

[< zurück](#)

20.08.2011 | Ausgabe: 66 | Seite: 6 | Rubrik: Obligationen-Devisen | Autor: Tommaso Manzin

Vielfalt erfordert Detailkenntnis Europäische Covered Bonds unterscheiden sich je nach Landmarkt

Covered Bonds (CB) sind beliebt – bei Anlegern wie Emittenten. Die erhöhte Risikowahrnehmung hat vor allem Banken bewogen, sich vermehrt über besicherte Anleihen zu refinanzieren. Die hohe Sicherheit von Investitionen in Pfandbriefe ist auch auf EU-Ebene anerkannt, und die strengen Sicherheitsanforderungen an Pfandbriefe sind in diverse EU-Regelungen eingeflossen. Die konkrete Ausprägung der Pfandbriefe ist aber stark von der nationalen Gesetzgebung geprägt. Der Schweizer Pfandbrief unterscheidet sich in vielerlei von seinen ausländischen Namensvettern.

Erstens in der Pfandbriefdeckung: Im Gegensatz zur Schweiz kennen die meisten ausländischen Pfandbriefgesetze neben Hypotheken- auch öffentliche Pfandbriefe. Dabei besteht der Deckungsstock aus öffentlichrechtlichen Schuldverschreibungen ohne dingliche Deckung.

Wundertüte Deckungsstock

Die Qualität der Deckung von Hypothekarpfandbriefen hängt davon ab, welche maximale Belehnungsgrenze der Liegenschaften der Gesetzgeber festlegt. Während etwa spanische Cédulas eine Belehnungsgrenze auf 70 für Geschäfts- bzw. 80% für Wohnliegenschaften aufweisen, liegt der Wert für den Schweizer Pfandbrief auf 50 bzw. 66%. Darüber hinaus erlauben gewisse Länder Hypothekarforderungen auf ausländischen Liegenschaften im Deckungsstock. Teilweise ist es ausländischen Banken zudem erlaubt, die Deckungsstöcke für Hypothekarpfandbriefe und öffentliche Pfandbriefe zu mischen.

Der zweite Hauptunterschied gründet im Pfandbriefsystem. Die gedeckten Bankschuldverschreibungen in Europa weisen emittentenspezifische Eigenheiten auf. Verschlechtert sich z. B. die Bonität einer ausländischen Bank, kann sich dies auf deren CB auswirken. Im Gegensatz dazu ist der Schweizer Pfandbrief über knapp 250 bzw. 24 Banken diversifiziert, und die Mitgliedsbanken haften mit all ihren Aktiven für die Verpflichtungen aus den Pfandbriefdarlehen und die Pfandbriefinstitute. Darüber sind sie in einer zusätzlichen Sicherungsebene verankert: dem Eigenkapital des emittierenden Pfandbriefinstituts. Das hiesige Pfandbriefgesetz erlaubt nur zwei Instituten die Emission von Pfandbriefen: der Pfandbriefzentrale der schweizerischen Kantonalbanken und die Pfandbriefbank schweizerischer Hypothekarinstitute.

Rating-Resistenz in Krise

ZKB hat den Verlauf der Risikoaufschläge europäischer CB unter die Lupe genommen. Die Spreads verringerten sich von 2000 bis 2007 kontinuierlich. Im ersten Halbjahr 2007 nahmen die Investoren sogar Pfandbriefe aus noch relativ jungen Märkten wie Irland als nahezu risikolos wahr. Mit der Zuspitzung der Krise weiteten sich die Spreads drastisch aus, wobei die Unterschiede zwischen einzelnen EU-Ländern beträchtlich waren.

ZKB macht darauf aufmerksam, dass seit Ausbruch der Krise grosse Ratingänderungen und -differenzierungen für ausländische Pfandbriefe mit Anlagequalität ausgeblieben seien – trotz unterschiedlicher Entwicklung der Kreditrisikoprämie und trotz (wenngleich meist nur marginal) unterschiedlicher Implementierung der EU-Pfandbriefregelungen in nationales Recht und trotz modifizierter Ratingansätze der Agenturen. Dasselbe gelte seit der dramatischen Akzentuierung der Schuldenkrise in Europa und in den USA: die Pfandbriefe seien weder markt- noch ratingseitig massgeblich unter Druck gekommen. Die Staatsschuldenkrise zwingt die Emittenten öffentlicher Pfandbriefe, ihre Deckungsmassen dem veränderten Risikoprofil des öffentlichen Sektors anzupassen. HSBC Trinkaus hat untersucht, welche Staaten in den vergangenen zwölf Monaten in den Deckungsmassen in deutschen Pfandbriefinstituten besonders auf- und abgebaut wurden. Am auffälligsten sei der Rückgang griechischer Anleihen: Mittlerweile beliefen sie sich im Aggregat aller Institute noch auf 1,04 Mrd. €. Das sind 82,4% weniger als noch vor einem Jahr. Mitte 2006 waren es noch über 12 Mrd. Die Beträge von Portugal (-22,6% auf 3,46 Mrd. €) sowie Irland (-42,2% auf 229 Mio. €) haben sich ebenfalls deutlich überproportional reduziert, während Spanien (-9,4% auf 14,1 Mrd. €) und Italien (-6,4% auf 13,5 Mrd.) unterproportional abgebaut wurden. Die beiden Länder stellen nach Deutschland nach wie vor die grössten Anteile der öffentlichen Deckung und machen zusammen 43,9% des internationalen Deckungsstocks aus. TM