

Es gilt das gesprochene Wort!

Lehren aus der Krise

Rede

von Jochen Sanio

Präsident der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)

**auf dem Jahresempfang des
Verbands deutscher Pfandbriefbanken**

in der DZ Bank

am 27. November 2008 in Berlin

Sehr geehrter Herr Rasche,
sehr geehrter Herr Dr. Hagen,
meine sehr verehrten Damen und Herren,

„Nie war er so wertvoll wie heute“ – mit diesem Werbeslogan aus den zwanziger Jahren habe ich bislang nur ein spezielles Heilwässerchen in Verbindung gebracht. Alkoholgehalt: 79 Prozent, Rezeptur: seit 1826 unverändert. Das Unternehmen mit den drei Nonnen im Logo verwendet den Spruch allerdings schon seit einiger Zeit nicht mehr. Er schien nicht mehr „cool“ genug zu sein für jüngere Konsumenten.

Nun ist Coolness nicht gerade eine Eigenschaft, die man dem deutschen Pfandbrief zuschreibt, und zum Glück legt der VDP auf kurzlebigen Werbe-Pep keinen Wert. In seiner Publikation „Der Pfandbrief 2008/2009“ wird das geflügelte Wort denn auch ohne weiteres dem deutschen Pfandbrief „zugesacht“ und mit der Behauptung verziert, jeder Treasurer, „dessen Refinanzierungskoffer dieses Produkt“ enthalte, werde das Zitat unterschreiben. Eine starke Aussage. Zu finden ist sie im Kapitel „Der Pfandbrief in Zeiten der Finanzkrise – Qualität setzt sich durch“.

Die Gemeinsamkeiten mit dem klösterlichen Tonikum sind nicht zu leugnen: Auch der deutsche Pfandbrief ist ein Produkt mit Tradition – seine Geschichte reicht sogar ins 18. Jahrhundert zurück. Die Finanzwelt schätzt ihn als bewährtes Hausmittel, das sich von den künstlichen, schadstoffhaltigen Kreationen der Labors einer kaputten Derivate-Industrie wohltuend abhebt. Doch ist der deutsche Pfandbrief gerade heute, in Zeiten einer extremen Vertrauenskrise, so wertvoll wie nie?

Lange Zeit schien es so zu sein. Während rings herum großes Elend herrschte, sah es so aus, als könnte sich der Pfandbriefmarkt der Finanzkrise entziehen, ja sogar als strahlender Gewinner daraus hervorgehen. Das Market-Making für Jumbo-Pfandbriefe war zwar schon schwer ins Stottern geraten, mehrere Male musste es sogar ausgesetzt werden, aber der Pfandbriefabsatz der deutschen Emittenten stieg in diesem Jahr zunächst.

Doch dann kam Mitte September der Zusammenbruch der US-Investmentbank Lehman Brothers, der das Weltfinanzsystem an den Rand des Unterganges brachte. Das gewaltige Beben erfasste auch den Pfandbriefmarkt, der seitdem nicht mehr funktioniert. Pfandbriefe lassen sich fast nur noch im eigenen Konzernverbund absetzen oder bei der Zentralbank einliefern.

„Echte“ Investoren kaufen nur noch geringe Volumina – viel zu geringe, wenn man die künftigen Pfandbrief-Fälligkeiten betrachtet, die nach Anschlussfinanzierungen rufen. Gut, dass der Redaktionsschluss der besagten VDP-Publikation schon im Juli lag, denn zurzeit kann der Pfandbrief-Slogan nur lauten: „Nie war er so schwer verkäuflich wie heute“. Das sage ich mit größtem Bedauern – und ohne jede Häme, denn dafür gäbe es keinen Grund.

Zu den Leidtragenden der Krise gehören mittlerweile auch die ehemaligen Hypothekenbanken – sie sind besonders stark davon abhängig, dass die Geld- und Kapitalmärkte funktionieren. Die Hypo Real Estate Gruppe, eine der größten Pfandbriefemittenten, konnte nur durch eine dramatische Rettungsaktion vor dem Zusammenbruch bewahrt werden.

