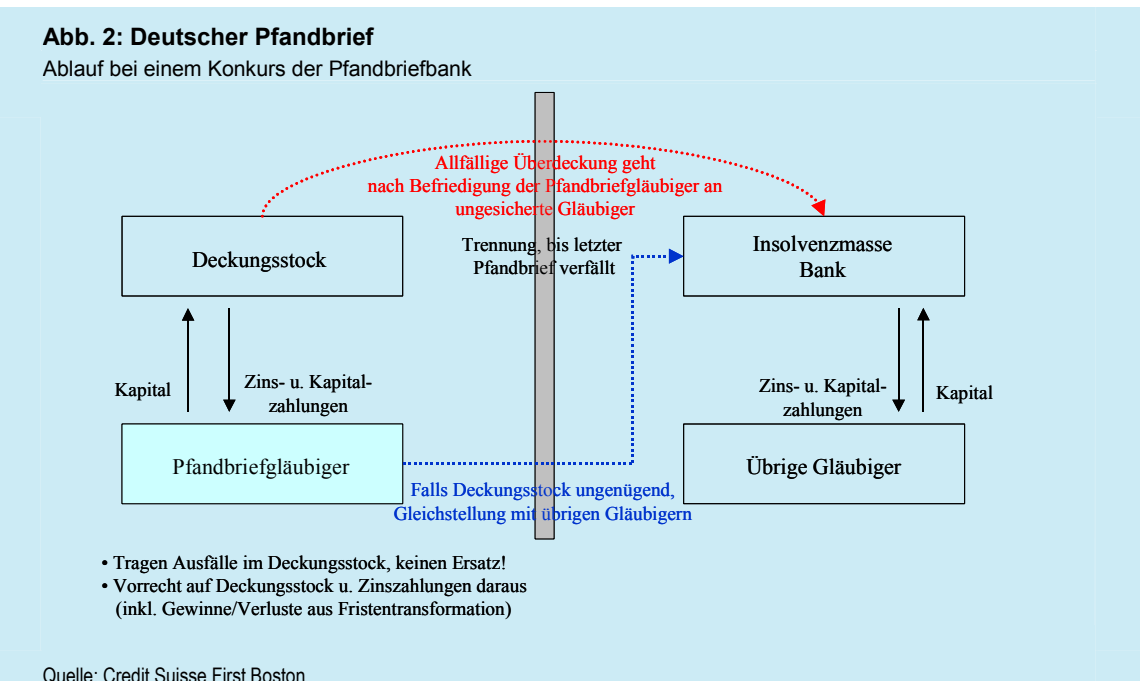
Abb. 1: Struktur Hypothekpfandbrief Deutschland



Gemischte Institute können über das Geschäftsfeld der reinen Hypothekenbanken hinaus auch allgemeine (Universal-) Bankgeschäfte betreiben. Hypothekenbanken dürfen nur als „reine“ Hypothekenbanken gegründet werden. Die gemischten Institute stellen eine historisch begründete Ausnahme dar, da sie vor dem Erlass des Hypothekengesetzes (HBG) im Jahr 1900 bereits Bankgeschäfte verschiedener Art betrieben haben. Seit der Überarbeitung des Hypothekbankgesetzes (HBG-Novelle, Stand 1. Juli

2002) im Rahmen des 4. Finanzmarktförderungsgesetzes sind darüber hinaus weitergehende Dienstleistungen rund um die Immobilie erlaubt, die in engem Zusammenhang mit ihren Kernkompetenzen, den Immobilien- und Staatsfinanzierungen stehen. Bei den Landesbanken handelt es sich im Gegensatz zu den reinen Hypothekenbanken um weitgehend universell tätige Kreditinstitute.

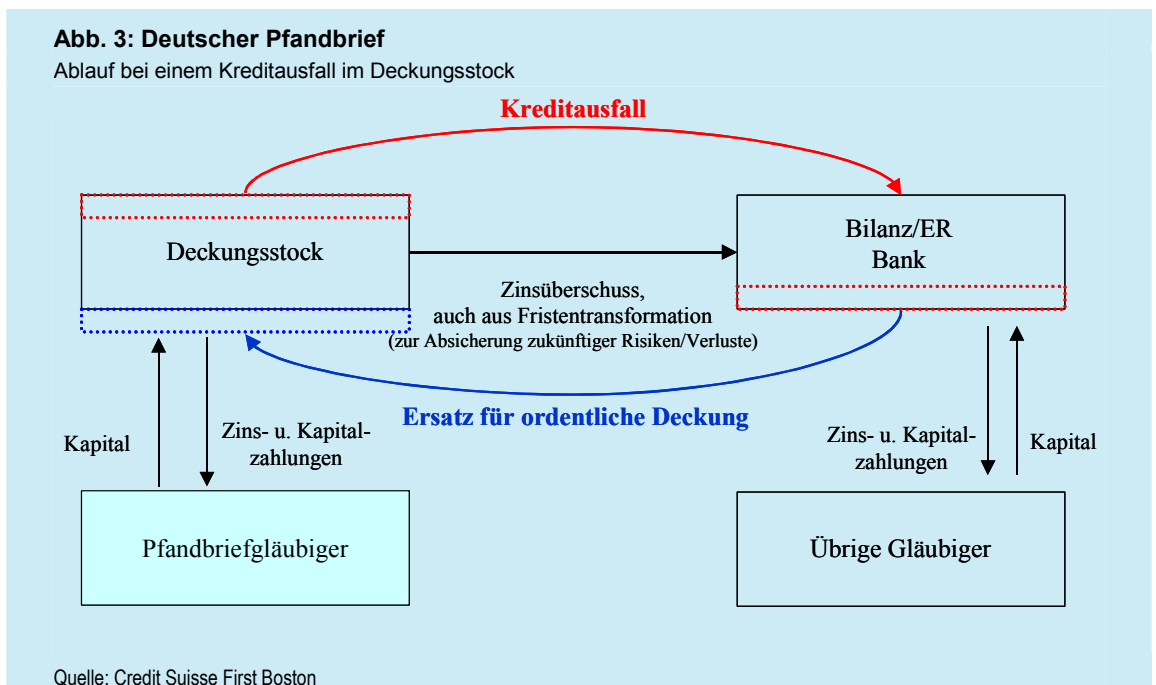
Die ausstehenden Pfandbriefe müssen jederzeit mindestens in der Höhe des Nennwertes und seit 1. Juli 2002 auch nach dem Barwert durch erstrangige Hypothekendarlehen auf vielfältig benutzbare Objekte sowie Wohn- und Geschäftliegenschaften – im Falle von öffentlichen Pfandbriefen durch Darlehen der öffentlichen Hand – gedeckt sein. Mit der durch das 4. Finanzmarktförderungsgesetz eingeführten HBG-Novelle wurde eine regionale Ausweitung der Geschäftstätigkeit möglich, die es den Hypothekenbanken nunmehr erlaubt, Staatskredite ausserhalb Europas, nämlich in die USA, Kanada und Japan zu vergeben. Hypothekarkredite in den USA, Kanada und Japan dürfen derzeit zur Deckung von Pfandbriefen noch nicht verwendet werden. Hinzu kommt im Hypothekar- und Staatskreditgeschäft die Schweiz. Ausserdem wird das Kreditgeschäft mit den Zentralregierungen der europäischen OECD-Staaten erlaubt.



