

# Grosse Unterschiede bei Covered Bonds

*Schweizer Pfandbriefe gelten als sicherste Art der gedeckten und gesicherten Anleihen*

Bei Pfandbriefen und Covered Bonds gibt es derzeit eine regelrechte Emissionswelle. Die Unterschiede zwischen diesen gesicherten Anleihen sind gross.

Bei der Suche nach Obligationen tun sich Anleger weiterhin schwer. Angesichts der unübersichtlichen Lage an den Finanzmärkten und den Krisen in Japan und den arabischen Ländern sind sichere Anlagen gefragt. Etwas mehr Zinsen als schweizerische Staatsanleihen bieten die ebenfalls als sehr sicher geltenden Pfandbriefe. Bei dieser Art von Obligationen handelt es sich um besicherte Wertpapiere. Diese Bonds sind zusätzlich mit Sicherheiten «gedeckt» – daher kommt auch der englische Ausdruck Covered Bond.

## Ein Exportschlager

Das Volumen von Pfandbriefen ist riesig. Nach den Schweizer Staatsanleihen, den «Eidgenossen», sind Pfandbriefe die zweitgrösste Bond-Kategorie an der Schweizer Börse SIX. Die dort kotierten Pfandbriefe kommen auf ein Volumen von rund 69 Mrd. Fr. An den Finanzmärkten läuft derzeit eine regelrechte Emissionswelle bei Pfandbriefen und Covered Bonds. Laut der Rating-Agentur Standard & Poor's (S&P) sind in den ersten zehn Wochen dieses Jahres weltweit Covered Bonds im Volumen von rund 80 Mrd. € emittiert worden. Gemäss den S&P-Zahlen hat der Markt für diese Papiere weltweit eine Grösse von 2400 Mrd. €.

Der Pfandbrief hat sich in den vergangenen Jahren als Exportschlager erwiesen und in viele Ländern zu – mehr oder weniger guten – Kopien des Konzepts geführt. In letzter Zeit haben sogar die USA immer grösseres Interesse daran gezeigt, das Covered-Bond-Konzept aus Europa zu importieren. Zwischen den verschiedenen Covered-Bond-Arten gibt es aber erhebliche Unterschiede; vor allem, was die Ausgestaltung der Deckungsmasse angeht. Im Falle einer Krise an den Kapitalmärkten könnte das durchaus Folgen haben. Dies hat sich in der jüngsten Finanzkrise gezeigt, in der viele Covered Bonds illiquide wurden, als die Turbulenzen die Märkte durchschüttel-

ten. Es gilt also, zwischen schweizerischen Pfandbriefen und Covered Bonds zu unterscheiden. Auch an der SIX sind neben Schweizer Pfandbriefen beispielsweise deutsche, französische oder spanische Papiere kotiert.

Die Schweiz hat international gesehen das wohl strengste Reglement, was Pfandbriefe und ihren Deckung angeht. Hierzulande herrscht das Spezialbanken-Prinzip, und nur die Pfandbriefbank schweizerischer Hypothekarinstitute sowie die Pfandbriefzentrale schweizerischer Kantonalbanken dürfen überhaupt Pfandbriefe herausgeben. Dies sei ein grosser Unterschied im Vergleich mit anderen Ländern, sagt Hans-Jörg Brey, Vizedirektor der Pfandbriefzentrale. Im Gegensatz zur Schweiz könne in vielen Ländern theoretisch jedes Institut Covered Bonds emittieren. Dies mache den Markt unübersichtlich.

Im internationalen Vergleich seien die Grundpfandrechtlichen und gesetzlichen Sicherheiten der schweizerischen Pfandbriefe einzigartig. Als Grundpfand dürften Schweizer Pfandbriefe nur erstklassige, in der Schweiz liegende Immobilien verwenden. Letztlich seien dies «die Liegenschaften, die man sieht, wenn man durch die Landschaft fährt», sagt Brey. Wie die Zürcher Kantonalbank in einer Studie schreibt, profitieren die Anleger in Pfandbriefen von einem «mehrlagigen Sicherheitsnetz». Nicht nur die Pfandobjekte würden in Haftung genommen, sondern auch der Hypothekarschuldner, die Mitgliedsbanken, der beiden Institute und die Pfandbriefinstitute selber.

Brey weist darauf hin, dass die Deckung jederzeit in vollem Umfang gegeben sein muss. Notleidende Deckung sei jederzeit zu ersetzen. Dies sei bei ausländischen Covered Bonds oft anders. Bis zum Ausbruch der Finanzkrise sei der Schweizer Pfandbrief nicht selten als «langweilig» und «rückständig» belächelt worden, sagt Brey. In der Krise zeigte sich dann aber die Qualität der Schweizer Pfandbriefe. Im Gegensatz zu den meisten Covered Bonds gerieten sie kaum unter Druck. Bei vielen der ausländischen Covered Bonds stiegen indessen in der letzten Krise die Risikoaufschläge enorm; viele der Papiere wurden zudem illiquide. Auch in letzter Zeit gibt es einige Entwicklungen an ausländischen Covered-Bond-

Märkten, die bei einer Krise für Probleme sorgen könnten. So stellt S&P in einer Analyse der Covered-Bond-Märkte ebenfalls weitgehende Unterschiede bei den Risiken fest, die den Wertpapieren zugrunde liegen.

## Unübersichtliche Lage

Bei den spanischen Covered Bonds, die als Cédulas bekannt sind, herrscht derzeit beispielsweise eine unübersichtliche Lage. Dafür ist unter anderem auch die Konsolidierung der spanischen Sparkassen, der Cajas, verantwortlich. So gibt es in Spanien auch Multi-Issuer-Cédulas, bei denen Investmentbanker Pools von Covered Bonds mit unterschiedlichen Emittenten strukturieren. Jüngst fiel in diesem Zusammenhang auf, dass die Rating-Agentur Fitch die Bonitätsbewertung von 50 Klassen solcher Pools herabgestuft hat. Als Grund gab die Agentur an, die Überdeckungen der Wertpapiere hätten sich 2010 verringert. Dies sei zurückzuführen auf das höhere Emissionsvolumen von Cédulas.

In der Kritik stehen auch britische Covered Bonds. Gemäss Johannes Rudolph, Analytiker bei der deutschen Bank HSBC Trinkaus, werden bei den Covered-Bond-Emissionen dort oft alte Darlehen genommen. Diese könnten zwar durchaus stark sein, aber sie seien früher wohl für andere Refinanzierungsquellen vorgesehen gewesen. Wer Covered Bonds dagegenstellen möchte, müsse hohe Standards an die Kreditvergabe stellen. Dies sei vielleicht früher unterblieben.

Bei französischen Covered Bonds, von denen in der Schweiz einige emittiert sind, sieht Rudolph das Risiko einer Herabstufung von Kreditversicherern. So könne ein Institut von heute auf morgen ohne zulässige Deckung dastehen. Dieses Risiko bestehe so in keinem anderen Land. Auch in Deutschland – dem Land, in dem Friedrich der Grosse einst den Pfandbrief erfand – gibt es Kritik. So hat Deutschland im Jahr 2005 mit einem neuen Gesetz das Spezialbanken-Prinzip aufgegeben. Zudem gibt es dort nicht nur Hypotheken-Pfandbriefe, sondern auch öffentliche Pfandbriefe, die durch die öffentliche Hand gesichert sind. Vor dem Hintergrund der hohen Staatsverschuldung ist dieses Thema nicht zu vernachlässigen.