

Sonderbeilage: Pfandbriefbanken

## Aktive Deckungssteuerung bringt zahlreiche Vorteile

Ein wesentliches Unterscheidungsmerkmal bei der Abgrenzung von Pfandbriefen zur klassischen Verbriefung – Sowohl Emittenten als auch Investoren profitieren

**Börsen-Zeitung, 25.8.2018**  
Der deutsche Pfandbrief ist kein statisches Produkt. Im Gegenteil – seine dynamische Deckungsmasse ist ein wesentliches Charakteristikum. Denn das Pfandbriefgesetz räumt dem Emittenten die Möglichkeit ein, jederzeit Sicherheiten der Deckungsmasse zuzuführen, zu entnehmen oder zu ersetzen, um seiner Verantwortung gegenüber den Pfandbriefinvestoren im Rahmen der Deckungssteuerung gerecht zu werden. Auf der Passivseite wiederum kann der Emittent ständig neue Pfandbriefe mit unterschiedlichen Ausstattungsmerkmalen gegen diese Deckungsmasse emittieren.

Ebenso führen Einflüsse von außen wie die Entwicklung auf den Immobilien-, Zins- und Währungsmärkten oder die Entwicklung einzelner Deckungswerte dazu, dass sich das Gesamtkonstrukt aus Pfandbriefen und dazugehöriger Deckungsmasse ständig verändert. Damit trotz dieser Veränderungen die Qualität des Deckungsstockes gewährleistet wird, ist eine aktive Steuerung durch den Pfandbriefemittenten elementar wichtig. Vor allem die Vorgaben des Pfandbriefgesetzes, aber auch interne Beschränkungen oder Anforderungen der Ratingagenturen bilden dabei die Leitplanken, in denen sich der Emittent im Rahmen seiner Aktivitäten bewegen kann.

Für Pfandbriefinvestoren, speziell wenn sie Produkte mit längeren Laufzeiten kaufen, ist eine aktive Deckungssteuerung durch den Emittenten von hoher Bedeutung. Der Grund: Die aktive Steuerung hat einen wesentlichen Einfluss auf die Entwicklung der Struktur von Deckungsmasse und den dazugehörigen Pfandbriefen. Transparenzanforderungen, wie die Meldungen nach § 28 PfandBG, geben einen Überblick über die Situation zum Kaufzeitpunkt und Hinweise auf zukünftige Entwicklungen. Bei der Kaufentscheidung sollte somit neben Aspekten wie der aktuellen Deckungsmasse, dem Geschäftsmodell und der Bonität des Emittenten auch die Einschätzung bezüglich der Steuer-

ungskompetenz des Emittenten eine wichtige Rolle spielen.

Im Falle der Aareal Bank beginnt die Deckungssteuerung bereits bei der Planung des Kreditneugeschäftes. Hier wird eine Vielzahl von Immobilienmärkten im Hinblick auf deren zukünftige Entwicklung analysiert. Die internationale Aufstellung der Aareal Bank ermöglicht es, das Kreditportfolio – und somit auch die zukünftige Deckungsmasse der Hypothekendarlehen – hinsichtlich der Markterwartungen zu steuern und somit die Engagements in bestimmten Ländern zu erhöhen beziehungsweise zu reduzieren.

Darüber hinaus ist auch die Emissionsplanung Teil der aktiven Steuerung. Über entsprechende Emissionen kann so das im Pfandbriefprogramm enthaltene Währungs- und Zinsrisiko reduziert werden, zum Beispiel durch das Begeben von Fremdwährungspfandbriefen. Auch stellt die Aussteuerung des Laufzeitprofils im Rahmen der Emissionsplanung neben der Steuerung über weitere Deckungswerte wie beispielsweise liquide Wertpapiere ein zusätzliches wichtiges Instrument dar, um mögliche Liquiditätsrisiken zu begrenzen.

### Deckungsderivate

Außerdem ermöglichen Deckungsderivate, aktiv Zins- und Währungsinkongruenzen zwischen der Deckungsmasse und den Pfandbriefen auszusteuern. So kann zum Beispiel ein Währungsrisiko, das aus Unterschieden in der Währungsstruktur zwischen der Deckungsmasse und den ausstehenden Pfandbriefen entsteht, mit Hilfe von Währungsderivaten abgesichert werden.