Während die Staatskredite durch Öffentliche Pfandbriefe refinanziert werden dürfen, schliesst der Gesetzgeber (mit Ausnahme der Schweiz) die Refinanzierung von Hypothekendarlehen durch Pfandbriefe aus. Dabei darf das Auslandsengagement in Ländern, bei denen das deutsche Konkursprivileg bei Pfandbriefen nicht sichergestellt ist, 10% der ausstehenden Pfandbriefe nicht übersteigen. Die Belehnung bei Hypotheken darf 60% des sogenannten Beleihungswertes des Grundpfandes, der gesetzlich geregelt ist und ca. 10% unter dem Verkehrswert liegt, nicht übersteigen. Dies entspricht dem Vorsichtsprinzip. Falls die Deckungsmasse nicht den vorgeschriebenen Bedingungen entspricht, kann eine Ersatzdeckung bis zur Höhe von 10% des gesamten Pfandbriefumlaufs vorgenommen werden. Dazu dürfen allerdings nur Werte von erstklassiger Bonität, wie zum Beispiel Schuldverschreibungen des Bundes, verwendet werden. Zur eindeutigen Identifikation werden die zur Deckungsmasse gehörenden Vermögenswerte in ein Deckungsregister eingetragen, welches in regelmässigen Abständen durch die deutsche Bankenaufsicht überprüft wird. Ohne Bescheinigung eines unabhängigen, von der Bankenaufsicht ernannten Treuhänders über das Vorhandensein einer Deckung dürfen keine Pfandbriefe emittiert werden. Die Laufzeiten und der Zins der Pfandbriefe und der damit refinanzierten Kredite müssen aufeinander abgestimmt werden. Über das beste-

hende Zinssatzrisiko und/oder Cashflow-Mismatching sind im Rahmen des sogenannten „Ampelmodells“ regelmässige Meldungen über Zinsänderungen anhand bestimmter Stressszenarien an die Bankaufsicht vorgeschrieben. Die HBG-Novelle erlaubt neu auch die Einbeziehung von Derivaten in die Deckungsmasse von Pfandbriefen (v.a. Zinsswaps). Hierdurch wird eine weitere Verbesserung der Kreditqualität von Pfandbriefen erreicht, denn dadurch kann eine bessere Laufzeitenkongruenz hergestellt werden. Zudem bestehen gewisse Vorschriften über die Höhe der Pfandbriefemissionen: Die reinen Hypothekenbanken dürfen Pfandbriefe bis zum 60fachen des haftenden Eigenkapitals emittieren, die gemischten Hypothekenbanken bis zum 48fachen. Für die öffentlich-rechtlichen Emittenten gibt es keine Obergrenze. Auch für das Auslandgeschäft existieren gewisse Vorschriften.

Seit dem Erlass des Hypothekenbankgesetzes ist noch nie eine Hypothekenbank insolvent geworden. Sollte der Fall doch einmal eintreten, so wird das in der Deckungsmasse befindliche Vermögen ausschliesslich zur Erfüllung der Ansprüche der Pfandbriefgläubiger verwendet. Andere Gläubiger könnten erst dann hierauf zurückgreifen, wenn die Ansprüche der Pfandbriefgläubiger im vollen Umfang erfüllt sind. Allerdings kennt der Gesetzgeber keine zwingende Überdeckung. Tatsächlich ergibt sich aus dem deutschen Hypothekenbankgesetz, dass auch im Falle der Insolvenz eine Überdeckung, die für die Pfandbriefgläubiger benötigt werden könnte, erhalten bleibt, denn nach der Formulierung des Gesetzes müsste sie nur herausgegeben werden, wenn nachgewiesen würde, dass sie nicht benötigt wird. Die nach Eröffnung des Konkursverfahrens eingehenden Zins- und Tilgungszahlungen auf Deckungswerte gehören zur Deckungsmasse. Die Pfandbriefe laufen auch nach der Insolvenz der Hypothekenbank weiter. Nur falls die Deckungsmasse notleidend ist, werden die Pfandbriefe fällig.

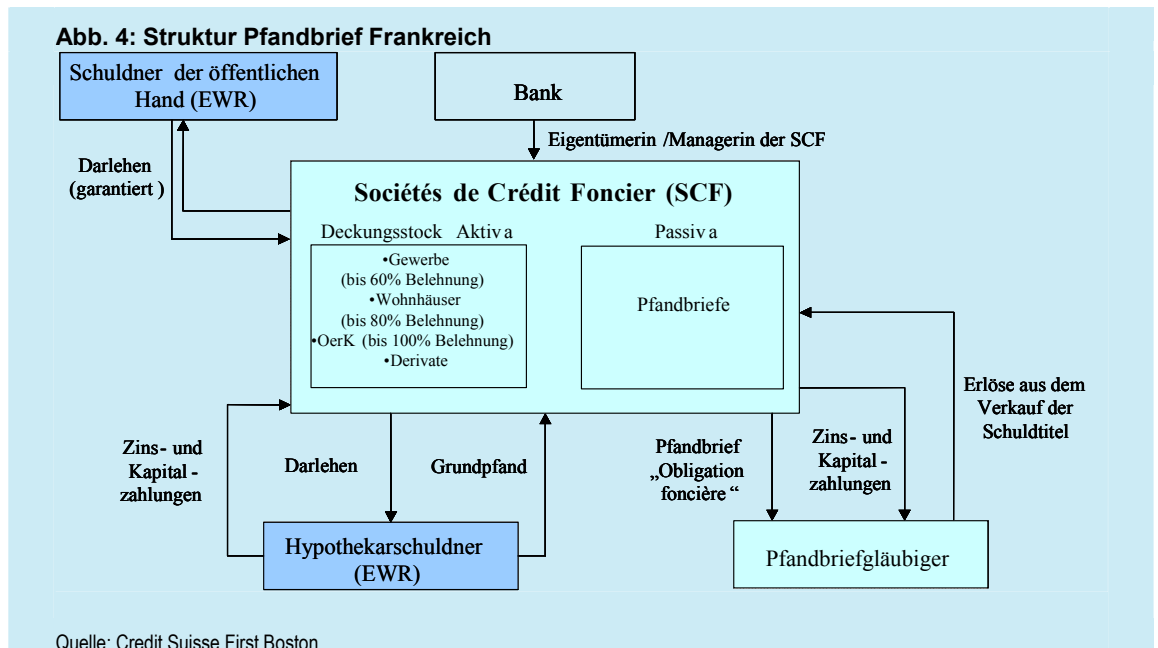


Eine Analyse der genauen rechtlichen Vorgehensweise im Falle einer Insolvenz wird fortlaufend vorgenommen und die Hypothekenbanken in Deutschland streben an, in naher Zukunft eine weitere Konkretisierung der Regelungen im HBG vorzunehmen.

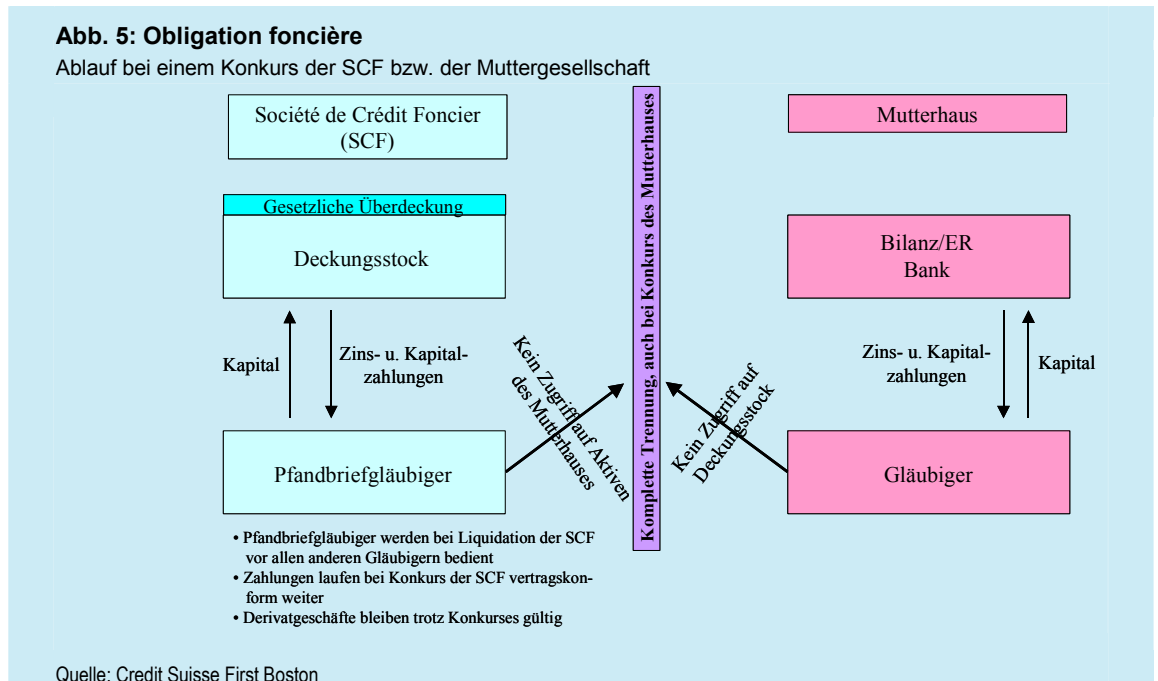
Frankreich

Das französische Pfandbriefgesetz trat 1999 in Kraft. Finanzinstitute können spezielle Gesellschaften, sog. „Sociétés de Crédit Foncier“ (SCF) gründen, welche berechtigt sind, Obligations foncières (die französischen Pfandbriefe) zu emittieren. Im Gegensatz zu den deutschen Pfandbriefen und den luxemburgischen Lettres de gage werden Obligations foncières durch sämtliche Aktiven der SCF gedeckt, also sowohl durch die öffentliche Hand als auch durch Immobilien. Dabei wird in Frankreich nicht unterschieden