Die Ursache von deren Liquiditätsschwierigkeiten lag allerdings nicht bei den von der BaFin beaufsichtigten deutschen Realkredit-Instituten des Konzerns, sondern die Tragödie wurde durch den irischen Staats- und Infrastrukturfinanzierer DEPFA Bank plc ausgelöst, den die Hypo Real Estate erst im Herbst vergangenen Jahres übernommen hatte.

Die Annahme, das verwundbare „wholesale funding“ dieser Bank auch in schwierigen Marktverhältnissen restrukturieren zu können, erwies sich in der brutalen Finanzkrise schnell als reines Wunschdenken. Als die Geld- und Kapitalmärkte nach der Lehman-Pleite über Nacht zum Stillstand kamen, saß die Hypo Real Estate Gruppe in einer tödlichen Falle, aus der sie sich nicht mit eigener Kraft befreien konnte.

Weltweit ächzen viele Banken, die in ihrer Refinanzierung völlig vom „wholesale funding“ abhängig sind, unter starken Liquiditätsproblemen. Auch Institute, die sich auf das Pfandbriefgeschäft spezialisiert haben, sind unter Liquiditätsdruck geraten.

Der beruhigende Merksatz „Pfandbrief geht immer“ gilt nicht mehr in der extremen post-Lehman-Situation. Zu allem Überflus wird dem Pfandbrief nun auch noch eine Wettbewerbsverzerrung zu schaffen machen, deren Wirkung schwer abzuschätzen ist: Mitten in der Krise erwächst ihm heftige Konkurrenz in Form von in- und ausländischen Anleihen, die mit staatlichen Garantien versehen sind. Diese Emissionen werden wahrscheinlich ein neues Marktsegment kreieren, das von Investoren, die risikoscheu sind – und wer ist das zurzeit nicht? – als natürlicher „safe haven“ angesehen werden dürfte. Das ändert nichts daran, dass der Pfandbrief eine der sichersten Anlageformen bleibt – doch im Wettbewerb mit Triple-A-Staatspapieren wird er in der Krise immer nur zweiter Sieger bleiben.

Deshalb bleibt auch für Pfandbriefemittenten die Sicherstellung ihrer Liquidität bis auf Weiteres eine essentielle Fragestellung. Zugleich müssen die Pfandbriefinstitute ausreichende Erträge erwirtschaften – und das bei sich ausweitenden Refinanzierungsspreads. Der deutsche Pfandbrief steht damit vor einer der größten Herausforderungen seiner langen Geschichte, die Sie, meine Damen und Herren, bewältigen müssen.

Doch Herausforderungen beinhalten auch Chancen, selbst wenn diese manchmal schwer zu erkennen sind. Woody Allen sagte einst, wirklich innovativ sei man nur dann, wenn einmal etwas danebengegangen sei. Nach dieser Logik stehen wir in der Finanzwelt vor dem größten Innovationsschub der letzten Jahrzehnte, denn gründlicher als jetzt ist hier wohl noch nie etwas schief gegangen, und dies auf allen Seiten.

Das über Jahrzehnte entwickelte internationale Regulierungssystem ist mit seinen großen Löchern und falschen Anreiz-Strukturen, die jetzt offenkundig geworden sind, genau so gescheitert wie bestimmte Geschäftsmodelle, die lange Zeit als ultimative Profitmaschinen bejubelt wurden.

Jedes Ding hat bekanntlich seine Zeit. Jetzt ist die Zeit – für alle Banken dieser Welt – Geschäftsmodelle auf ihre Zukunftsfähigkeit zu überprüfen. Nun weiß jeder, dass es ein Land gibt, das in dieser Hinsicht einen besonders großen Nachholbedarf hat.

Die Feststellung, dass es hierzulande einiges zu tun gibt, gilt auch für die Pfandbriefbanken. Für das eine oder andere Institut gibt es gute Gründe, über einschneidende Korrekturen an ihren Geschäftsmodellen nachzudenken. Ertragschancen und Risiken müssen neu ausbalanciert werden.