Die aktive Steuerung ist auch ein wesentliches Unterscheidungsmerkmal bei der Abgrenzung von Pfandbriefen zur klassischen Verbriefung. Bei Letzterem handelt es sich weitestgehend um ein statisches Instrument, bei dem mit der Emission die als Sicherheit dienenden Aktiva feststehen und die Konstruktion sinnbildlich in einen „Autopilot-Modus“ wechselt. Ein aktives Management des Sicherheitenpools und somit ein

Profitieren der Investoren von der Steuerungsexpertise des Emittenten wie beim Pfandbrief ist nicht vorgeesehen.

Auch handelt es sich bei Verbriefungen in der Regel um einmalige Transaktionen, während der Pfandbriefemittent regelmäßig gegen die gleiche Deckungsmasse Pfandbriefe emittiert. Da somit die Poolentwicklung auch über den zukünftigen Fundingzugang des Emittenten entscheidet, besteht ein hoher Anreiz für eine aktive Deckungssteuerung im Sinne der Pfandbriefinvestoren.

### Handlungsspielräume nötig

Voraussetzung für eine aktive Steuerung durch den Emittenten sind entsprechende Handlungsspielräume. Hierbei kommt den bereits erwähnten Leitplanken, in deren Rahmen die Deckungssteuerung erfolgen kann, eine besondere Bedeutung zu. Das Pfandbriefgesetz bildet die Basis für die Deckungssteuerung bei deutschen Pfandbriefprogrammen. Es gilt für alle Emittenten in gleicher Weise und gewährleistet für Pfandbriefinvestoren einen institutsunabhängigen, einheitlichen Mindeststandard. Institutsspezifische Maßgaben, regulatorische Anforderungen und Vorgaben der Ratingagenturen reduzieren den Spielraum weiter.

Die Einführung zusätzlicher beziehungsweise neuer regulatorischer Vorgaben wird oft mit dem Schutz der Investoren begründet. Ein aktuelles Beispiel ist die Diskussion anlässlich der Covered-Bond-Harmonisierung auf europäischer Ebene, in der auch Vorgaben hinsichtlich der Homogenität der Deckungsmassen zum Schutz der Investoren gefordert werden. Eine möglicherweise daraus resultierende Trennung von gewerblichen und wohnwirtschaftlichen Deckungsmassen würde den jahrhundertlang erprobten und insbesondere auch in der Finanzkrise bewährten Bestimmungen des deutschen Pfandbriefgesetzes zuwiderlaufen und sowohl die aktiven Managementmöglichkeiten als auch be-

stehende nationale Gesetze in ihrer Wirksamkeit einschränken.

Eine aktive Deckungssteuerung bringt eine Vielzahl von Vorteilen für alle Beteiligten: Für den Emittenten ergeben sich durch die Bandbreiten in der Deckungssteuerung im Wesentlichen Flexibilitätsvorteile, die er im Sinne seines Geschäftsmodells und zum Vorteil seiner Kunden nutzen kann. Damit kann man sowohl die Interessen der Kreditkunden als auch die der Pfandbriefinvestoren besser bedienen.

Neben der Betrachtung auf Gesamtportfolioebene, in der auf die Entwicklung von Marktsegmenten geschaut wird, greift eine aktive Deckungssteuerung aber auch auf Einzeldarlehensebene ein, zum Beispiel wenn sich bei einem einzelnen

Deckungswert negative Entwicklungen abzeichnen und der Emittent im Rahmen der Deckungsmassenpflege diesen Wert ersetzt. Auch hier profitieren Pfandbriefinvestoren von einem aktiven Manager, der mögliche Risiken im Rahmen der Deckungssteuerung aussteuert beziehungsweise erst gar nicht entstehen lässt.

Abschließend lässt sich zusammenfassen, dass die aktive Deckungssteuerung ein wesentlicher Vorteil des Pfandbriefs ist, der ihn von vielen anderen Produkten unterscheidet. Hiervon profitieren sowohl Emittenten als auch Investoren. Die Steuerung ermöglicht es dem Emittenten entsprechend seiner Risikoeinschätzung, Umschichtungen beziehungsweise Steuerungsmaßnahmen in der Deckungsmasse vor-

zunehmen, und versetzt diesen in die Lage, verschiedenste Refinanzierungsanforderungen über ein Produkt abzudecken. Der Investor hingegen profitiert von der Expertise des Emittenten bei dessen aktiver Steuerung. Hierbei spielt die Bandbreite, in der sich die aktive Steuerung bewegt, eine zentrale Rolle. Neue Anforderungen, die die Bandbreiten der Deckungssteuerung weiter einschränken, sollten daher auch stets vor dem Hintergrund bewertet werden, dass sie auch die Vorteile der aktiven Steuerung verringern können.

.....  
Thomas Ortmanns, Vorstandsmitglied der Aareal Bank AG