zwischen Hypothekendarlehen und öffentlichen Pfandbriefen, die Deckungsmassen für Hypothekendarlehen und öffentliche Pfandbriefe werden somit nicht getrennt. Die SCF sind direkt der französischen Bankenaufsicht unterstellt. Bankaktivitäten, die nicht in diesem Zusammenhang stehen, sind ihnen untersagt. Allerdings dürfen die SCF auch ungesicherte Anleihen emittieren. Es bestehen keine Beschränkungen über die Höhe der emittierten Papiere (Obligations foncières und ungesicherte Anleihen). Es bestehen keine Vorschriften bezüglich Klumpenrisiken, geografischer Diversifikation oder Aufteilung der Aktiva (z.B. nach Wohn- bzw. Gewerbeliegenschaften). Im Deckungsstock sind Darlehen an Schuldner aus der EU, Island, Norwegen, Liechtenstein, den USA, Kanada, der Schweiz und Japan zugelassen. Wie in Deutschland muss die Ermittlung des Liegenschaftswertes konservativ erfolgen und ist für grosse Objekte gesetzlich geregelt. Der Deckungsstock muss jederzeit höher sein als die ausstehenden Obligations foncières (so u.a. auch in Deutschland und Luxemburg). Falls die Deckungsmasse nicht den vorgeschriebenen Bedingungen entspricht, kann eine Ersatzdeckung bis zur Höhe von 20% (mit Bewilligung der Aufsichtsbehörde bis 30%) des gesamten Pfandbriefumlaufs vorgenommen werden. Diese muss allerdings beste Bonität aufweisen und bei der Europäischen Zentralbank diskontfähig sein (sogenannte „Tier 1 Assets“). Auch Bankguthaben sind teilweise als Ersatzdeckung zugelassen. Die ordnungsgemässe Deckung wird jedoch durch eine gesetzliche Aufsichtsperson kontrolliert. Diese überwacht und meldet auch ein allfälliges Zinssatz- und Verfall-Mismatching an die Bankenaufsicht, obwohl der Schutz gegen Mismatching nicht gesetzlich vorgeschrieben ist. Allerdings kann dieser in den Anleihebedingungen festgehalten werden.



Weil es sich bei den SCF nicht um operativ tätige Unternehmen handelt, ist die Struktur der Obligations foncières unseres Erachtens ähnlich wie bei Asset Backed Securities. Bei den Obligations foncières ist das Risiko des Cashflow- bzw. Zinssatz-Mismatches höher als in Deutschland oder Luxemburg, weil auch Festhypotheken frühzeitig ohne grössere Kommissionen zurückbezahlt werden dürfen. Allerdings ist dieser Umstand im heutigen Tiefzinsumfeld nicht von Bedeutung.

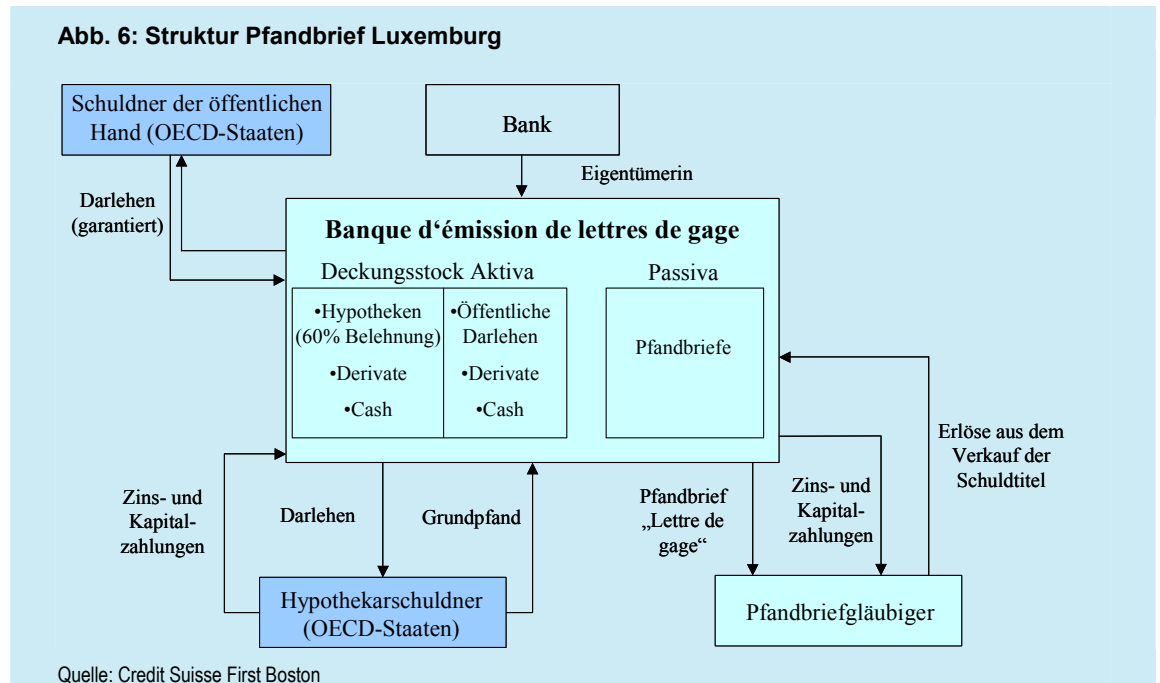


Obwohl die SCF in der Regel 100%-Tochtergesellschaften von bestehenden Banken sind und auch von der Muttergesellschaft gemanagt werden, können sie bei einem Konkurs der Muttergesellschaft nicht haftbar gemacht werden. Die Pfandbriefgläubiger ihrerseits haben kein Anrecht auf Vermögen ausserhalb der SCF. Dies im Gegensatz zu Deutschland, wo die Pfandbriefgläubiger bei ungenügendem Deckungsstock mit den ungesicherten Gläubigern der Pfandbriefbank gleichgestellt werden. Bei Konkurs der Muttergesellschaft ist gesetzlich vorgesehen, dass ein Dritter das Management der SCF übernimmt. Im Falle eines Konkurses des SCF selbst ist das Vorrecht (vor Löhnen und Steuern) der Pfandbriefgläubiger auf die Aktiven gesetzlich verankert. Die Obligation foncières werden dabei nicht fällig. Die Zahlungen erfolgen zu den vertraglich vereinbarten Fälligkeitszeitpunkten. Bis die Pfandbriefgläubiger sämtliche ausstehenden Zahlungen erhalten haben, darf kein anderer Gläubiger auf Aktiven der SCF zugreifen.

Luxemburg

Das Luxemburger Pfandbriefgesetz wurde 1997 verabschiedet und lehnt sich stark an das deutsche Vorbild an. Im Herbst 2000 wurde eine erste Revision abgeschlossen. Einer der grössten Unterschiede besteht darin, dass Kommunal- und Hypothekendarlehen in allen EWR- und OECD-Staaten unbegrenzt vergeben werden können. Dies erhöht das Risiko eines Zahlungsausfalls etwas, zumal das Konkursprivileg der Pfandbriefgläubiger nicht in allen Staaten gesichert ist. Die luxemburgischen Pfandbriefbanken haben sich jedoch freiwillig zur regelmässigen Veröffentlichung von Informationen über die Deckungsaktiva verpflichtet. Ein weiterer Unterschied besteht darin, dass eine Ersatzdeckung bis zur Höhe von 20% des gesamten Pfandbriefumlaufs vorgenommen werden darf. Nur speziell lizenzierte Banken dürfen Pfandbriefe herausgeben. Öffentlich-rechtliche und gemischt-wirtschaftliche Banken können die Lizenz nicht erwerben. Das Geschäftsfeld der lizenzierten Institute ist auf das Hypothekengeschäft (Lettres de gage hypothécaires) und die Vergabe von Darlehen an öffentlich-rechtliche Körperschaften (Lettres de gage publiques) beschränkt. Weitergehende Bank- und Finanzgeschäfte sind zulässig, sofern sie Neben- oder Hilfscharakter aufweisen (z.B. Kauf von Immobilien, An-/Verkauf von Wertschriften für Dritte). Der Umlauf von Pfandbriefen einer Hypothekbank ist grundsätzlich auf das 60fache der Eigenmittel beschränkt. Auch in Luxemburg werden separate Deckungsregister für die jeweilige Pfandbriefart geführt.

