

## GASTBEITRAG

# Luxemburger Pfandbrief wird zunehmend populär

Lettre de Gage ist ein hochwertiges Investmentprodukt – Größerer Diversifikationsgrad im Großherzogtum

Von Bernd Volk \*)

.....  
Börsen-Zeitung, 16.2.2006  
Aufgrund der angekündigten Gründung von Tochtergesellschaften durch die Nord/LB und die Deka Bank steht der luxemburgische Pfandbrief, der Lettre de Gage (LdG), wieder im Blickpunkt der Öffentlichkeit. Auch die Hypo Public Finance Bank, die innerhalb der Hypo Real Estate Group primär für die öffentliche Finanzierung zuständig ist, möchte ihre gedeckte Refinanzierung über die luxemburgische Tochter Hypo Pfandbrief Bank International (HPBI) durchführen. Des Weiteren hat Ende Januar die Debütemission eines LdG Hypothécaire durch die Erste Europäische Pfandbrief- und Kommunalcreditbank (ECPK) Aufmerksamkeit erregt.

### Covered Bond deckungsfähig

Bis dahin handelte es sich bei dem ausstehenden Volumen in Höhe von 25 Mrd. Euro ausschließlich um mit öffentlichen Krediten gedeckte LdG Publiques. Erst am Montag hat die Europäische Hypothekenbank S.A., eine Tochter der Eurohypo, einen zehnjährigen in US-Dollar denominierten LdG Publique an den Markt gebracht. Der nicht geratete LdG Hypothécaire der ECPK im Volumen von 100 Mill. Euro ist jedoch nicht direkt durch Hypothekenkredite, sondern ausschließlich durch Artikel-22-(4)-OGAW-kompatible hypothekenkreditgedeckte Covered Bonds wie Hypothekenzinspfandbriefe, Cédulas Hipotecarias, österreichische Pfandbriefe und ungarische Covered Bonds gedeckt.

In anderen europäischen Ländern sind Covered Bonds nicht als Deckung für die Emission von Covered Bonds geeignet. Das Gleiche gilt für nicht von Anstaltslast und Gewährträgerhaftung profitierende ungedeckte Anleihen von Sparkassen und Landesbanken. Diese sind in Luxemburg als Deckung für LdG Publiques geeignet, nicht jedoch in Deutschland für öffentliche Pfandbriefe. Besonders mit derartigen Papieren gedeckte LdG haben die Nord/LB und die DekaBank für ihre neuen Tochtergesellschaften im Auge. Auch die ECPK hat angekündigt, deutschen Sparkassen derartige Refinanzierungsmöglichkeiten anzubieten.

Aufgrund des verstärkten Interesses an der Emission von LdG lohnt sich ein Blick auf die rechtlichen Rahmenbedingungen. Das deutsche Pfandbriefgesetz genießt dabei im europäischen Covered-Bond-Markt eine Art Benchmark-Status. Zwar unterliegen die Emittenten in Luxemburg zum Beispiel nicht den strengen Risikomanagementanforderungen wie die deutschen, jedoch gibt es im Großherzogtum weiterhin das am 19. Juli vergangenen Jahres in Deutschland abgeschaffte Spezialbankprinzip. Sinn der erhöhten Risikomanagementanforderungen im neuen deutschen Pfandbriefgesetz ist ja gerade, die Pfandbriefinhaber von den Risiken einer Universalbank abzuschotten und damit die Abschaffung des Spezialbankprinzips zu kompensieren.

### Spezielle Aufsicht

Darüber hinaus unterliegen die LdG-Emittenten wie die deutschen Pfandbriefemittenten einer spezifischen Aufsicht, müssen einen Treuhänder bestellen, haben ein Deckungsregister zu führen, unterliegen der einheitlich 60%igen Beleihungsgrenze für Hypothekenkredite in Deckung und können Derivate zur Absicherung in Deckung nehmen. Entsprechend den Anforderungen bei deutschen Pfandbriefen muss das ausstehende Volumen jederzeit nominal durch geeignete Aktiva gedeckt sein. Außerdem müssen die Zinsforderungen aus der Deckungsmasse mindestens den Zinsverbindlichkeiten der ausstehenden Covered Bonds entsprechen und gegen Währungsrisiken abgesichert sein.

