



Peter Knopp

Pfandbriefe verdienen die Höchstnote

BEWERTUNG ■ Die Bedeutung externer Ratings wächst. Wieschneiden deutsche Pfandbriefe dabei ab?

Von Peter Knopp

Wie bewertet man Bonitätsrisiken in einem Wertpapiersegment, das seit mehr als 100 Jahren keinen einzigen Ausfall verzeichnet hat? Darüber diskutiert die deutsche Pfandbriefbranche seit Monaten engagiert. Der Grund: Verschärfte Ratingmodelle und überzogene Stressannahmen über die Immobilienmärkte durch die Ratingagenturen. Zur Einordnung des Geschehens sind drei grundsätzliche Fragen zu klären: Welchen Stellenwert haben Ratings für den deutschen Pfandbriefmarkt? Mit welcher Methodik evaluieren Ratingagenturen gedeckte Anleihen? Und welche Aussagekraft haben die Ergebnisse?

Risikosysteme werden sensibler

Externe Ratings spielten im deutschen Pfandbriefsegment lange Zeit eine eher untergeordnete Rolle. Das liegt vor allem am deutschen Pfandbriefgesetz und der Aufsicht durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). Doch der Pfandbrief kann sich der wachsenden Nachfrage nach Ratings nicht entziehen.

Vor dem Hintergrund der Finanzkrise lässt sich zwar trefflich darüber streiten, wie verlässlich Ratings sind. Doch trotz aller Kritik – die Bedeutung externer Ratings wächst weiter. Die Risikosysteme der großen Kapitalsammelstellen, etwa Versicherungen und Pensionsfonds, sind immer sensibler zugunsten von Ratings adjustiert worden. Auch die künftigen regulatorischen Anforderungen

(Basel III) verweisen auf ein externes Pfandbriefrating. Die Finanzinstitute sollen einen Liquiditätspuffer aus qualitativ hochwertigen liquiden Aktiva aufbauen, der in Stresssituationen die kumulierten Nettozahlungsausgänge der nächsten 30 Tage deckt. Zu diesen liquiden Aktiva zählen auch Pfandbriefe, die allerdings ein Rating zwischen AA und AAA aufweisen und einen Bewertungsabschlag von mindestens 15 Prozent vom aktuellen Marktwert hinnehmen müssen. Auch diese Vorgabe zeigt die zunehmende Abhängigkeit der Pfandbriefe von hohen externen Ratings.

Mit dem Bedeutungszuwachs kündigt sich zugleich ein Paradigmenwechsel in den Bewertungsverfahren an: Bisher stand das Ausfallrisiko der zugrunde liegenden Immobilienkredite, also die Qualität der Deckungsmasse, im Mittelpunkt. Aktuell fokussieren sich Investoren jedoch verstärkt auf die Preis-Volatilität, das heißt auf die Gefahr, vor dem Verkauf oder der Endfälligkeit Kursabschläge zu erleiden.

Ratingagenturen dagegen konzentrieren sich maßgeblich darauf, wie ein Pfandbrief für den Fall einer Insolvenz des Emittenten weiter bedient werden kann. Auf welchem methodischen Weg die Agenturen jedoch zu ihren Annahmen gelangen, konkret: wie die Stressszenarien ausgestaltet werden, ist umstritten. Hinzu kommt, dass Pfandbriefe beim Rating häufig einer Verbriefung gleichgestellt werden. Es stellt sich daher die Frage, inwiefern die neuen Ratingmodelle der Agenturen in der Lage sind, den Pfandbrief korrekt zu bewerten.

Ratings sind nur schwer vergleichbar – dies gilt sogar für Covered Bonds untereinander. Der internationale Vergleich zwischen deutschen Pfandbriefen und spanischen Covered Bonds (Cédulas)

verdeutlicht dies: Letztere werfen deutlich höhere Erträge, also Risikoprämien, ab als deutsche Papiere. Und obwohl der spanische Covered Bond nicht über das Sicherheitsnetz des Pfandbriefs verfügt, erhält er unter Umständen das gleiche oder sogar ein höheres Rating. Dieser Vergleich zeigt: Ratings liefern keine absoluten Wahrheiten und spiegeln nicht das Risiko wider. Oder anders ausgedrückt: AAA ist nicht immer gleich AAA.

Der Pfandbrief bräuchte kein Rating

Unterm Strich bleibt festzuhalten, dass der deutsche Pfandbrief gemessen an seiner Qualität und gesetzlichen Verankerung eigentlich kein Rating benötigt, da das deutsche Gesetz mehr Sicherheit bietet als die Annahmen der Agenturen. Gleichwohl können sich die Emittenten nicht den Anforderungen von Investoren entziehen. Die Ratingagenturen sind daher gut beraten, den Pfandbrief marktgerecht und methodisch korrekt zu bewerten. Dies kann nur gelingen, wenn die Ratingmodelle der Natur des deutschen Pfandbriefs als sicherstes Produkt im internationalen Covered-Bond-Universum gerecht werden und „Pfandbrief-Know-how“ aufbauen. Nur so können die Ratings an Aussagekraft gewinnen. Denn angesichts der gesetzlichen Anforderungen und der makellosen historischen Bilanz dieser Papiere kann das Ratingergebnis eigentlich nur lauten: Deutsche Pfandbriefe verdienen die Höchstnote. **ii**

Peter Knopp ist Vorsitzender des Vorstands, Westdeutsche ImmobilienBank AG.