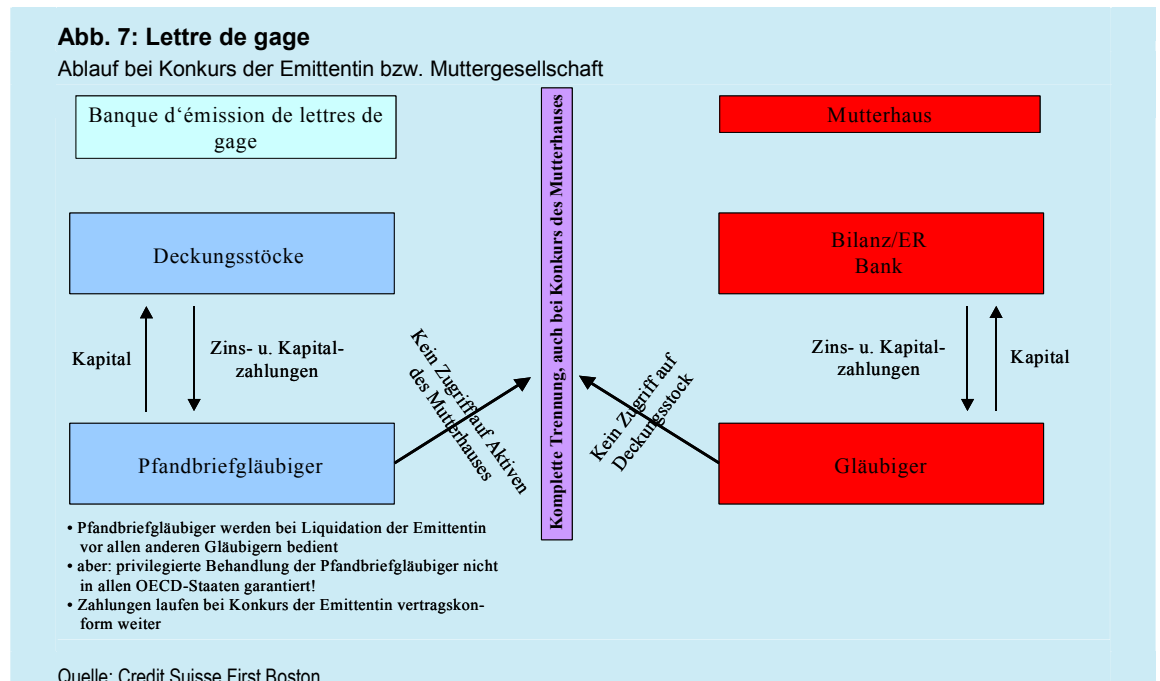
Abb. 6: Struktur Pfandbrief Luxemburg



Im Falle der Insolvenz einer „Banque d'émission de lettres de gage“ haben die Pfandbriefgläubiger ein Vorrecht auf den Cashflow aus dem jeweiligen Deckungsvermögen. Wie in Deutschland und Frankreich haben nur die Pfandbriefgläubiger selbst Anrecht auf das Deckungsvermögen.

Abb. 7: Lettre de gage

Ablauf bei Konkurs der Emittentin bzw. Muttergesellschaft



Österreich

In Österreich wurde 1938 das deutsche Hypothekendarlehenbankgesetz übernommen und per 1. Juli 1998 revidiert. Die beiden Gesetze haben sich im Laufe der Zeit etwas auseinanderentwickelt, da viele Neuerungen im deutschen Gesetz, wie etwa der Einsatz von Derivaten, in Österreich nicht übernommen worden sind. Dies ist wohl darauf zurückzuführen, dass der Pfandbriefmarkt in Österreich nicht sehr dynamisch verläuft. Es existiert zwar eine Pfandbriefstelle, doch da die Landes-Hypothekendarlehenbanken von der Gewährträ-

gerhaltung profitieren, können sie sich selbst günstig refinanzieren. Die Pfandbriefstelle wird somit weniger für die spezifische Ausgabe von Pfandbriefen genutzt, sondern dient vielmehr der allgemeinen Refinanzierung der Landes-Hypothekenbanken. Auch in Österreich besteht ein Konkursvorrecht der Pfandbriefgläubiger, die Deckungsmasse der österreichischen Pfandbriefe ist aber kein Sondervermögen. Die Ausgestaltung der Deckungsmasse als Sondervermögen hat für den Pfandbriefgläubiger den Vorteil, dass seine Forderungen im Falle eines Konkurses der Hypothekenbank ausgesondert würden und vom Zugriff der übrigen Gläubiger geschützt wären.

Schweiz Das Pfandbriefgesetz (PfG) vom 25. Juni 1930 und die Pfandbriefverordnung (Pfv) vom 23. Januar 1931 bilden die gesetzliche Grundlage für den Schweizer Pfandbrief. Nur zwei Institute sind berechtigt, Pfandbriefe herauszugeben: Die Pfandbriefzentrale der schweizerischen Kantonalbanken und die Pfandbriefbank schweizerischer Hypothekarinstitute. Die Tätigkeit der Pfandbriefinstitute ist beschränkt auf die Emission von Pfandbriefen und die Gewährung von Pfandbriefdarlehen an ihre Mitglieder wie auch an Nichtmitglieder gegen Grundpfand- oder Faustpfanddeckung. Die Fälligkeit der Darlehen muss mit derjenigen der Pfandbriefe übereinstimmen. Darlehen können nur vorzeitig zurückbezahlt werden, wenn anstatt Bargeld Pfandbriefe der gleichen Serie geliefert werden. Die Darlehen müssen jederzeit durch inländische Grund- oder Faustpfandforderungen gedeckt sein. Bei einer Unterdeckung muss das betreffende Mitglied einen Nachschuss in Form von Hypotheken, börsenkotierten Anleihen des Bundes, der Kantone, der Gemeinden oder in bar leisten. Die Anleihen dürfen dabei zu höchstens 95% des Tageskurses bewertet werden. Die der Deckung dienenden Forderungen müssen von den Mitgliedbanken in ein Pfandregister eingetragen werden, werden jedoch von ihnen selbst gehalten und verwaltet. Der Hypothekenpool besteht grösstenteils aus relativ sicheren Wohnliegenschaften. Die Mitgliedbanken der Pfandbriefinstitute sind über die ganze Schweiz verteilt und es bestehen somit keine geografischen Klumpenrisiken.

Pfandbriefinvestoren profitieren von einer mehrstufigen Sicherheitskette, wobei nicht nur die Pfandobjekte, sondern auch der Hypothekarschuldner, die Mitgliedbanken und die Pfandbriefinstitute mit all ihren Aktiven das Haftungssubstrat bilden. Für die Pfandbriefzentrale besteht über die Kantonalbanken zudem eine indirekte Garantie der Kantone.

Im Falle eines Konkurses des Pfandbriefinstitutes würden zuerst dessen freie Aktiven verwertet. Das Pfandbriefinstitut müsste wiederum seine Mitgliedbanken betreiben. Ein direkter Zugriff auf die hinterlegten Sicherheiten wäre jedoch nicht möglich, da aus diesen zuerst die pfandgedeckten Forderungen erfüllt werden müssen. Die Insolvenz einer Mitgliedbank hätte insofern keine Auswirkung, als dass die Deckungsmasse rechtlich zum Gebilde des Pfandbriefinstitutes gehört. Ein Zugriff der Gläubiger der Mitgliedbank auf die Deckungsmasse der Pfandbriefe ist somit nicht möglich. Eine detaillierte Beschreibung des Schweizer Pfandbriefes findet sich in der CSFB-Publikation „Schweizer Pfandbriefe“ vom 8. November 1999.