Auffallend beim LdG ist vor allem die weitgefaste geografische Erstreckung der zulässigen Deckungsstockaktiva. Neben den in Deutschland zulässigen Ländern der EU, des EWR, der Schweiz, den USA, Kanada und Japan sind in Luxemburg Hypotheken- und öffentliche Kredite aus allen OECD-Staaten deckungsstockfähig.

### Hohe Transparenz

Hierzulande richtet sich die Aufmerksamkeit in der Regel zuerst auf das Risiko der Deckungsfähigkeit von Hypotheken- und Staatskrediten aus Ländern mit einer schwächeren Kreditqualität. Ein Blick auf die Liste der OECD-Länder zeigt jedoch, dass es sich dabei im Wesentlichen um Mexiko, die Republik Korea und die Türkei handelt. Aufgrund der in der Praxis bestehenden Transparenz der Deckungsmassen der LdG können Investoren jedoch überprüfen, ob Assets aus diesen Staaten überhaupt vertreten sind und folglich das größere Risiko besteht.

Ratingagenturen sehen dagegen die Vorteile einer höheren Diversifikationsmöglichkeit. Besonders S&P wird nicht müde, darauf hinzuweisen, dass die im Durchschnitt höhere Diversifikation in den Deckungsmassen der LdG Publiques im Vergleich zu öffentlichen Pfandbriefen positiv zu sehen ist. Länderdiversifikation senkt die Wahrscheinlichkeit, dass sich die Kreditqualität der Kreditnehmer im Deckungsstock aus gleichem Grund und daher zur gleichen Zeit verschlechtert, und schafft daher einen risikomindernden Ausgleich.

Investorenfreundlich ist beim LdG darüber hinaus, ebenso wie beim deutschen Pfandbrief und im Gegensatz zu einigen anderen europäischen Covered-Bond-Rahmenwerken, die Abschottung der Deckungsaktiva bei Insolvenz des Emittenten. Dass LdG in einem solchen Fall nicht automatisch fällig werden, ist im europäischen Covered-Bond-Markt heute bereits ein derartiges Risiko wurde zuletzt im Juni vergangenen Jahres in Österreich bei den dortigen fundierten Bankschuldverschreibungen beseitigt.

Bemerkenswert ist dagegen die vom Insolvenzverfahren unabhängige Verwaltung des Deckungsstocks. Während in Deutschland ein Sachwalter bestellt wird, der die Deckungsmasse managt und die ausstehenden Pfandbriefe daraus bedient, diese darüber hinaus auch an ein anderes Institut übertragen kann, geschieht dies in Luxemburg durch die dortige Aufsicht, die Commission de Surveillance du Secteur Financier

(CSSF). Trotz Unterschieden im Detail werden daher – bei LdG wie Pfandbriefen – die Deckungsmassen und die ausstehenden LdG unabhängig vom Insolvenzverfahren fortgeführt und dem Zugriff der anderen Gläubiger der Bank entzogen. Dies führt zu einer weitestgehenden Un-

abhängigkeit der Qualität der LdG von der Kreditqualität der Emittenten.

Insgesamt ist der luxemburgische LdG folglich im Wettbewerb der europäischen Covered-Bond-Rahmenbedingungen ebenso wie der Pfandbrief als qualitativ hochwertig einzu-

stufen. Einzelne Abweichungen in der Ausgestaltung beim LdG bringen für die Investoren zusätzlich Anlagealternativen mit sich.

.....

\*) Bernd Volk ist Senior Credit Analyst Covered Bonds bei HVB Corporates and Markets.