

Sonderbeilage: 250 Jahre Deutscher Pfandbrief

## Die makellose Historie spricht für sich

250 Jahre Pfandbrief – Erfolgsmodell ohne Gleichen

**Börsen-Zeitung, 29.8.2019**  
Das hat es noch nicht gegeben! Der deutsche Pfandbrief hat eine einzigartige Stellung, nicht nur in der Kapitalanlage deutscher Versicherungen, sondern auch innerhalb aller heute gängigen und handelbaren Anlageklassen. Welches Geschäftsmodell kann über 250 Jahre praktisch unverändert über eine so makellose und über jeden Zweifel erhabene Erfolgsgeschichte blicken? Das Geschäftsmodell des Pfandbriefs bewahrheitete sich als überaus krisensicher und sucht noch heute seinesgleichen. Dabei erwies sich das Geschäftsmodell im Wandel der Zeiten als hinreichend anpassungsfähig und flexibel, um den Anforderungen des jeweiligen Umfeldes bestens gerecht zu werden.

Ein Meilenstein in der Geschichte des Pfandbriefs war die Entwicklung des Jumbo-Pfandbriefs im Mai 1995. Hierdurch wurde der Sekundärhandel in diesem Produkt revolutioniert. Im April 1996 schwärmte die Fachpresse, dass es binnen zehn Monaten gelungen sei, ein neues Segment mit einem Volumen von 70 Mrd. DM zu etablieren und dass bis Ende des Jahres eine Größenordnung von 110 bis 120 Mrd. DM erreicht werden würde. Diese Marke wurde sogar noch übertroffen.

Der Erfolg des deutschen Pfandbriefs war Vorlage für viele Länder bei ihrem Eintritt in den Covered-Bond-Markt. In Großbritannien gab es 2003 den ersten strukturierten Covered Bond, der nicht wie bisher einem eigenen, speziellen Gesetz unterlag. Die Nachbildung gesetzlicher Regelungen durch eine vertragliche Konstruktion war ein weiterer Schub in Richtung Internationalisierung des deutschen Pfandbriefkonzeptes.

Ein Verkaufsschlager des Pfandbriefs ist und war die gern zitierte Aussage, dass es in der langen Geschichte des Pfandbriefs keinen einzigen Ausfall gab. Selbst in schwierigen Phasen oder bei schwächeren Emittenten haben Pfandbriefinvestoren ihr Geld stets im vollen Umfang zurückerhalten. Ohne Anspruch auf wissenschaftliche Vollständigkeit kann das wohl keine andere Assetklasse von sich behaupten.

Ein weiterer Erfolgsfaktor des Pfandbriefs ist, dass er nicht nur für Investoren sondern auch für die emittierenden Banken attraktiv ist.

Der Pfandbrief bildet die zentrale Brücke zwischen institutioneller Kapitalanlage, vor allem Versicherungen, und privatem Eigenheimerwerb und ermöglicht damit die Transformation des strukturellen Liquiditätsrisikos der Volkswirtschaft. Die langfristige, über jeden Zweifel erhabene grundpfandrechtliche Beziehungsweise Übersicherung ist der Kern dieses Erfolgsmodells „Deutscher Pfandbrief“.

Die Transformationsleistung wird deutlich, sobald wir einen Blick auf den amerikanischen Markt werfen. In den USA gibt es halbstaatliche Hypothekenbanken (Freddie Mac, Fannie Mae), deren Aufgabe darin besteht, den Immobilienerwerb für private Haushalte kostengünstig zu finanzieren. Im Mutterland der Marktwirtschaft würde man nicht vermuten, dass dem Staat dabei eine so gewichtige Rolle eingeräumt wird, während in Deutschland die Hypothekendarlehen privatwirtschaftlich organisiert sind.

Die Meag als Vermögensmanager für Munich Re (Gruppe) ist traditionell gut in Covered Bonds investiert und damit auch in deutschen Pfandbriefen. Die Positionen der Covered Bonds haben nach den Ereignissen um Lehman im Herbst 2008 um knapp 10 Mrd. Euro zugenommen, als sich viele Investoren, auch die Meag, zunehmend sicheren Papieren zugewendet haben. Das von Juli 2009 bis Juni 2010 laufende Ankaufprogramm von gedeckten Schuldpapieren (CBPP1) der Europäischen Zentralbank (EZB) hat den hohen Stellenwert von Covered Bonds noch einmal unterstrichen.

### Investorenvertrauen gestärkt

Diese explizite Unterstützung durch die EZB hat das Investorenvertrauen in Covered Bonds gestärkt. Nach CBPP1 startete die EZB von November 2011 bis Oktober 2012 ein zweites Ankaufprogramm (CBPP2). Dieses war mit 16,4 Mrd. Euro gekauften Papieren deutlich kleiner als das erste mit 60 Mrd. Euro. Mit dem CBPP2 engten sich die Renditeaufschläge von Covered Bonds aus der Euro-Peripherie zu Kerneuropa wieder deutlich ein, womit die EZB ihr Ziel erreicht und Covered Bonds ein zweites Mal als wichtiges Refinanzierungsvehikel

für Banken in einer schwierigen Marktphase unterstützt hatte.