Bonitätsbeurteilung durch die Ratingagenturen

Das Rating eines Pfandbriefes soll eine Aussage darüber treffen, mit wie hoher Wahrscheinlichkeit ein Emittent in der Lage ist, eine betragsmässig korrekte und rechtzeitige Bezahlung von Zins und Kapital zu gewährleisten. Grundsätzlich gibt es für Pfandbriefe zwei Ratingansätze: den fundamentalen und den strukturierten Ratingansatz. Beim fundamentalen Ansatz basiert das Rating für den Pfandbrief auf dem Rating für ungesicherte Anleihen des Emittenten bzw. des Kreditgebers, welche die Vermögenswerte für die Deckungsstöcke liefern. Dieser Ansatz kommt bei Moody's zur Anwendung, wenn zum Beispiel die abgetretenen Aktiva in der Bilanz verbleiben. Bei Banktöchtern wird die Stellung im Konzern analysiert, ob beispielsweise mit finanzieller Unterstützung durch das Mutterhaus gerechnet werden könnte, wie das ALM („Asset & Liability Management“) gehandhabt wird, wie die Kreditvergabe abläuft. Je enger diese Verbindungen sind, desto abhängiger ist das Rating der Tochter von demjenigen des Mutterhauses. Danach werden die gesetzlichen Rahmenbedingungen im betreffenden Land untersucht. Danach folgt die Analyse der Deckungsaktiven (v.a. Kreditrisiko, Marktrisiko). Moody's wendet den fundamentalen Ratingansatz zum Beispiel bei den deutschen

Pfandbriefen an. Sie argumentiert, dass Zweifel an der zeitgerechten Bezahlung bestehen (die Abtrennung der Deckungsmasse und der Pfandbriefe könnten zu möglichen Verzögerungen durch die betreffenden Verfahren führen, dass die Überdeckung nicht gesetzlich verankert sei und diese deshalb im Rating nicht berücksichtigt werde und dass Manipulationen der Deckungsmasse vor der Insolvenz möglich wären. Basierend auf dem Rating für ungesicherte Anleihen der Hypothekenbank bewertet Moody's deutsche öffentliche Pfandbriefe maximal vier Notches, Hypothekenspfandbriefe maximal drei Notches höher.

Der Hauptunterschied des strukturierten Ansatzes liegt in der de-facto-Abkoppelung des Pfandbriefratings vom Rating des Emittenten bzw. der Muttergesellschaft und leitet sich aus der Bonitätsbeurteilung von Asset-Backed-Securities ab. Er erlaubt die Vergabe eines Pfandbriefratings ohne Einbeziehung des Counterparty-Ratings des Emittenten oder etwaiger Unterstützungsmechanismen durch die Muttergesellschaft. Trotzdem vergibt die Ratingagentur ein Counterparty-Rating für den Emittenten. Dies gibt Auskunft über die Fähigkeit des Schuldners, zusätzliche Deckung für die Pfandbriefgläubiger zu geben. Zentrales Element des strukturierten Ansatzes ist die Verbesserung der Bonität der Pfandbriefe durch Überdeckung. Darunter ist die Ausweitung des Deckungsstockes über das gesetzlich geforderte Minimum einer nominellen Deckung der ausstehenden Pfandbriefe durch entsprechende Vermögenswerte zu verstehen. Anhand der Analyse des Kredit- und Marktrisikos ermittelt die Ratingagentur mit Hilfe von Stressszenarien die benötigte Überdeckung zur Erreichung eines bestimmten Ratings. Der strukturierte Ratingansatz findet bei S&P's zum Beispiel Anwendung zur Beurteilung der Bonität von deutschen Pfandbriefen.

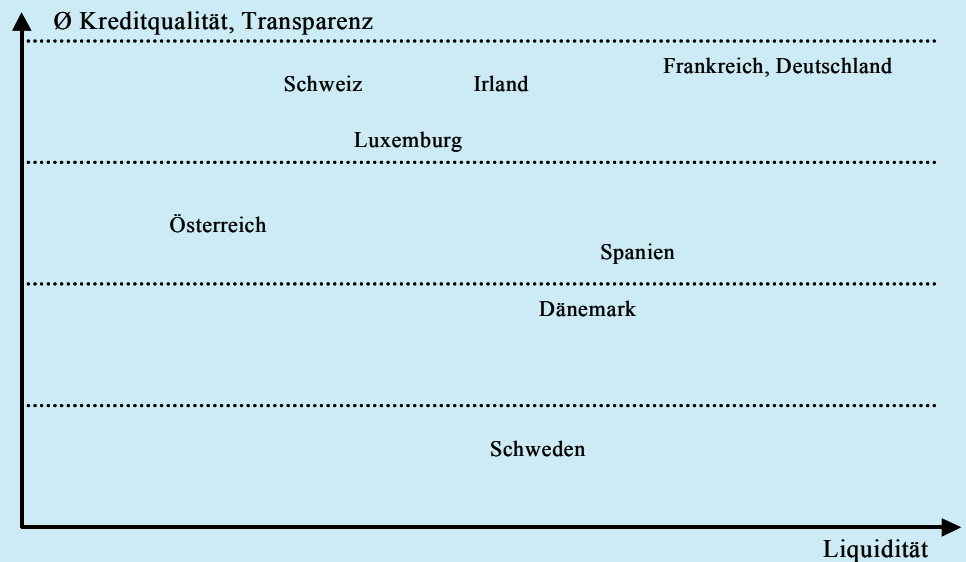
Fazit

Aus den bisherigen Ausführungen kann man ableiten, dass eine genaue Beurteilung der Bonität jedes einzelnen Pfandbriefes nur vorgenommen werden kann, wenn alle Einzelheiten bezüglich der Deckungsstöcke bekannt sind. Selbst dann bestehen aufgrund der Komplexität der Materie (v.a. gesetzliche Bestimmungen) noch Interpretationsmöglichkeiten, die in unterschiedlichen Ratings enden können. Bei den Ratingansätzen gibt es unseres Erachtens nicht einen falschen und einen richtigen, zumal ein Rating lediglich eine Meinung über die Bonität eines Schuldners darstellt. Wir sind aber der Ansicht, dass die Hypothekenbanken daran interessiert sind, ein möglichst gutes Rating für ihre Pfandbriefe zu erhalten, ist doch die Konkurrenz je nach Land zum Teil sehr gross. Ein hohes Rating lässt sich aber gemäss dem strukturierten Ansatz nur durch eine genügend grosse Überdeckung erzielen. Als Folge davon wäre allerdings eine Herabstufung der ungesicherten Anleihen nicht auszuschliessen, was wiederum Auswirkungen auf das Rating der Pfandbriefe nach dem fundamentalen Ansatz hätte. Durch dieses Zusammenspiel sind die Pfandbriefemittenten einem sehr hohen Druck ausgesetzt, die richtige Höhe für die Überdeckung zu finden. Wir sind der Meinung, dass der fundamentale Ansatz konservativer ist und gerade in der heutigen unsicheren Situation an den Finanzmärkten bevorzugt werden sollte.

Aufgrund der rechtlichen Rahmenbedingungen und der wichtigen Stellung an den Kapitalmärkten schätzen wir die Bonität der deutschen Pfandbriefe und der französischen Obligations foncières am höchsten ein, knapp vor den Schweizer Pfandbriefen. Die irischen gedeckten Schuldverschreibungen (Irish covered Bonds „ICBs“) sind mit ähnlich guten Sicherheitsmerkmalen ausgerüstet. Allerdings ist der Markt noch neu und muss sich zuerst noch bewähren (Eine [detaillierte Studie zu den ICBs](#) hat die CSFB am 27. Januar 2003 veröffentlicht). Die luxemburgischen Lettres de gage profitieren von den strengen Bestimmungen zum Gläubigerschutz. Aufgrund des breiteren geografischen und geschäftlichen Tätigkeitfeldes könnte die Qualität der Deckungspools allerdings etwas schwächer ausfallen. In Österreich beeinträchtigt der Umstand, dass die Deckungsmasse kein Sondervermögen darstellt, etwas die Bonität. Bei den spanischen Cédulas Hipotecarias fällt insbesondere die Tatsache ins Gewicht, dass die Pfandbriefgläubiger nicht das oberste Konkursprivileg geniessen. Dies wird zum Teil wettgemacht

durch die hohe gesetzlich vorgeschriebene Überdeckung von mindestens 11%. Den Ausschlag für unsere relative Einschätzung der dänischen Pfandbriefe gab der Umstand, dass bei diesen Papieren oftmals mit einer frühzeitigen Rückzahlung gerechnet werden muss und so die Transparenz erschwert wird bzw. bei sinkenden Zinsen und einer vorzeitigen Kündigung mit einem Kursverlust gerechnet werden muss. Auch in Dänemark profitieren die Pfandbriefgläubiger aber vom Konkursprivileg. In Schweden schliesslich existiert weder ein spezielles Gesetz über Pfandbriefe noch ein Konkursvorrecht der Pfandbriefgläubiger. In Schweden schliesslich existiert weder ein spezielles Gesetz über Pfandbriefe noch ein Konkursvorrecht der Pfandbriefgläubiger. Ein Gesetz über gedeckte Schuldverschreibungen liegt im Entwurf vor und wird voraussichtlich im April verabschiedet, soll allerdings erst zum 1. Juli 2004 in Kraft treten.

