

In Grund und Boden

PFANDBRIEFE. Steht „Immobilien“ auf dem Etikett, reagieren Anleger neuerdings skeptisch. Das gilt sogar für Produkte, die als Inbegriff risikolosen Investments gelten. Auch Pfandbriefe werden argwöhnisch beäugt. Wie sicher sind sie wirklich?

Von Christina Hiptmayr



Anfangs waren die Finanzmärkte noch ganz entspannt: Als im vergangenen Sommer in den USA die Hypothekenkrise – alias Immobilien- oder Subprime-Krise – ihren Ausgang nahm, lehnten sich die europäischen Marktteilnehmer in ihren dicken Bürosesseln zurück und taten die Angelegenheit als rein amerikanisches Problem ab. Mittlerweile weiß man es besser. Die Krise hat längst die globalen Märkte angesteckt. Was da noch alles kommen mag, kann niemand abschätzen. Von der Chefetage bis zum Kleinanleger – das große Zittern hat mittlerweile alle erfasst. Und die Aufregung wurde noch größer, als Ende November Schlagzeilen wie „Finanzkrise hat Pfandbriefe erreicht“ durch die Medien geisterten.

Wie konnte das passieren? Galt doch der Pfandbrief als eines der sichersten Finanzprodukte. Das European Covered Bond Council, der Verband der europäischen Emittenten, hatte nach dramatischen Kursverlusten britischer und spanischer Papiere – den Ländern wird eine Überhitzung ihrer Immobilienmärkte nachgesagt – eine Aussetzung des Handels der Banken untereinander empfohlen. Die An- und Verkaufspreise seien so stark

voneinander abgewichen, dass kein geregelter Handel mehr möglich gewesen sei. Das hatte zwar für private Anleger keine Konsequenzen, doch der Schock sitzt noch immer tief.

Ausgelöst wurde die weltweite Finanzkrise durch die Katastrophenmeldungen über die so genannten Asset-backed Securities (ABS), jene Papiere, die unter anderem schlecht besicherte US-Immobilienkredite enthielten. Doch die heimischen Anleger wurden durch die Vorgänge rund um Meinel European Land (MEL) und die daran anschließende Talfahrt der österreichischen Immo-Aktien zusätzlich verunsichert. Hielt man doch gerade hierzulande Immo-Investments bis dato für besonders sicher.

Kein Wunder, dass nun auch die als sicherer Hafen geltenden mündelsicheren¹⁾ Pfandbriefe argwöhnisch beäugt werden. Schließlich handelt es sich dabei ebenfalls um verbrieft Hypothekendarstellungen. Und wird nicht gerade darüber gestritten, ob nicht auch die MEL-Aktien als mündelsicher verkauft wurden? Sollten nun auch der Pfandbrief und seine europäischen Verwandten von der Finanzkrise angesteckt werden, wäre das Vertrauen bis in die Grundfesten erschüttert.

Kein Grund zur Panik, sagen die Experten. „Wenn nicht die Welt untergeht, ist das in Pfandbriefen angelegte Geld wirklich sicher“, meint Edwin Triebnig, Bereichsleiter für Produktmanagement und Marketing der Erste Sparinvest. Auch Peter Czapek, Veranlagungsexperte der Bank Austria Creditanstalt, stößt ins selbe Horn: „Nicht umsonst gelten Pfandbriefe als das Produkt für konservative, sicherheitsorientierte Anleger.“

Das beweist auch seine lange, mittlerweile fast jahrhundertalte europäische Tradition: Der Pfandbrief geht zurück auf das Jahr 1769, als Friedrich der Große dieses Wertpapier einführt, um der Geldnot des Adels zu begegnen und den Wiederaufbau seines Landes nach dem Siebenjährigen Krieg zwischen Preußen und Österreich zu finanzieren.

Der deutsche Pfandbrief fand ob seines Erfolges europaweit zahlreiche Nachahmer wie etwa spanische Cédulas, britische Covered Bonds oder französische Obligations foncières mit jeweils unterschiedlichen lokalen Ausprägungen.

Aufgrund ihrer gesetzlichen Regelungen verfügen Pfandbriefe über ein feinmaschiges Sicherheitsnetz. Besonders strenge Pfandbriefgesetze sind in Deutschland und Österreich zu finden.

In der Praxis spielt sich das so ab: Die Banken vergeben Darlehen an private Kunden. Als Sicherheit dient ihnen die ins Grund-

¹⁾ Als mündelsicher werden Wertpapiere bezeichnet, die zur Veranlagung von Mündelgeldern (Gelder Minderjähriger oder anderer Schutzbefohlener) geeignet sind. Wertverluste sind durch strenge gesetzliche Regelungen, denen diese Papiere unterliegen, praktisch ausgeschlossen. Es handelt sich um sehr konservative Anlageformen, die in der Regel keine hohen Zinszahlungen erwarten lassen.

„In ABS finden sich hypothekarisch besicherte Darlehen, Autokredite und Kreditkartenschulden – der Vorstellungskraft sind keine Grenzen gesetzt.“ Markus Greiderer, Hypo Tirol

buch eingetragene Hypothek. Um sich ihre Liquidität zu wahren, holt sich die Bank die vergebenen Gelder auf der anderen Seite von Anlegern zurück. Zu diesem Zweck begibt sie Pfandbriefe (also Schuldverschreibungen), in denen die Forderungen zusammengefasst werden. Dabei müssen dem Gesamtvolumen der verbrieften Forderungen in gleicher Höhe Hypothekendarlehen gegenüberstehen. „Wenn wir für eine Million Pfandbriefe begeben, müssen wir als Bank nachweisen, dass wir auf der anderen Seite auch die Darlehen dafür haben“, erklärt BA-CA-Experte Czapek. Dass dem einzelnen Pfandbrief nicht eine einzelne Forderung gegenübersteht, sondern ein Pool an Hypotheken, schafft zusätzliche Sicherheit.

