

# Fokus Fixed Income

Schweizer Pfandbriefinstitute

Januar 2009

In der Schweiz sind aufgrund des Pfandbriefgesetzes nur zwei Kreditinstitute zur Ausgabe von Pfandbriefen berechtigt: die Pfandbriefzentrale der schweizerischen Kantonalbanken<sup>1)</sup> und die Pfandbriefbank schweizerischer Hypothekarinstitute.

Sowohl Moody's als auch die ZKB bewerten die beiden Pfandbriefgesellschaften mit der Höchstnote von Aaa/stabil bzw. AAA/stabil. Die ausgezeichnete Bonität basiert auf dem laufend überwachten Deckungspool, der restriktiven Belehnungspolitik sowie der Bonität der jeweiligen Mitgliedsbanken.

Wenn die internationalen Kapitalmärkte verunsichert sind, bewährt sich die Schweiz regelmässig als Zufluchtsort. Die Anleihen der Schweizer Pfandbriefinstitute sind auch während der gegenwärtigen Kreditkrise nicht unter Druck geraten. Auf dem internationalen Parkett stellt sich die Frage, ob die zu erwartenden künftigen staatsgarantierten Bankenleihen den Pfandbrief etwas verdrängen könnten.

Roman Sorg



**Zürcher  
Kantonalbank**

### Unternehmensbeschreibung

In der Schweiz sind aufgrund des Pfandbriefgesetzes nur zwei Kreditinstitute zur Ausgabe von Pfandbriefen berechtigt: die Pfandbriefzentrale der schweizerischen Kantonalbanken<sup>1)</sup> und die Pfandbriefbank schweizerischer Hypothekarinstitute. Ihre Tätigkeit ist die Emission von Pfandbriefen, um den Mitgliedern Darlehen zur Refinanzierung des Hypothekengeschäftes zu gewähren. Somit wird kleineren Aktionärsbanken auch der indirekte Zugang zum Kapitalmarkt ermöglicht. Gemessen an der Bilanzsumme von CHF 24.2 Mrd per Ende 2007 ist die Pfandbriefzentrale das etwas kleinere der beiden Institute (Pfandbriefbank CHF 25.7 Mrd). Während die Pfandbriefzentrale Pfandbriefe in der Höhe von CHF 22.9 Mrd ausstehend hat, beträgt der Betrag bei der Pfandbriefbank CHF 24.6 Mrd. Das Verhältnis von Eigenkapital zu Fremdkapital von 3.9 % übersteigt die gesetzliche Mindestanforderung von 2 % deutlich (Pfandbriefbank 2.6 %). Der Jahresgewinn 2007 belief sich auf CHF 3.1 Mio (Pfandbriefbank CHF 29 Mio). Diese relativ grosse Differenz kann teilweise dadurch erklärt werden, dass die Pfandbriefzentrale auf die Zinsmarge zu Gunsten der Darlehensnehmer verzichtet und keine Gewinnmaximierung anstrebt. Die Pfandbriefbank andererseits behält eine kleine Marge auf den Krediten.

### Bonitätsprofil

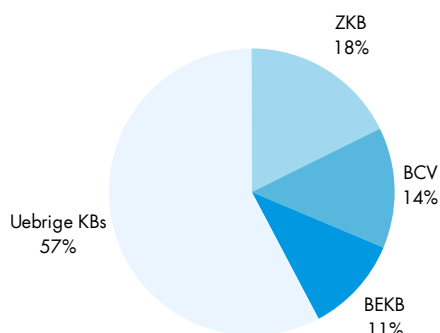
Nicht nur Moody's bewertet die beiden Pfandbriefgesellschaften mit der Höchstnote von Aaa, sondern auch die ZKB verleiht beiden Instituten die Höchstnote AAA. Die ausgezeichnete Bonität basiert auf dem laufend überwachten Deckungspool, der restriktiven Belehnungspolitik sowie der Bonität der jeweiligen Mitgliedsbanken. Wegen dieser Sicherheitskette, die im nächsten

Abschnitt detaillierter dargelegt wird, ist auf absehbare Zeit keine Gefährdung dieser Einstufung zu erwarten. Dementsprechend wird der Outlook sowohl von Moody's als auch von der ZKB als stabil befunden.