Abb. 8: Bewertungsmatrix europäische Pfandbriefe



Quelle: DG Bank Credit Suisse First Boston

Abb. 9: Vergleich von gedeckten Schuldverschreibungen nach Länder

	Schweiz	Deutschland	Frankreich	Luxemburg	Irland	Österreich
Name des Wertpapiers	Schweizer Pfandbriefe	Pfandbriefe	Obligations foncières (OF)	Lettres de gage (LdG)	Irish Covered Bonds (ICB)	Österreichische Pfandbriefe
Typen	Pfandbriefanleihen	Hypothekendarlehen Öffentliche Pfandbriefe; daneben können auch ungesicherte Anleihen und Kredite in Euro und anderen Währungen emittiert werden	Obligations foncières	Lettres de gage hypothécaires Lettres de gage publiques	Public-sector covered bonds Mortgage covered bonds	Hypothekendarlehen Öffentliche Pfandbriefe; daneben können auch ungesicherte Anleihen und Kredite in Euro und anderen Währungen emittiert werden
Emittenten	2 spezialisierte Pfandbriefinstitute: Pfandbriefzentrale der Kantonalbanken und Pfandbriefbank für alle anderen Schweizer Kreditinstitute	20 private Hypothekendarlehenbanken (17 "reine", 3 "gemischte") 18 öffentlich rechtliche Institute (Landesbanken)	Sociétés de Crédit Foncier (SCF)	Banques d'émission de Lettres de Gage (Hypothekendarlehenbanken)	berechtigte Banken (sogenannte Designated Credit Institutions (DCI))	Pfandbriefstelle der österreichischen Landes-Hypothekendarlehenbanken ("Pfandbriefstelle", gehört den acht österreichischen Landes-Hypothekendarlehenbanken).
Gesetzliche Grundlagen	Schweizer Pfandbriefgesetz (1930)	Hypothekendarlehenbankengesetz (private Hypothekendarlehenbanken) Öffentliches Pfandbriefgesetz (öffentlichrechtliche Institute)	Hypothekendarlehenbankengesetz vom 25. Juni 1999	Im Luxemburger Bankenrecht ist die Geschäftstätigkeit der Luxemburger Hypothekendarlehenbanken geregelt.	Hypothekendarlehenbankengesetz vom Dezember 2001	Pfandbrief- und Hypothekendarlehenbankengesetz
Erlaubte Bankaktivitäten	Spezialbankenprinzip: Keine Bankaktivitäten ausser der Emission von Pfandbriefen und Gewährung von Pfandbriefdarlehen an die Mitgliedbanken	Spezialbankenprinzip: Darlehen an öffentliche Körperschaften sowie Wohnbau- und gewerbliche Hypothekendarlehen. Für private Hypothekendarlehenbanken sind keine Handelsaktivitäten oder allgemeine Bankgeschäfte gestattet. Landesbanken u. gemischte Hypothekendarlehenbanken: Universalbanken	Spezialbankenprinzip: Gewährung von OF-Darlehen und Emission von OF, alle weiteren Bankaktivitäten sind untersagt	Spezialbankenprinzip: Gewährung von LdG-Darlehen und Emission von LdG. Ausserdem ist die Erbringung von eng definierten Dienstleistungen im Wohneigentumsbereich ("property related services") erlaubt.	Spezialbankenprinzip: Gewährung von ICB-Darlehen und Emission von ICB. Ausserdem ist die Erbringung von eng definierten Dienstleistungen im Wohneigentumsbereich ("property related services") erlaubt.	Spezialbankenprinzip: Hypothekendarlehenbankgeschäft, Darlehen an OerK und andere eng definierte Bankgeschäfte
Restriktionen im direkten Kreditgeschäft	Als reine Emissionszentralen sind die Pfandbriefinstitute nicht im direkten Kreditgeschäft tätig	Für "reine" Hypothekendarlehenbanken: a.) Darlehen an die öffentliche Hand unbegrenzt b.) hypothekarische Belehnung von zusätzl. 20% über der 60%-Belehnungsgrenze Keine Restriktionen für "gemischte" Hypothekendarlehenbanken u. Landesbanken	a.) Darlehen an die öffentliche Hand unbegrenzt b.) maximale Belehnung von 60% des Verkehrswerts, höhere Limite, wenn zusätzliche Garantien durch nationale oder lokale Behörden bestehen. (gem. S&P: 80% Wohn-, 60% Gewerbeliegenschaften)	Die Aktivitäten der Spezialbanken sind gesetzlich auf die Gewährung und die Verwaltung von in Frage kommenden Krediten und Wertpapieren begrenzt.	Nicht deckungspoolfähige Aktiven dürfen 10% der Bilanzsumme nicht übersteigen; Aktiven ausserhalb des EWR und G7 sind auf 10% der Bilanzsumme begrenzt.	Die Aktivitäten der Pfandbriefstelle sind gesetzlich auf die Gewährung und die Verwaltung von in Frage kommenden Krediten und Wertpapieren begrenzt.
Deckung	Hypothekendarlehen	Hypothekendarlehenkredite und Kredite an öffentliche Kreditnehmer in zwei verschiedenen Pools sowie im Zusammenhang mit Pfandbriefen eingegangene Derivatgeschäfte	Hypothekendarlehenkredite und Kredite an öffentliche Körperschaften und MBS sowie im Zusammenhang mit Pfandbriefen eingegangene Derivatgeschäfte	Hypothekendarlehenkredite und Kredite an öffentliche Kreditnehmer in zwei verschiedenen Pools sowie im Zusammenhang mit LdG eingegangene Derivatgeschäfte.	Hypothekendarlehenkredite und Kredite an die öffentliche Hand sowie im Zusammenhang mit ICB eingegangene Derivatgeschäfte	Hypothekendarlehenkredite und Kredite an öffentliche Kreditnehmer sowie im Zusammenhang mit Pfandbriefen eingegangene Derivatgeschäfte

Quelle: Credit Suisse First Boston

Abb. 9: Vergleich von gedeckten Schuldverschreibungen nach Länder (2)

