

Ein Jahr Pfandbriefgesetz – was hat es gebracht?

Henning Rasche

Mit dem Pfandbriefgesetz sind die Weichen für die Zukunft des Pfandbriefs richtig gestellt worden, resümiert der Autor nach einem Jahr. Investoren und Ratingagenturen hätten die Straffung der gesetzlichen Regelungen und die Erweiterung der Berichtspflichten honoriert. Dass der Erstabatz insgesamt aber rückläufig ist, liege an der Konjunktur und dem sinkenden Staatskreditgeschäft. Neue Impulse könnte das Refinanzierungsregister geben, demnach für die Deckung von Pfandbriefen künftig auch Forderungen und Grundpfandrechte genutzt werden dürfen, die ein anderes Kreditinstitut treuhänderisch hält. (Red.)

Anlässlich des ersten Geburtstages stellt sich beim Nachwuchs meistens die Frage, läuft er schon? Übertragen auf das Pfandbriefgesetz (PfandBG), das am 19. Juli 2005 in Kraft getreten ist, ist dessen erster Jahrestag mithin willkommene Gelegenheit zur Standortbestimmung und Anlass für ein erstes Resümee. In dem Gesetzentwurf der Bundesregierung für ein Pfandbriefgesetz heißt es: „Mit dem Pfandbriefgesetz werden die rechtlichen Vorgaben zur Emission von Pfandbriefen grundlegend modernisiert und den maßgeblich veränderten äußeren Rahmenbedingungen und Marktgegebenheiten angepasst“.

Investoren begrüßen PfandBG

Hinter dieser sehr generell gehaltenen Erklärung verbergen sich bedeutende Entwicklungen in der deutschen Kreditwirtschaft und auf den internationalen Kapitalmärkten, die sich auf den Pfandbrief auswirkten und zum Handeln zwangen: die Abschaffung der Gewährträgerhaftung und die Modifizierung der Anstaltslast, die zunehmende Bedeutung gemischter gegenüber reinen Hypothekenbanken, die Internationalisierung des Pfandbriefabsatzes und der Pfandbriefidee mit dem Entstehen ausländischer Covered Bonds und der daraus folgenden Intensivierung des Wettbewerbs. Wurden mit dem Pfandbriefgesetz die von der Bundesregierung verfolgten Ziele erreicht?

Ob die „Operation Pfandbrief“ gelungen ist oder nicht, beantwortet am besten der Markt. Daran gemessen lässt das Ergebnis keine Wünsche offen. Investoren und Ratingagenturen haben den neuen, einheitlichen Gesetzesrahmen

positiv aufgenommen. Seit dem Inkrafttreten des PfandBG kam es zu keinen Downgradings, aber zu einigen Verbesserungen von Pfandbriefratings. Selbst im Fall der AHBR blieben die Pfandbriefratings stabil. Es war also richtig, dass der Gesetzgeber die im Hypothekenbankgesetz (HBG) angelegten und bis zuletzt modernisierten Sicherungsmechanismen, insbesondere die Abschottung der Deckungsmassen im Fall einer Krise des Emittenten, in das PfandBG übernommen hat.

Vor allem im Ausland, wo Investoren nicht den gleichen Einblick in die komplexen Strukturen des deutschen Bankensystems haben, wurden die Reduzierung der gesetzlichen Regelungen zur Emission von Pfandbriefen von drei auf eins und die erweiterten Publizitätspflichten der Pfandbriefbanken begrüßt. Der Blick auf die Einstandspreise der Emittenten am Pfandbriefmarkt zeigt, dass sich mit Inkrafttreten des Pfandbriefgesetzes keine Verschiebungen, das heißt weder dauerhafte Preisaufschläge noch -abschläge am Sekundärmarkt für Pfandbriefe eingestellt haben.

Eine Reduzierung der Einstandskosten konnte nicht erwartet werden. Denn das PfandBG wurde nicht geschaffen, um Qualitätsprobleme zu beheben. Der Pfandbrief war bereits vor Inkrafttreten

Der Autor

Henning Rasche ist Präsident des Verbands deutscher Pfandbriefbanken (vdp) e.V., Berlin, und Mitglied des Vorstands der Eurohypo AG, Eschborn.

des PfandBG ein Qualitätsprodukt und es galt, seine besondere Qualität angesichts des genannten Anpassungsbedarfs unbedingt zu bewahren.

Auswirkungen auf die Primärmarktaktivität

Zwölf Monate nach Inkrafttreten des PfandBG lassen sich (noch) keine Auswirkungen auf das Niveau der Emissionstätigkeit erkennen. Der Erstabatz von Pfandbriefen war 2005 leicht rückläufig, der Nettoabsatz im nunmehr fünften Jahr negativ. Das heißt der Pfandbriefumlauf hat sich seit seinem Höhepunkt bei 1 106 Milliarden Euro im Jahr 2000 kontinuierlich auf nunmehr 976 Milliarden Euro verringert. Den Umstand, dass es diesbezüglich zu keiner Trendumkehr gekommen ist, als Versagen des PfandBG zu interpretieren wäre indes falsch.