Die Einengung der Renditeaufschläge bei Covered Bonds nach beziehungsweise während der beiden Covered-Bond-Ankaufprogramme sowie die Tatsache, dass durch die deutlich gestiegenen Covered-Bond-Bestände bei der EZB die Liquidität am Markt spürbar nachgelassen hatte – aktives Market Making mit festgelegten Geld-Briefspannen wie zu Glanzzeiten des Jumbomarktes gab es schon länger nicht mehr – führten dazu, dass bei Investoren die Bestände an Covered Bonds wieder zurückgingen.

Im Oktober 2014 startete die EZB ein weiteres, drittes Ankaufprogramm (CBPP3). Das Ziel war im Unterschied zu den beiden vorherigen diesmal nicht die Stabilisierung des Marktes, sondern die Vergrößerung der Bilanz der EZB aus geldpolitischen Gründen. Dieses im Volumen größte Programm – insgesamt 315 Mrd. Euro – hatte deutlich negative Auswirkungen für den Covered-Bond-Markt. Per Ende 2018 wurden über 40 % der vom Kaufprogramm betroffenen Emissionen aufgekauft, die bis zur Fälligkeit in den Büchern der EZB bleiben werden. Auch wenn das CBPP3 offiziell Ende 2018 beendet wurde, wirkt es durch fällige Reinvestitionen noch nach. Für 2019 gehen wir von einem Volumen von 23 Mrd. Euro aus. In den Folgejahren steigt dieser Betrag noch und wird 2022 mit 36 Mrd. Euro einen Höchstwert erreichen. Von da an gehen die Reinvestitionen zurück und werden erst 2028 unter die Marke von 10 Mrd. Euro pro Jahr fallen.

Durch CBPP3 hat sich die Liquidität am Markt deutlich verschlechtert, und die EZB wurde zum Konkurrenten privater Investoren, die durch das preisunelastische Nachfrageverhalten der Zentralbank zum Teil vom Markt verdrängt wurden. Die Meag ist ungeachtet dieser Konkurrenz, der sehr engen Renditeaufschläge und der schlechteren Liquidität ein großer Investor in Covered Bonds und auch deutschen Pfandbriefen.

### Wetterfest für künftige Stürme

Ausgehend vom Deutschen Pfandbrief haben sich in der EU verschiedene nationale Covered-Bond-Regi-

mes mit jeweils eigenen Rechtsrahmen etabliert. Der Kapitalmarkt kann gut zwischen diesen und anderen Wertpapieren beziehungsweise strukturierten Papieren unterscheiden.

Bei der noch laufenden EU-Harmonisierung ging es stets darum, nationale Besonderheiten zu berücksichtigen, ohne die Sicherheit beziehungsweise die Qualität der Covered Bonds aufzuweichen. Diese Zielvorgabe kommt bei den Formulierungen zu den geeigneten Deckungswerten zum Ausdruck. So ist in den nationalen Gesetzgebungen zu verankern, dass als Deckungswerte neben CRR-konformen Aktiva (CRR = Capital Requirements Regulation) auch Ansprüche an öffentliche Unternehmen sowie andere qualitativ hochwertige Aktiva zugelassen sind.

Durch Deckungswerte von sehr hoher Qualität besicherte Covered Bonds dürfen als „European Covered Bond“ bezeichnet werden und diejenigen, die sogar durch CRR-konforme Assets besichert werden,

über das Label „European Covered Bond (Premium)“ verfügen.

Wie ist die Harmonisierung insgesamt zu beurteilen? Die EU-Kommission hat die Mindeststandards angehoben, ohne die Einzelstaaten zu hindern, diese enger zu fassen. Bei dieser prinzipienbasierten Harmonisierung bleibt es abzuwarten, wie die Covered-Bond-Direktive national umgesetzt werden wird. Deswegen ist es noch zu früh, von einem Erfolg zu sprechen.

Aus dem Blickwinkel eines Anlegers der Versicherungswirtschaft ist auch weiterhin genauestens darauf zu achten, dass es zu keiner Aufweichung in der Qualität der Deckungswerte kommt. Denn hier liegt der deutliche Unterschied zwischen einem Covered Bond und einem Collateralized Bond. Entsprechend folgerichtig war der Ausschluss von Deckungswerten wie zum Beispiel Krediten an kleinere und mittlere Unternehmen, es gibt jedoch noch Schlupflöcher in der Direktive, die geschlossen bleiben müssen.

Fazit – 250 Jahre Pfandbriefe – was lange währt, ist nicht nur gut, sondern wird auch noch besser. Anfang der Nuller-Jahre haben die Auswüchse an den Kapitalmärkten auch den Pfandbrief und seine ähnlich gestrickten Verwandten ereilt. Der Pfandbrief hat durch konzentrierte Anstrengungen aller Beteiligten, nicht zuletzt auch Regulierer und Aufsichtsbehörden, den Boden der Solidität und Stabilität nie verlassen müssen. Seine makellose Historie ohne einen einzigen Ausfall in 250 Jahren spricht für ihn. Die EU-Harmonisierung muss daher immer die Grundprinzipien des Pfandbriefs, das heißt die langfristig verbindliche, an Grundpfandrechten orientierte Besicherung im Auge behalten, dann muss dem Investor der Versicherungswirtschaft auch in den nächsten 250 Jahren nicht bang werden.

.....  
Philipp Waldstein, Vorsitzender der Geschäftsführung der Meag