	Schweiz	Deutschland	Frankreich	Luxemburg	Irland	Österreich
Geographische Diversifikation	Nur inländische Kreditnehmer	EWR, CH, übrige europäische OECD-Länder; seit Mitte 2002 auch USA, Kanada, Japan	EWR, CH, USA, Kanada, Japan	OECD	EWR und G7, wobei für USA, Kanada, Japan und Schweiz max. 15%	EWR und CH
Beschränkungen, falls gewisse Staaten Konkursprivileg der Pfandbriefe nicht anerkennen	Keine Kredite ins Ausland erlaubt	Maximum 10% der kritischen Hypotheken u. öffentlichen Darlehen dürfen durch Pfandbriefe refinanziert werden	Keine	Keine Vorschriften. Bisher gewährten LdG Emittenten jedoch freiwillig eine grosse Transparenz bezüglich des Deckungspools.	keine	Maximum 10% der kritischen Hypotheken dürfen durch Pfandbriefe refinanziert werden.
erlaubte Ersatzdeckung (substitute collateral)	börsenkotierte Anleihen von Schweizer OerKs und Cash	Wertschriften höchster Qualität und die im HBG festgeschrieben sind (z.B. Bundesanleihen)	Bei der EZB diskontfähige Wertschriften und kurzfristige Bankanlagen	Cash, Guthaben bei Banken in OECD-Ländern und andere gesicherte Anleihen (z.B. ABS)	Bankguthaben, Immobilienwerte und "TIER 1 Assets" gemäss Definition der EZB	Schuldverschreibungen des Bundes, eines Bundeslandes oder Cash
Ersatzdeckungsgrenze	keine Angaben	Bis zu 10% der ausstehenden Pfandbriefe	Bis zu 20% bzw. bis 30% mit Bewilligung der Aufsichtsbehörde der ausstehenden OF	Bis zu 20% für jeden Deckungspool	Bis zu 20% für jeden Deckungspool	keine Angaben
Limiten für die Aufnahme in den Pool der hinterlegten Sicherheiten	Belehnung bis 2/3 eines konservativen Ertragswertes	Belehnung bis 60% des gesetzlich definierten Beleihungswertes	Belehnungsobergrenze 60%, 80% falls ausschliessl. Darlehen für Wohnimmobilien von natürl. Personen, 100% für Immobilien-darlehen mit best. Bürgschaften oder Staatskredite	Belehnung bis 60% des gesetzlich definierten Beleihungswertes	Belehnung bis 60% für kommerzielle, bis 75% für Wohnliegenschaften; max. 10% kommerzielle Gebäude im Deckungsstock	Belehnung bis 60% des konservativ ermittelten Beleihungswertes
Prinzipien im Bilanzmanagement (in allen Ländern müssen Deckungsstock > ausstehende Pfandbriefe u. Währungsrisiken abgesichert sein)	Gesetzlich vorgeschriebenes Gleichgewichts- und Deckungs-prinzip. Konditionen (Totalbetrag, Fälligkeit) der Pfandbriefanleihen einer bestimmten Serie müssen identisch zu denjenigen der entsprechenden Pfandbriefdarlehen an die Mitgliedbanken sein.	Zins- und Fälligkeitskongruenz gesetzlich vorgeschrieben. Dies gilt nur für die Pfandbriefe und die je-weiligen als Sicherheit bestimmten Pfänder. Im Übrigen können sich die Hypothekenbanken bezüglich Zinsen und Fristigkeiten exponieren.	Aktiva dürfen nur mit einem gewichteten Nominalbetrag angesetzt werden; keine gesetzlichen Vorgaben bezüglich Zinssatz- und Fälligkeitsmismatch	Zins- und Totalbetragskongruenz, gewisser Spielraum	gesetzliche Vorgaben betreffend Zinssatz- und Fälligkeitsmismatch für die ganze Bilanz	Zins- und Fälligkeitskongruenz gesetzlich vorgeschrieben
Wer entscheidet über die Aufnahme eines Pfandes in den Pool der Sicherheiten?	Die Pfandbriefinstitute selbst	unabhängiger Treuhänder	Nicht relevant, da keine spezielle Ausscheidung von Sicherheiten	unabhängiger Treuhänder (Réviseur Spécial)	Nicht relevant, da keine spezielle Ausscheidung von Sicherheiten.	Ein von der Finanzmarktaufsicht ernannter Treuhänder
Wer hält und verwaltet die hinterlegten Sicherheiten?	Die Pfänder verbleiben physisch bei den Mitgliedbanken und die Hypothekenschuldner werden nicht notifiziert. Die Hypotheken werden durch Eintrag in sogenannte Pfandbriefregister an die Pfandbriefinstitute abgetreten (Registerpfandrech).	Die Hypothekenbanken halten und verwalten die Pfänder. Sie werden in ein sogenanntes Deckungsregister eingetragen	SCF hält und verwaltet die Pfänder	Die Hypothekenbanken halten und verwalten die Pfänder. Sie werden in zwei sogenannte Deckungsregister eingetragen.	DCI hält und verwaltet die Pfänder	Die Hypothekenbanken halten und verwalten die Pfänder. Sie werden in zwei sogenannte Deckungsregister eingetragen.

Quelle: Credit Suisse First Boston

Abb. 9: Vergleich von gedeckten Schuldverschreibungen nach Länder (3)

	Schweiz	Deutschland	Frankreich	Luxemburg	Irland	Österreich
Überwachung des Emittenten und der spezifischen Anleihensinstrumente	Eidg. Bankenkommission und unabhängige Revisionsgesellschaften als bankengesetzliche Kontrollstellen	Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen; die Einhaltung der Deckungs- und ALM-Vorschriften wird von unabhängigen Treuhändern überwacht.	Franz. Bankenaufsicht und "contrôleur spécifique" über ordnungsgemässe Deckung, Zinsänderungsrisiken und die gesamte Aktiv/Passiv-Steuerung	Commission des Surveillance du Secteur Financier (CSSF); unabhängiger Treuhänder (muss ein Wirtschaftsprüfer sein) überwacht u.a. Deckungsregister u. Einsatz von Derivaten	durch Zentralbank und sogenannten unabhängigen Cover Asset Monitor	Finanzmarktaufsicht; die Einhaltung der Deckungsvorschriften wird von unabhängigen Treuhändern überwacht.
Ausscheidung von Sicherheiten für Pfandbriefe	Als spezialisierte Emissionstrale bilden die hypothekarisch gesicherten Pfanddarlehen effektiv einen "Pool" von Sicherheiten. Wegen des begrenzten Umfangs der Aktivitäten halten die Pfandbriefinstitute praktisch keine anderen wesentlichen Aktiven	Die als Sicherheit für die Pfandbriefe dienenden Hypotheken/ öffentlichen Darlehen werden buchmässig von den übrigen Bankaktiven separiert	Nein. Spezialbankenprinzip	Die als Sicherheit für die Pfandbriefe dienenden Hypotheken/ öffentlichen Darlehen werden buchmässig von den übrigen Bankaktiven in je zwei separaten Registern geführt (Registres de gage).	Nein. Spezialbankenprinzip	Die als Sicherheit für die Pfandbriefe dienenden Hypotheken/öffentlichen Darlehen werden effektiv segregiert.
Bevorzugung im Konkursfall	Ja	Ja, Aussonderung	Ja. Im Falle eines Konkurses einer SCF müssen zuerst die Pfandbriefe bedient werden (vor Löhnen und Steuern).	Ja. Aussonderung. Im Konkursfall übernimmt die Aufsichtsbehörde die Verwaltung des Deckungsstocks.	Ja. Im Falle eines Konkurses einer DCI müssen zuerst die Pfandbriefe bedient werden.	Ja, aber keine Aussonderung der Deckungsmasse
Haftungssubstrat	Grundpfänder. Mitgliedbanken und Pfandbriefinstitute haften mit all ihren Aktiven für Verpflichtungen aus den Pfandbriefdarlehen.	Vermögen aus der Deckungsmasse (vor allen anderen Kreditoren) bis zur vollen Rückzahlung. Danach alle Aktiven des Emittenten, pari passu mit den anderen ungesicherten Gläubigern.	Nur Vermögen aus der Deckungsmasse, kein Zugriff auf Aktiva des Mutterhauses.	Vermögen aus der Deckungsmasse (vor allen anderen Kreditoren) bis zur vollen Rückzahlung. Danach alle Aktiven des Emittenten, pari passu mit den anderen ungesicherten Gläubigern.	nur Vermögen aus der Deckungsmasse, kein Zugriff auf Aktiva des Mutterhauses	Für sämtliche Verbindlichkeiten der Pfandbriefstelle haften sowohl die Mitgliedinstitute als auch deren Gewährsträger (acht Bundesländer).
Wie würde ein Konkurs die Bedienung der Anleihe beeinträchtigen? (Sondervermögen= bankruptcy-remoteness)	Als Emissionszentralen wären die Pfandbriefinstitute nicht direkt vom Zusammenbruch einer Mitgliedbank betroffen. In diesem Sinn sind Schweizer Pfandbriefe "bankruptcy-remote".	Der Zusammenbruch einer Hypothekenbank hätte unter Umständen eine unmittelbare Auswirkung auf die Bedienung der Anleihen, auch wenn die Investoren dank dem Konkursvorrrecht auf die Deckungsmasse letztlich keinen Schaden erleiden würden. Zahlungsverzug möglich.	Der Zusammenbruch einer Hypothekenbank hätte unter Umständen eine unmittelbare Auswirkung auf die Bedienung der Anleihen, auch wenn die Investoren dank dem Konkursvorrrecht auf die Deckungsmasse letztlich keinen Schaden erleiden würden. Zahlungsverzug möglich.	Der Zusammenbruch einer Hypothekenbank hätte unter Umständen eine unmittelbare Auswirkung auf die Bedienung der Anleihen, auch wenn die Investoren dank dem Konkursvorrrecht auf die Deckungsmasse letztlich keinen Schaden erleiden würden. Zahlungsverzug möglich.	Der Zusammenbruch einer Hypothekenbank hätte unter Umständen eine unmittelbare Auswirkung auf die Bedienung der Anleihen, auch wenn die Investoren dank dem Konkursvorrrecht auf die Deckungsmasse letztlich keinen Schaden erleiden würden. Zahlungsverzug möglich.	keine Angaben
Grenze für Pfandbriefumlauf	keine	48x das haftende EK bei den gemischten, 60x bei den privaten Hyp.banken; keine Obergrenze für Landesbanken	keine	60x das EK	50x das EK	keine Angaben