Ein wichtiger Unterschied zu den ABS-Papieren: Die Forderungen bleiben in der Bilanz der Bank. Sie haftet mit ihrem Vermögen und trägt das Kreditrisiko. Die im so genannten Deckungsstock zusammengefassten Kredite dienen nur als zusätzliche Sicherheit für den Fall einer Insolvenz der Bank und stehen dann ausschließlich zur Bedienung der Pfandbriefe zur Verfügung. So ein Fall ist in der langjährigen Historie der Pfandbriefe allerdings noch nie eingetreten.

Für den Anleger bedeutet der Pfandbrief ein sanftes Ruhekit. Als festverzinsliches Wertpapier erfreut er durch jährliche Zinszahlungen. Der Ertrag ist zwar bescheiden – Pfandbriefe erzielen meist eine um etwa einen halben Prozentpunkt höhere Rendite als Staatsanleihen. Doch dafür punktet er mit Sicherheit: Mit Laufzeitende ist eine hundertprozentige Rückzahlung des investierten Kapitals sichergestellt. Von einem Verkauf vor Ablauf der Laufzeit ist jedoch abzuraten: Aufgrund der in den letzten Jahren stetig steigenden Zinsen sind die Kurse im Sekundärmarkt etwas gefallen.

Gänzlich anders ist die Situation bei den in Verruf geratenen Asset-backed Securities. Ebenso wie Pfandbriefe sind auch diese Wertpapiere durch Forderungen besichert. Während jedoch etwa das österreichische Pfandbriefgesetz eindeutig festlegt, dass als Deckung lediglich die Beleihung auf inländische, im Grundbuch eingetragene Grundstücke und Immobilien gestattet ist, können die hinter den ABS-Papieren stehenden Forderungen jeglicher Natur sein. „Von hypothekarisch besicherten Darlehen über Autokredite bis hin zu Kreditkartenschulden – da sind der Vorstellungskraft keine Grenzen gesetzt“, sagt Markus Greiderer, Leiter Treasury in der Hypo Tirol. Die Qualität der zugrunde liegenden Kredite interessierte die Käufer kaum – Hauptsache, die Rendite stimmte. Welche Risiken in den Wertpapieren versteckt sind, war nicht bekannt, da die Portfolios in der Regel mehrfach umgepackt

wurden. Die Anleger mussten auf das Urteil der Ratingagenturen vertrauen, und die hatten mit der Bewertung von ABS offenbar massive Schwierigkeiten. „Während beim Pfandbrief die Gesetzeslage klar ist, gibt es bei den ABS-Strukturen meist ein Vertragswerk mit mehreren hundert Seiten, das sich die Investoren nicht so genau durchlesen wollten oder konnten. Stattdessen verließen sie sich auf die Ratingagenturen“, meint Triebnig von der Sparinvest. Sogar scheinbar sichere Triple-A-Papiere wurden plötzlich zu Schrottanleihen.

Ausgegeben werden ABS-Papiere durch eigens für die Emission gegründete Zweckgesellschaften, so genannte Special Purpose Vehicles (SPV). Initiiert werden diese ohne großes Eigenkapital ausgestatteten SPVs von Banken, die ihre Bilanz nicht mit zusätzlicher Eigenmittel hinterlegung belasten wollen. Die Cash Flows aus den Forderungen – also Zinsen und Tilgung – dienen direkt zur Bedienung der Investorenansprüche, die Bank, die ihre Forderungen verkauft hat, haftet darüber hinaus nicht für die Verbindlichkeiten des SPV. Somit geht das Kreditrisiko auf die Investoren über. Das geht so lange gut, wie eine ausreichende Menge an Schuldnern zahlungsfähig bleibt. Doch zuletzt wurde in Summe mehr Geld ausgeliehen als zurückgezahlt. Das Konstrukt brach mit den bekannten Auswirkungen in sich zusammen wie ein Kartenhaus.

Derart faule Kredite kommen in österreichische Pfandbriefe nicht hinein. Bei Zahlungsrückständen von Schuldern werden die Kredite im Deckungsstock ausgetauscht. „Die Darlehen in der Deckungsmasse sind erstklassige Qualität“, versichert Christoph Hiesberger, Geschäftsführer des Hypoverbandes. Das liege vor allem daran, dass der Pfandbrief in Österreich ein relativ wenig genutztes Instrument sei und die Banken demzufolge eine große Auswahl an Schuldern mit sehr guter Bonität hätten.

Tatsächlich sind Hypothekendarlehen dünn gesät. Im Jahr 2006 hatten die im Umlauf befindlichen Pfandbriefe ein Volumen von gerade mal knapp drei Milliarden Euro. Neuemissionen – berechtigt sind dazu die Hypobanken, Bank Austria sowie Erste Bank – gibt es derzeit kaum. „Die Banken haben sich vor dem Auslaufen der Landeshaftung (Anm.: April 2007) mit Liquidität eingedeckt. Es besteht schlicht keine Notwendigkeit, Pfandbriefe zu begeben“, erklärt Hypo-Tirol-Mann Greiderer. Zuletzt hat die Bank Austria einen Stufenpfandbrief emittiert, dessen Verzinsung innerhalb der sechsjährigen Laufzeit von 4,375 auf fünf Prozent steigt. „Da besteht eine gute Nachfrage“, sagt Czapek von der BA-CA. „Das Sicherheitsbedürfnis der Kunden steigt.“

Für österreichische und deutsche Pfandbriefe kann also Entwarnung gegeben werden. In puncto Sicherheit heben sie sich deutlich von ähnlichen Strukturen ab. ●