Hierzu gehört insbesondere, dass bereits das Grundgeschäft eine auskömmliche Marge ausweisen muss. Das Spielen auf der Zinskurve und Wetten auf Zinsveränderungen können nicht Bestandteil eines tragfähigen Geschäftsmodells sein. Die Zeiten von „Germany's secret gamblers“ – so die garstige Überschrift eines Artikels in der Zeitschrift Euromoney im April 1999 – müssen endgültig der Vergangenheit angehören.

Und wenn man sich dem Thema Innovation widmet, sollte man auch nicht davor zurückschrecken, die aus meiner Sicht dringend gebotene Konsolidierung im Emittentenbereich anzugehen.

Denn wer sich die Pfandbriefbanken genauer anschaut, und das tun wir von Berufs wegen, der weiß, dass nicht nur die Hypo Real Estate Gruppe mit krisenhaften Entwicklungen zu kämpfen

hatte. Sie war unter den Pfandbriefbanken nur das jüngste Beispiel, aber beileibe nicht das einzige.

Jedes Mal waren Institute betroffen, deren Geschäftsmodell sehr einseitig ausgerichtet war – in den meisten Fällen auf das margenarme Staatsfinanzierungsgeschäft. Im Staatsfinanzierungsgeschäft gibt es derzeit kaum etwas zu verdienen, wenn man keine Inkongruenzen in der Bilanz eingehen will. Zugleich sind solche Institute – ich sagte es bereits – sehr stark abhängig davon, dass die Geld- und Kapitalmärkte nicht austrocknen.

Angesichts dessen drängt sich die Frage auf, ob ein solches Geschäftsmodell auf „stand alone-Basis“ zukunftsfähig ist. Auch reine Immobilienfinanzierer können dieser Frage nicht länger ausweichen, denn sie sind nicht minder einseitig ausgerichtet und mehr noch als andere darauf angewiesen, dass die Finanz- und die Immobilienmärkte funktionieren. Da Immobilienfinanzierungen nur in Höhe von 60 Prozent des Beleihungswerts zur Deckung von Hypothekendarlehen benutzt werden können, muss der verbleibende Nachrangteil anderweitig refinanziert werden.

Wenn wir aus der schwierigen Lage, in der wir uns gerade befinden, eine Lehre ableiten müssen, dann diese: Pfandbriefbanken besitzen nicht die übernatürliche Gabe, die Risiken auf beiden Seiten der Bilanz mit traumwandlerischer Sicherheit in der Balance zu halten. Sie werden noch härter als früher daran arbeiten müssen, ihr Geschäftsmodell krisenfest zu machen.

Und der Pfandbrief selbst? Wie ist es um seine Zukunft bestellt? Die Änderung des Pfandbriefgesetzes wird den Pfandbrief im nächsten Jahr *noch* sicherer machen. Nun gibt es allerdings die Rating-Agenturen, die aus miserablen Krediten hemmungslos Triple-A-Wertpapiere gezaubert haben, die sie dann in der Krise ohne zu zögern als „junk bonds“ zur Hölle geschickt haben. Die Haltung der Rating-Agenturen gegenüber dem deutschen Pfandbrief war hingegen seit je her eine völlig andere, und sie ist bis heute unverändert geblieben: Es herrscht ein übergroßes Misstrauen, dessen Grund sich mir auch bei langem Nachdenken nicht offenbaren will.

Doch es hilft nichts: Die Rating-Agenturen sind noch am Werk und werden es bleiben, solange ihnen Schadenersatzklagen von Investoren nicht den Garaus machen. Den Pfandbriefbanken bleibt also nichts anderes übrig, als sich mit ihrer unkomfortablen Situation zu arrangieren.

Dabei steht eine Frage im Vordergrund: Wie können wir den Rating-Agenturen – und den auf sie vertrauenden Investoren – noch überzeugender als bisher nahebringen, dass Pfandbriefe bei Fälligkeit jederzeit bedient werden können?

