

Andreas Flatt, Direktor der Pfandbriefzentrale der schweizerischen Kantonalbanken, über die Markttrends und die Konkurrenz durch MBS «Unsere Pfandbriefe werden unter Institutionellen plaziert»

— Herr Flatt, im März 2006 mussten Sie erstmals nach Jahren auf der Darlehensseite wieder die Zuteilungen kürzen. Vorher ist der Bestand an Pfandbriefen über längere Zeit geschrumpft, weil Ihre Mitgliedsinstitute fällige Obligationen nicht mehr eins zu eins über neue Pfandbriefe refinanzieren. Lässt sich in der Nachfrage der Mitgliedsinstitute nach Pfandbriefdarlehen ein bestimmtes Muster erkennen? Welche Rolle spielt das Zinsniveau, die Wohnbauaktivität, die Konjunktur?

— Mitglieder der Pfandbriefzentrale sind die 24 Kantonalbanken. Ihre individuellen Refinanzierungsbedürfnisse, ganz besonders aber der jeweilige Passivgeldzufluss, steuern die Nachfrage nach Pfandbriefdarlehen. Aspekte wie Zinsniveau, Wohnbauaktivität und Konjunktur sind deshalb immer im Kontext mit den lokalen Gegebenheiten zu betrachten. In diesem Sinn leistet die Pfandbriefzentrale auch heute noch einen Beitrag zum regionalen Aus-



Andreas Flatt: «Wie die Entwicklung im Ausland zeigt, ergänzen sich Pfandbriefe und Mortgage-backed securities.» BLD/PO

Dem Gesetzgeber ist es für einmal gelungen, wirklich weitsichtige und langfristige ausgerichtete Vorschriften zu erlassen.

gleich. Das ist wohl gemerkt ganz im Sinne des seit 75 Jahren nahezu unveränderten Pfandbriefgesetzes.

— Gibt es in Bezug auf den Verlauf der Nachfrage der Mitgliedsinstitute Unterschiede zwischen der Pfandbriefzentrale und der Pfandbriefbank?
Nein, ich sehe keinen Unterschied.

— Die Kürzung auf der Darlehensseite könnte umgekehrt ein Zeichen sein, dass den Investoren die Rendite wichtiger ist als die Sicherheit, die Pfandbriefe bieten. Ist diese Interpretation zulässig?

— Ich denke nicht. Im Rahmen der von Ihnen angesprochenen Anleihe erreichten wir mit 850 Mio. Fr. ein rekordverdächtiges Emissionsvolumen. Eine Zurückhaltung der Investoren war nicht zu spüren.

— Wie sieht der durchschnittliche Pfandbriefinvestor aus? Hat sich sein Bild über die letzten Jahre verändert?
Heute werden unsere Anleihen über das Netz der Schweizer Kantonalbanken vorwiegend unter institutionellen Anlegern platziert. Der Privat Anleger hat an Bedeutung verloren. Er deckt seine Bedürfnisse heute weitgehend über die Börse oder über entsprechende Anlagefonds ab. Dies ist auch der Grund, warum die Pfandbriefsinstitute im Jahr 2001 die auf den privaten Investor zielende Imagewerbung in Printmedien eingestellt haben.

— Die Pfandbriefzentrale hat vor Jahren gepörrt, ob sie auch andere Insti-

mente, namentlich Mortgage-backed securities MBS, emittieren möchte. Ihre Hausbank, die Zürcher Kantonalbank, hat denn auch 2001 erstmals Hypotheken in der Schweiz auf dem Euromarkt als MBS verbrieft. 2003 hat Credit Suisse die ersten und bisher einzigen MBS in Franken auf Schweizer Hypotheken lanciert. Weshalb entwickelt sich der MBS-Markt nicht?

— Mit den Transaktionen Chalet Finance 1 und 2 hat Credit Suisse im Jahr 2003 synthetische MBS-Varianten erfolgreich auf den Markt gebracht, die auf Schweizer Hypothekensportreifeulles im Umfang von je rund 3 Mrd. Fr. basieren und, neben anderen Währungen, eine MBS-Tranche von 500 Mio. Fr. enthalten. Es ist richtig, dass der Schweizer MBS-Markt im Vergleich zum Ausland noch nicht in Schwung gekommen ist. Dies ist wohl vor allem auf die Überliquidität der Banken in den letzten Jahren zurückzuführen. Auch darf nicht übersehen werden, dass solche Transaktionen vor allem in der Einführungsphase nicht unerhebliche Ressourcen und Kosten absorbieren. Mit einer weiter wachsenden Kreditnachfrage ist es jedoch nur eine Frage der Zeit, bis nächste Schweizer MBS-Emissionen an den Markt gelangen. Dies würde nicht nur von Schweizer Investoren begrüsst; die erste klassische Verfassung unseres Immobilienmarktes ist auch internationalen Investoren nicht verborgen geblieben.