### Sicherheitskette

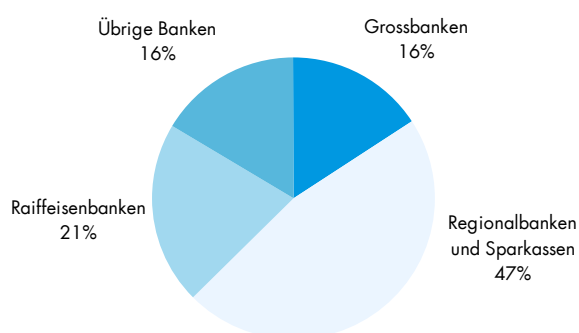
Die Käufer von Schweizer Pfandbriefen profitieren von einem mehrlagigen Sicherheitsnetz. Dabei bilden nicht nur die Pfandobjekte das Haftungssubstrat der Pfandbriefe, sondern auch der Hypothekarschuldner, die Mitgliedbanken mit all ihren Aktiven für die Verpflichtungen aus den Pfandbriefdarlehen und die Pfandbriefinstitute selber. Daneben sorgen auch die gesetzlichen Vorschriften für hohe Sicherheit. Einerseits wird der Hypothekenspool, der durch Wohn- und Geschäftsliegenschaften gedeckt ist, laufend überwacht; andererseits unterliegen die Pfandbriefinstitute und ihre Mitgliedsbanken der Aufsicht der Eidgenössischen Bankkommission. Die Mitgliedbanken der Pfandbriefinstitute sind über die ganze Schweiz verteilt. Somit bestehen bezüglich der geografischen Verteilung von Hypothekenausleihungen keine regionalen Klumpenrisiken. Der Grossteil der Kantonalbanken profitiert von einer Staatsgarantie, was den Anleihen der Pfandbriefzentrale eine indirekte Garantie der jeweiligen Kantone verleiht. Für die Anleger ist darüber hinaus der Umstand positiv, dass die Pfandbriefe mit Aufstockungsmöglichkeiten ausgestaltet sind. Denn im Allgemeinen gilt: Je höher der ausstehende Gesamtbetrag der Anleihe, desto höher ist die Liquidität einer Obligation. Diese Aufstockungsmöglichkeit wird von den Emittenten denn auch rege genutzt.

Pfandbriefzentrale – Aktionärsbanken per Ende 2007



Quelle: ZKB/Pfandbriefzentrale

Pfandbriefbank – Aktionärsbanken per Ende 2007



Quelle: ZKB/Pfandbriefbank

## Pfandbrief und Subprimekrise

Die verschiedenen Pfandbriefgesetzgebungen wurden in den letzten Jahren weltweit immer stärker auf die Insolvenzfähigkeit von Deckungsmassen, die für einen Pfandbrief hinterlegt sein müssen, ausgerichtet. Die Ratingagenturen haben diese Entwicklung aufgenommen und stützen sich im Rahmen ihrer Ratingmethodologie auf die Deckungsmasse ab. Die Emittenten- und Pfandbriefratings werden dadurch immer stärker entkoppelt, wodurch ein grundsätzlich relativ hohes Ratingniveau für gedeckte Anleihen erreichbar wird. In der aktuellen Krise hat sich der Schweizer Pfandbrief – der nach den Bundesobligationen die Titelkategorie mit dem grössten Volumen im Inlandsegment des Anleihenmarktes ist – gegenüber seiner ausländischen Konkurrenz jedoch marktseitig und auch vom Rating her erfreulich abheben können. So weisen ausländische Pfandbriefe teilweise schlechte Kursstellungen mit weiten Geld-Brief-Spannen auf, und es ist für gewisse Papiere zu moderaten Ratingrückstufungen gekommen. Der Schweizer Pfandbriefmarkt ist bisher vor solchen kurseitigen Verwerfungen verschont geblieben, und die zwei Pfandbriefinstitute wurden von Moody's und der ZKB durchwegs mit einem Höchst-rating bei stabilem Outlook bewertet. Im von hoher Volatilität geprägten Umfeld genießt der Schweizer Pfandbrief sogar den Ruf einer stabilisierenden Anlage.