Quelle: Credit Suisse First Boston

AMSTERDAM	31 20 5754 890	KUALA LUMPUR.....	603 2143 0366	SÃO PAULO.....	55 11 3841 6000
ATLANTA.....	1 404 656 9500	LONDON	44 20 7888 8888	SEOUL	82 2 3707 3700
BALTIMORE	1 410 223 3000	MADRID.....	34 91 423 16 00	SHANGHAI	86 21 6881 8418
BANGKOK	62 614 6000	MELBOURNE	61 3 9280 1888	SINGAPORE	65 212 2000
BEIJING	86 10 6410 6611	MEXICO CITY	52 5 283 89 00	SYDNEY	61 2 8205 4433
BOSTON.....	1 617 500	MILAN.....	39 02 7702 1	TAIPEI	886 2 2715 6388
BUDAPEST.....	36 1 202 2188	MOSCOW.....	7 501 967 8200	TOKYO	81 3 5404 9000
BUENOS AIRES.....	54 11 4394 3100	MUMBAI	91 22 230 6333	TORONTO.....	1 416 352 4500
CHICAGO	1 312 750 3000	NEW YORK	1 212 325 2000	WARSAW	48 22 695 0050
FRANKFURT	49 69 75 38 0	PALO ALTO.....	1 650 614 5000	WASHINGTON.....	1 202 354 2600
HOUSTON	1 713 220 6700	PARIS	33 1 53 75 85 00	ZUG	41 41 727 9700
HONG KONG.....	852 2101 6000	PHILADELPHIA.....	1 215 851 1000	ZURICH	41 1 333 5555
JOHANNESBURG	27 11 343 2200	SAN FRANCISCO	1 415 836 7600		

This report is not directed to, or intended for distribution to or use by, any person or entity who is a citizen or resident of or located in any locality, state, country or other jurisdiction where such distribution, publication, availability or use would be contrary to law or regulation or which would subject Credit Suisse First Boston or its subsidiaries or affiliates (collectively "CSFB") to any registration or licensing requirement within such jurisdiction. All material presented in this report, unless specifically indicated otherwise, is under copyright to CSFB. None of the material, nor its content, nor any copy of it, may be altered in any way, transmitted to, copied or distributed to any other party, without the prior express written permission of CSFB. All trademarks, service marks and logos used in this report are trademarks or service marks or registered trademarks or service marks of CSFB.

The information, tools and material presented in this report are provided to you for information purposes only and are not to be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell or to buy or subscribe for securities or other financial instruments. CSFB may not have taken any steps to ensure that the securities referred to in this report are suitable for any particular investor. CSFB will not treat recipients of this report as its customers by virtue of their receiving this report. The investments and services contained or referred to in this report may not be suitable for you and it is recommended that you consult an independent investment advisor if you are in doubt about such investments or investment services. Nothing in this report constitutes investment, legal, accounting or tax advice, or a representation that any investment or strategy is suitable or appropriate to your individual circumstances, or otherwise constitutes a personal recommendation to you. CSFB does not advise on the tax consequences of investments and you are advised to contact an independent tax adviser. Please note in particular that the bases and levels of taxation may change.

Information and opinions presented in this report have been obtained or derived from sources believed by CSFB to be reliable, but CSFB makes no representation as to their accuracy or completeness. CSFB accepts no liability for loss arising from the use of the material presented in this report, except that this exclusion of liability does not apply to the extent that such liability arises under specific statutes or regulations applicable to CSFB. This report is not to be relied upon in substitution for the exercise of independent judgment. CSFB may have issued, and may in the future issue, other reports that are inconsistent with, and reach different conclusions from, the information presented in this report. Those reports reflect the different assumptions, views and analytical methods of the analysts who prepared them and CSFB is under no obligation to ensure that such other reports are brought to the attention of any recipient of this report.

CSFB may, to the extent permitted by law, participate or invest in financing transactions with the issuer(s) of the securities referred to in this report, perform services for or solicit business from such issuers, and/or have a position or holding, or other material interest, or effect transactions, in such securities or options thereon, or other investments related thereto. In addition, it may make markets in the securities mentioned in the material presented in this report. CSFB may, to the extent permitted by law, act upon or use the information or opinions presented herein, or the research or analysis on which they are based, before the material is published. CSFB may have, within the last three years, served as manager or co-manager of a public offering of securities for, or currently may make a primary market in issues of, any or all of the entities mentioned in this report or may be providing, or have provided within the previous 12 months, significant advice or investment services in relation to the investment concerned or a related investment. Additional information is, subject to duties of confidentiality, available on request. Some investments referred to in this report will be offered solely by a single entity and in the case of some investments solely by CSFB, or an associate of CSFB or CSFB may be the only market maker in such investments.

Past performance should not be taken as an indication or guarantee of future performance, and no representation or warranty, express or implied, is made regarding future performance. Information, opinions and estimates contained in this report reflect a judgement at its original date of publication by CSFB and are subject to change without notice. The price, value of and income from any of the securities or financial instruments mentioned in this report can fall as well as rise. The value of securities and financial instruments is subject to exchange rate fluctuation that may have a positive or adverse effect on the price or income of such securities or financial instruments. Investors in securities such as ADR's, the values of which are influenced by currency volatility, effectively assume this risk.

Structured securities are complex instruments, typically involve a high degree of risk and are intended for sale only to sophisticated investors who are capable of understanding and assuming the risks involved. The market value of any structured security may be affected by changes in economic, financial and political factors (including, but not limited to, spot and forward interest and exchange rates), time to maturity, market conditions and volatility, and the credit quality of any issuer or reference issuer. Any investor interested in purchasing a structured product should conduct their own investigation and analysis of the product and consult with their own professional advisers as to the risks involved in making such a purchase.

Some investments discussed in this report may have a high level of volatility. High volatility investments may experience sudden and large falls in their value causing losses when that investment is realised. Those losses may equal your original investment. Indeed, in the case of some investments the potential losses may exceed the amount of initial investment and, in such circumstances, you may be required to pay more money to support those losses. Income yields from investments may fluctuate and, in consequence, initial capital paid to make the investment may be used as part of that income yield. Some investments may not be readily realisable and it may be difficult to sell or realise those investments, similarly it may prove difficult for you to obtain reliable information about the value, or risks, to which such an investment is exposed.

This report may provide the addresses of, or contain hyperlinks to, websites. Except to the extent to which the report refers to CSFB's own website material, CSFB has not reviewed any such site and takes no responsibility for the content contained therein. Such address or hyperlink (including addresses or hyperlinks to CSFB's own website material) is provided solely for your convenience and information and the content of any such website does not in any way form part of this document. Accessing such website or following such link through this report or CSFB's website shall be at your own risk.

This report is issued and distributed in Europe (except Switzerland) by Credit Suisse First Boston (Europe) Limited, One Cabot Square, London E14 4QJ, England, which is regulated in the United Kingdom by The Financial Services Authority ("FSA"). This report is being distributed in the United States by Credit Suisse First Boston LLC; in Switzerland by Credit Suisse First Boston; in Canada by Credit Suisse First Boston Securities Canada, Inc.; in Brazil by Banco de Investimentos Credit Suisse First Boston S.A.; in Japan by Credit Suisse First Boston Securities (Japan) Limited; elsewhere in Asia/ Pacific by whichever of the following is the appropriately authorised entity in the relevant jurisdiction: Credit Suisse First Boston (Hong Kong) Limited, Credit Suisse First Boston Australia Equities Limited, Credit Suisse First Boston (Thailand) Limited, CSFB Research (Malaysia) Sdn Bhd, Credit Suisse First Boston Singapore Branch, and elsewhere in the world by the relevant authorised affiliate of the above. Research on Taiwanese securities produced by Credit Suisse First Boston, Taipei Branch has been prepared and/or reviewed by a registered Senior Business Person.

In jurisdictions where CSFB is not already registered or licensed to trade in securities, transactions will only be effected in accordance with applicable securities legislation, which will vary from jurisdiction to jurisdiction and may require that the trade be made in accordance with applicable exemptions from registration or licensing requirements. Non-U.S. customers wishing to effect a transaction should contact a CSFB entity in their local jurisdiction unless governing law permits otherwise. U.S. customers wishing to effect a transaction should do so only by contacting a representative at Credit Suisse First Boston LLC in the U.S.

Please note that this research was originally prepared and issued by CSFB for distribution to their market professional and institutional investor customers. Recipients who are not market professional or institutional investor customers of CSFB should seek the advice of their independent financial advisor prior to taking any investment decision based on this report or for any necessary explanation of its contents. This research may relate to investments or services of a person outside of the UK or to other matters which are not regulated by the FSA or in respect of which the protections of the FSA for private customers and/or the UK compensation scheme may not be available, and further details as to where this may be the case are available upon request in respect of this report.