Die Novelle des Pfandbriefgesetzes macht hier einen weiteren Schritt. Sie sieht vor, dass Pfandbriefinstitute in den Deckungsmassen einen Liquiditätspuffer von 90 Tagen vorhalten müssen. Das ist neu – und vom Ansatz her zu begrüßen. Die tiefe Vertrauenskrise, die wir durchleiden, verlangt meiner Ansicht nach aber noch stärkere Sicherheitsvorkehrungen. Im Gesetzgebungsverfahren hat sich die BaFin deshalb bis zuletzt dafür eingesetzt, den Liquiditätspuffer auf 180 Tage aufzustocken – leider ohne Erfolg. Ein Liquiditätspuffer von 180 Tagen wäre zwar teurer, aber der Aufwand würde sich lohnen. Denn dann kämen die Rating-Agenturen wohl nicht mehr daran vorbei, ihre so genannten „freiwilligen“ Überdeckungsanforderungen an den deutschen Pfandbrief zu reduzieren.

Die Wettbewerbsverzerrungen, die Rating-Agenturen mit ihrem überzogenen Misstrauen zu Lasten des deutschen Pfandbriefs verursacht haben, halte ich für völlig inakzeptabel. So hat sich in der Krise der von uns seit langem gehegte Verdacht bestätigt, dass die Agenturen ausländische Konkurrenzprodukte wie „structured covered bonds“ im Vergleich zum deutschen Pfandbrief zu positiv gesehen haben. Woran mag das wohl liegen?

„Das Vertrauen der nationalen und internationalen Investoren in den deutschen Pfandbrief ist keine Selbstverständlichkeit.“ Das sind Ihre Worte, verehrte Damen und Herren, nicht meine, doch ich würde sie jederzeit unterschreiben. Gefunden habe ich auch diesen Satz in Ihrer bereits zitierten Publikation „Der Pfandbrief 2008/2009“.

Wie sehr das Vertrauen in den Pfandbrief auch von der Qualität der spezialgesetzlichen Aufsicht durch BaFin und Deutsche Bundesbank abhängt, wird in dieser Veröffentlichung zu Recht herausgestellt. Damit wird eine Verpflichtung definiert, die wir sehr ernst nehmen. Unsere Aufgabe ist es, durch eine lückenlos effektive Aufsicht der Garantenstellung für den deutschen Pfandbrief jederzeit gerecht zu werden.

In Zeiten einer überbordenden Deregulierung war das nicht immer leicht. Heute können wir uns glücklich schätzen, den Pfandbriefinstituten, zumindest was das deckungsfähige Geschäft betrifft, nicht noch mehr Freiheiten eingeräumt zu haben. Denn Credit Debt Obligations oder Mortgage Backed Securities, durch deren Wertverfall die Finanzkrise immer weiter angetrieben wird, finden sich – nicht zuletzt auch wegen der Intervention der Aufsicht – nicht in den Deckungsmassen deutscher Pfandbriefe.

Aber Pfandbriefbanken betreiben ja nicht nur das Deckungsgeschäft; einige Institute haben in den vergangenen Jahren begonnen, weitere Märkte, die Schwellenländer, zu erschließen. Die Zukunft wird zeigen, ob solche Aktivitäten im Ausland auch in schwierigen Marktphasen Bestand haben oder ob sie sich am Ende nur als kostspielige Abenteuer erweisen, die man besser unterlassen hätte. Was die Pfandbriefinstitute gerade im kommenden Jahr gar nicht gebrauchen können, ist ein zusätzlicher Wertberichtigungsbedarf größeren Ausmaßes.

Ich sagte bereits, dass in der jetzigen Krise auf Seiten der Investoren ein Gedanke übermächtig geworden ist, und der heißt „Sicherheit“. Um heute als sicher zu gelten, muss ein Geschäftspartner in drei Kategorien hohe Noten erhalten: Geschäftsmodell, Liquidität und Eigenkapital.

Etwas Seltsames ist passiert: Die Märkte haben beim Eigenkapital Maßstäbe eingeführt, die das bankaufsichtlich geforderte Minimum meilenweit übertreffen. Zwar waren die Märkte nie mit den von Basel verlangten vier Prozent Kernkapital zufrieden, doch in der Krise haben sie die Ansprüche in atemberaubender Weise hochgezogen. Zehn bis elf Prozent Kernkapital sind eine gängige Größe, die viele Banken zu erreichen suchen. Natürlich ist das kein Wert für die Ewigkeit, sondern ein Zeichen dafür, welche Verluste die Märkte auf Seiten der Banken noch erwarten und schon heute durch Eigenkapital abgedeckt sehen wollen.