— Könnten MBS aktueller werden, wenn die Darlehensnachfrage steigt und die Investoren gegenüber normalen Pfandbriefen kritischer werden? Bräunche es für MBS, die jede Bank selbst begeben darf, die Pfandbriefsinstitute überhaupt noch?

— Als erstklassige Anlage – die Bonitätsprämie von Moodys haben beiden Instituten Aaa, das beste Rating überhaupt, attestiert – werden die Pfandbriefe immer ihre Bedeutung haben. Eine massiv steigende Darlehensnachfrage hingegen zwingt die Banken, alle möglichen Refinanzierungsoptionen zu nutzen. Ich gehe deshalb davon aus, dass die Pfandbriefsinstitute immer ihre Berechtigung haben werden. Ausser-

Der Privatanleger deckt seine Bedürfnisse heute weitgehend über die Börse oder Fonds ab.

— dem darf nicht übersehen werden, dass die beiden Instrumente – je nach Strukturierung der Transaktion – sehr unterschiedliche Profile aufweisen und sich deshalb an verschiedene Anlegerkreise wenden. Bei Pfandbriefen liegt der Sicherheitsaspekt der Anlage im Vordergrund. Bei MBS kann das Rendite-Risiko-Profil auf spezifische Investorenwünsche eingestellt werden. Interessanterweise ist zu beobachten, dass Ländern mit langer Pfandbrieftradition in Deutschland oder die Niederlande in den letzten Jahren äusserst erfolgreich in den MBS-Markt eingestiegen sind. Auf der an-

deren Seite zeigen die angelsächsischen Länder, als Pioniere des MBS-Marktes, ein wachsendes Interesse an Pfandbriefen oder Covered bonds. Dies beweist, dass sich die beiden Instrumente gut ergänzen.

— Ausländische Pfandbriefemittenten nutzen den Schweizer Kapitalmarkt regelmäßig. Können die Pfandbriefzentrale Gegenrecht halten und Pfandbriefanleihen oder MBS im Ausland platzieren?
Grundsätzlich wäre dies möglich. Allerdings gilt es zu bedenken, dass auch diese Anleihen der eigennützigen Verrechnungsteuer unterliegen würden. Für ausländische Investoren wären sie deshalb wenig interessant. Zudem benötigen unsere Mitgliedbanken praktisch ausschliesslich Franken. Die deshalb entstehenden Swapkosten sowie weitere Aufwendungen, zum Beispiel für Marketing, würden diese Mittel zu sehr verteuern. Diese Überlegung gilt für die Pfandbriefanleihen. Hingegen können MBS dank ihrer speziellen Struktur steuerfrei auf dem Euromarkt platziert werden. Sie richten sich deshalb auch primär an internationale Investoren. Mit der erwähnten MBS-Transaktion der Zürcher

Kantonalbank, die 2001 unter der Ägide der Pfandbriefzentrale lanciert wurde, ist dieser Weg bereits getestet worden.

— Die Schweiz kennt die Eigenmietwertbesteuerung, dafür sind die Schulzin- sen steuerlich abzugsfähig. Was würde es für die Geschäftstätigkeit der Pfandbriefzentrale bedeuten, wenn die Eigenmietwertbesteuerung und die Schulzinsabzugsfähigkeit wegfallen würden? Sollte der Bestand ausstehender Hypotheken und damit die Nachfrage nach Darlehen?

— Die Pfandbriefzentrale unterstützt ihre Mitglieder bei der Deckung ihrer Refinanzierungsbedürfnisse im Hypothekengeschäft. Reduzieren sich diese, hat es selbstverständlich Auswirkungen auch auf uns. Eine konsolidierte Beurteilung über alle Kantonalbanken hinweg ist aus meiner Sicht jedoch nicht möglich.

— Das Pfandbriefgesetz wurde seit 75 Jahren kaum angepasst. Hat sich nach so langer Zeit nicht Modernisierungsbedarf ausgedeutet? Was würde sich ändern?

— Nach Artikel 1 des Pfandbriefgesetzes haben die Pfandbriefzentralen den Zweck, dem Grundeigentümer langfristige Grundpfanddarlehen zu möglichst gleichbleibenden und billigen Zinsfluss zu vermitteln. Diesem Anspruch kann die Pfandbriefzentrale auch heute noch gerecht werden. Dem Gesetzgeber ist es also für einmal gelungen, wirklich weitsichtige und langfristige ausgerichtete Vorschriften zu erlassen. Was den konkreten Änderungsbedarf anbelangt, betrifft er eher nebensächliche Details, etwa den immer noch explizit vorgeschriebenen Tieddruck.

— Wäre es längerfristig nicht sinnvoll, einen Europäischen Pfandbrief und damit ein Instrument zu schaffen, das als internationaler Benchmark platziert werden könnte?

— Europa kennt kein einheitliches Pfandbriefrecht. Deshalb dürfte diese Idee innerlich nicht umsetzbar sein und wird heute meines Wissens auch nicht verfolgt. Interview: Peter Kuster