## Market-Implied Rating

Das Market-Implied Rating ist eine Ratingeinstufung, die sich von den beobachteten Kursdaten ableiten lässt. Je höher der Renditeaufschlag einer Anleihe gegenüber einem Referenzzinssatz ist, desto tiefer ist die implizite Bonität des Schuldners. Die untenstehenden Grafiken

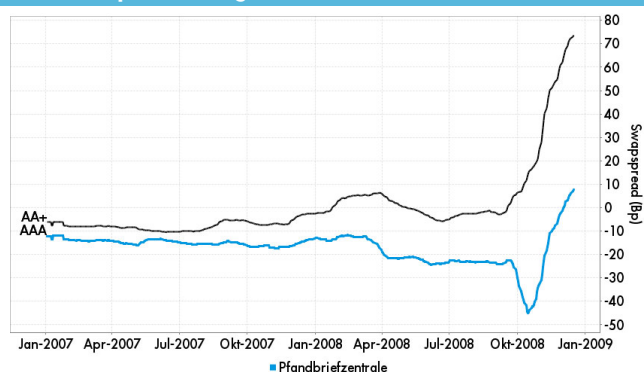
zeigen die Entwicklungen der impliziten Ratings für die Pfandbriefzentrale und die Pfandbriefbank über die letzten zwei Jahre. Der Renditespread bezieht sich auf eine synthetische Anleihe mit vier Jahren Restlaufzeit. Die Bonitätsgrenzen beziehen sich auf alle Schuldner des CHF-Anleihenmarktes. Die Darstellungen illustrieren, dass die während der Krise zunehmende Unsicherheit unter den Marktteilnehmern am Obligationenmarkt zu deutlich höheren Risikoaufschlägen führte. Dieser Tendenz konnten sich auch die Anleihen der Schweizer Pfandbriefinstitute nicht entziehen. Dennoch wird ersichtlich, dass die Marktpreise während der letzten zwei Jahre den beiden Pfandbriefinstituten durchwegs ein Toprating attestierten.

## Was bringt die Zukunft?

Wenn die internationalen Kapitalmärkte verunsichert sind, bewährt sich die Schweiz regelmässig als Zufluchtsort. Die Anleihen der Schweizer Pfandbriefinstitute sind auch während der Kreditkrise nicht unter Druck geraten. Aufgrund der hohen Volumen ist auch eine gute Handelbarkeit an den Börsen gegeben. Länder mit wenig entwickeltem Pfandbriefwesen könnten sich am Schweizer Pfandbriefwesen ein Beispiel nehmen, da hier Pfandbriefe nur von Spezialinstituten begeben werden dürfen, was in einer Krise als Sicherheitsfaktor wahrgenommen wird. Auf internationalem Parkett stellt sich die Frage, ob die zu erwartenden künftigen staatsgarantierten Bankenleihen den Pfandbrief etwas verdrängen könnten.

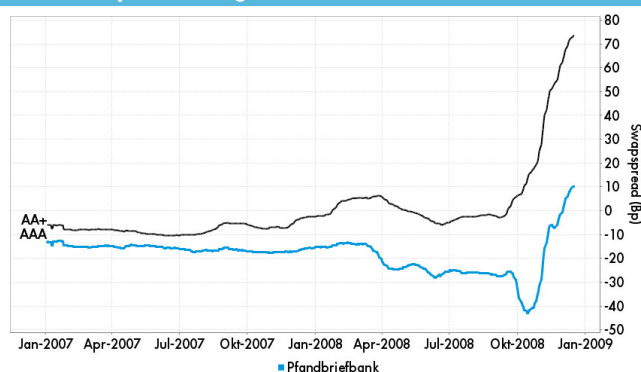
<sup>1)</sup> Die ZKB hat in den letzten drei Jahren an Kapitalmarkttransaktionen des Unternehmens mitgewirkt.

### Market-Implied Rating Pfandbriefzentrale



Quelle: ZKB

### Market-Implied Rating Pfandbriefbank



Quelle: ZKB