Die Banken sind verunsichert, sie zögern beim Neugeschäft. Vor allem zwei Variablen sind für sie unkalkulierbar: die Höhe der Verluste, die noch drohen, und die Mindestanforderung eines überarbeiteten internationalen Eigenkapitalstandards – Basel IIa, wenn Sie so wollen.

Die Ungewissheit über die Risikoentwicklung können wir Aufseher den Banken nicht nehmen; im Moment sind wir ja nicht einmal in der Lage, gesicherte Aussagen für die nächsten drei Tage zu machen.

Darüber, wie weit die Eigenkapitalanforderungen künftig erhöht werden sollen, haben wir als „standard setter“ aber die Entscheidungsgewalt, und die müssen wir auch ausüben, um wenigstens einen Unsicherheitsfaktor aus der Welt zu schaffen. Zuviel Unsicherheit führt, wenn sie andauert, mit großer Wahrscheinlichkeit geradewegs in eine globale Kreditklemme.

Für die Banken ist von allergrößter Bedeutung, zu wissen, wie groß der Eigenkapitalpuffer ist, mit dem sie in den nächsten Jahren über die Runden kommen müssen – also die Differenz zwischen ihrer heutigen Kernkapitalquote und der in Zukunft dauerhaft verlangten. Die Sache wird demnächst möglicherweise noch dadurch kompliziert, dass die traditionelle risikogewichtete

Baseler Eigenkapitalanforderung zusätzlich von einer pauschalen „leverage ratio“ überlagert wird.

Was auch immer entschieden wird, es muss schnell entschieden werden. Allerdings sollten wir dabei mit dem Thema „Anhebung der Eigenkapitalanforderungen“ sehr vorsichtig umgehen. Das enorme Deleveraging, das sich derzeit abspielt, ist ein schwieriger, äußerst schmerzhafter Prozess – das Gefährlichste, was das internationale Finanzsystem seit Olims Zeiten erlebt hat. Diesen Prozess dürfen Aufsichtsbehörden nicht dadurch weiter verschärfen, dass sie – um in der Krise Tatkraft zu demonstrieren – die Banken mit hochgeschraubten, überzogenen Eigenkapital-Sätzen malträtiert.

Hochprozentiges, verpackt im klösterlichen Gewand einer Arznei, mag auf ewig zu den Favoriten der Selbstmedikation gehören. In der Hausapotheke der Bankenaufseher sollte es aber auf Dauer keinen Platz haben. In der risikoärmeren Finanzwelt von morgen – wann immer wir dort ankommen – wird die Reputation eines Finanzunternehmens hoffentlich wieder von der Nachhaltigkeit seines Geschäftsmodells und dem Risikogehalt seiner Aktivitäten abhängen, was dann in den Eigenkapitalanforderungen seinen Niederschlag findet.

Wenn Risikobegrenzung zur Primärtugend würde, dann wäre das eine Konstellation wie geschaffen für den deutschen Pfandbrief. Dazu muss sich der Pfandbrief allerdings auch in der Krise als Allheilmittel gegen innere Unruhe und Nervosität bewähren. Wer nachweislich die Abwehrkräfte stärkt, wird auch in Zukunft an erster Stelle auf der Liste vertrauenswürdiger Anlagen stehen, die Investoren ruhig schlafen lassen.

An diesem Punkt könnte der VDP sogar darangehen, das Pfandbrief-Image aufzupeppen, ohne unseriös zu werden; ein bisschen Jugendlichkeit würde nicht schaden. Die kölnische Healthcare Group, die das berühmte Wässerchen vertreibt, ist auch für die trendige Gestaltung eines alteingeführten Produkts eine Quelle der Inspiration. „Nie war er so wertvoll wie heute“ war gestern. Die neuen Werbesprüche für den Melissengeist könnte man ohne weiteres überlebenden Risikomanagern in den Mund legen, denn auch sie klingen wie maßgeschneidert für den deutschen Pfandbrief: „Wer ihn kennt, weiß wie er wirkt.“ Und passender noch: „Danke! Mir geht es gut!“