

Der Exportschlager des deutschen Kapitalmarktes

„Big is Beautiful“ hat Vorbildcharakter für viele europäische Länder – Investoren betrachten das Instrument als Substitut für Staatsanleihen

Von Kai Johannsen, Frankfurt Börsen-Zeitung, 27.5.2005
Am 26. Mai 1995 emittierte die damalige Frankfurter Hypothekenbank, eines der Vorgängerinstitute der heutigen Eurohypo AG, den ersten Pfandbrief im Jumbo-Format. Damals in einer Größenordnung von 500 Mill. D-Mark. Bereits der erste Jumbo erfreute sich eines ausgesprochen regen Zuspruchs bei den Investoren, so dass die Frankfurter Hypo nochmal nachlegen konnte. Ein Vierteljahr später war der Titel auf 1 Mrd. D-Mark aufgestockt. Heute erhalten Pfandbriefe die Bezeichnung „Jumbo“, sofern das mit Krediten an die öffentliche Hand (so genannter öffentlicher Pfandbrief) oder Hypotheken (Hypothekendarlehen) gedecktes Papier mindestens 1 Mrd. Euro schwer ist.

Der Pfandbrief als solches war kein Novum für den deutschen Markt. Neu war aber das Volumen des Titels. Das urdeutsche Pfandbriefvehikel kam nämlich bis dato nur höchst selten über Summen von 200 Mill. D-Mark hinaus. Der Markt war sehr stark zersplittert und wurde seitens der Investoren nur unzureichend beachtet. In diesem Zusammenhang ist zu berücksichtigen, dass zu Beginn der neunziger Jahre innovative Investment- und Portfoliomanagementstrategien in Europa Einzug hielten. Investoren hatten im Rahmen dieser Strategien ein gesteigertes Bedürfnis nach liquiden Kapitalmarktprodukten, speziell im Rentenbereich. Es war überaus wichtig, dass Rententitel höchster Qualität fortlaufend in großen Beträgen gehandelt werden konnten.

Bei der Schaffung eines liquiden Marktes für Jumbos war die Größe des jeweiligen Titels nur eine Säule. Die zweite war das parallel eingeführte Market Making, d. h. das permanente Stellen von Geld- und Briefkursen für Einzelorders von mindestens 25 Mill. D-Mark. Durch die hohe Size und die gleichzeitige Schaffung eines liquiden Sekundärmarktes konnten die Pfandbriefemittenten den Investoren auf der Nachfrageseite ein adäquates Produkt bieten. Für die Emittenten versprach es darüber hinaus eine günstigere Refinanzierung. Diese hatte sich

nämlich in der ersten Hälfte der neunziger Jahre erhöht. Der Pick-up zu deutschen Staatsanleihen, der Investoren geboten werden musste, lag bei zehnjährigen Titeln 1991 bei rund 12 bis 13 Basispunkten (BP). 1994 waren es dann schon rund 38 BP. Bei den fünfjährigen Papieren mussten 1991 zwischen 8 und 9 BP bezahlt werden. Drei Jahre später waren es dann rund 34 BP. Für Emittenten und Investoren lieferte das Jumbo-Segment die Ausgangsbasis einer Win-Win-Situation.

Zahlreiche Meilensteine

Aber mit dem Volumen und dem Market Making allein war es nicht getan, um den Jumbo in Deutschland und vor allem auf der internationalen Bühne hoffähig zu machen. Zahlreiche Meilensteine finden sich auf dem Weg des Jumbos: Angefangen bei Standardisierungen des Market Making, über die Einführung eines Kodexes einheitlicher Mindestanforderungen bei der Emission und Ausstattung des Jumbos, die Konzeption eines eigenen Pfandbrief-Indexes (PEX), den fortgesetzten Rating-Prozess für Papiere und Emittenten, bis hin zu einem Repo-Markt und der Einführung elektronischer Handelsplattformen, um nur einige wenige Beispiele der langen Liste zu nennen. Die Erfolgsgeschichte Jumbo wurde konsequent und vor allem sehr zügig im Sinne der Investoren weiterentwickelt. In diese Richtung geht auch das neue deutsche Pfandbriefgesetz, das am 19. Juli dieses Jahres in Kraft treten wird.

Die einfache Formel des Jumbo-Konzepts – hohe Liquidität und hohe Bonität – fand bei den europäischen Nachbarn schnell Anklang. Der Jumbo hatte Vorbildcharakter für viele Länder, die das Produkt zügig nachahmten.

Deutsche Handschrift

Es folgten die spanischen Cédulas, die französischen Obligations Foncières, der luxemburgische Lettre de Gages, die irischen Asset Covered Securities (ACS) und der britische Covered Bond – neben dem deutschen Pfandbrief sind das heute die

größten Player im europäischen Markt für Covered Bonds, wie die Titel einheitlich genannt werden. Alle Länder haben ihre eigenen gesetzlichen Grundlagen für die Papiere geschaffen. Die Handschrift der Deutschen findet sich aber vielerorten wieder. Darüber hinaus gibt es aus vielen anderen europäischen Ländern Covered Bonds. In diesem Monat stieß nun auch Italien mit der Verabschiedung eines entsprechenden gesetzlichen Rahmenwerkes dazu. Italien wird sicherlich ein interessanter Newcomer.

Covered Bonds im Jumbo-Format gibt es mittlerweile von rund 50 Emittenten aus ganz Europa. Das Volumen der ausstehenden Papiere erreicht über 600 Mrd. Euro. Der Anteil der Deutschen dominiert, aber er ist im vergangenen Jahr leicht zurückgegangen. In der Spitze der Jahre 2002 und 2003 lagen die Pfandbriefe noch bei über 400 Mrd. Euro. Im vergangenen Jahr schrumpfte die Summe auf 380 Mrd. Euro. Ursächlich für diese Entwicklung ist der Rückgang des inländischen Staatsfinanzierungsgeschäftes.

Der Erfolg oder Misserfolg eines Produktes lässt sich am besten in turbulenten Kapitalmarktzeiten beurteilen. Angesichts der jüngsten Verunsicherungen im Markt für Unternehmensanleihen verspüren sichere Titel wie Staatsanleihen oder eben auch Covered Bonds einen regen Zulauf. Weite Investorenkreise setzten den Covered Bond aufgrund seiner hohen Sicherheit mit einer Staatsanleihe gleich, die noch einen kleinen Rendite-Pick-up bietet.

Vatikan ist mit von der Partie

Neben Investorenadressen aus dem asiatischen Raum greifen auch Zentralbanken und der konservative Vatikan bei Neuemissionen von Covered Bonds beherzt zu. Das kann auch an den geringen Spreads abgelesen werden, zu denen das gedeckte Material mittlerweile bei den Anlegern abgesetzt wird. Investoren erkennen Covered Bonds demzufolge zweifelsohne als Substitut für Staatsanleihen mit höchster Bonität an.