Es wird zuweilen vergessen, dass der Pfandbrief ein Refinanzierungsinstrument darstellt und die Emissionstätigkeit somit vom Aktivgeschäft abhängt. So ist zu bedenken, dass das dynamische Wachstum des Öffentlichen Pfandbriefs in den neunziger Jahren ein Resultat des wiedervereinigungsbedingten Finanzbedarfs der öffentlichen Hand und zuweilen sehr ambitioniertem Emissionsverhaltens war. Der Beginn des 21. Jahrhunderts war dagegen in Deutschland konjunkturbedingt von einer insgesamt gedämpften Kreditnachfrage geprägt.

Die zunehmende Emissionstätigkeit von Landesbanken und Sparkassen, mit der allgemein gerechnet worden war, hat sich noch nicht realisiert. Die Landesbanken haben sich vor Verlust der staatlichen Garantiemechanismen noch mit Liquidität eingedeckt, so dass insgesamt nur wenig Refinanzierungsbedarf besteht. Der Anteil des Pfandbriefs an den in diesem Jahr dennoch von Landesbanken und einigen Sparkassen über den Kapitalmarkt aufgenommenen Geldern ist jedoch beträchtlich und unterstreicht, dass die Bedeutung des Pfandbriefs in deren Funding zunehmen wird.

Refinanzierungsregister – wertvolle Ergänzung des PfandBG

Marktbeobachter gehen davon aus, dass ein weiteres Gesetzesvorhaben, das im Herbst 2005 vollendet wurde, dem Pfandbriefmarkt, insbesondere dem Hypothekenspfandbrief, nachhaltige Impulse liefern wird. Wollte bis dato ein pfand-

briefemittierendes Institut die von einer anderen Bank ausgereichte Hypothekenfinanzierung über einen Hypothekendarlehenpfandbrief refinanzieren, bedurfte es der zeit- und kostenintensiven Übertragung von Forderung und Grundpfandrecht auf das Pfandbriefinstitut. Das nun im Kreditwesengesetz aufgenommene Refinanzierungsregister erlaubt Kreditinstituten Immobilienfinanzierungen und diese sichernde Grundpfandrechte treuhänderisch und insolvenzfest für Pfandbriefbanken oder Zweckgesellschaften zu halten. Damit entfällt das Erfordernis der Übertragung von Forderung und Grundpfandrecht.

Ausgehend von einem Volumen von etwa 900 Milliarden Euro allein an grundpfandrechtlich gesicherten Wohnungsfinanzierungen in Deutschland, von denen nur rund 17 Prozent über Hypothekendarlehenpfandbriefe refinanziert sind, lässt sich leicht erahnen, welches immense Potenzial an deckungsfähigen Krediten sich auf den Bilanzen nicht pfandbriefemittierender Kreditinstitute befindet und bisher der Pfandbriefrefinanzierung nicht oder nur schwer zugänglich war. Einige Banken haben bereits ein Refinanzierungsregister angelegt, andere bereiten die Einrichtung vor. Es wäre deshalb sehr zu begrüßen, wenn die noch nicht erlassene Refinanzierungsregister-Verordnung nunmehr schnell verabschiedet werden würde, damit die Kreditinstitute anschließend Rechtssicherheit für die Anlegung der Refinanzierungsregister erhielten.

Bedeutung des Pfandbriefs für Emittenten gewachsen

Vor Inkrafttreten des PfandBG war eine der viel diskutierten Fragen, ob sich die überschaubare Gruppe der Emittenten wesentlich vergrößern und dadurch die Homogenität am Pfandbriefmarkt beeinträchtigt werden würde. Diese Frage kann man heute mit einem klaren Nein beantworten. Die Anzahl der Pfandbriefemittenten hat sich nicht maßgeblich verändert. Es erweist sich, dass die Investitionen für den Erwerb und die Aufrechterhaltung einer Pfandbrieflizenz durchaus ins Gewicht fallen und rein opportunistisch motivierte Emissionspläne unrentabel sind.

Das PfandBG erfüllt damit seinen Zweck. Denn es war keineswegs das Ziel, die Nutzung des Pfandbriefs durch möglichst viele Institute auf Kosten der Qualität des Pfandbriefs zu erreichen. Vielmehr sollte die Pfandbriefemission allen

Kreditinstituten zu den gleichen Bedingungen zugänglich gemacht werden. Die einzuhaltenden Bedingungen aber müssen die hohe Qualität sichern.

Der Nutzen einer Investition in eine Pfandbrieflizenz ist bei dauerhafter und nachhaltiger Emission besonders groß, das heißt er steigt mit wachsender Bedeutung des Pfandbriefs für die Geschäftsstrategie einer Bank. Im Umkehrschluss lässt sich sagen, dass der Pfandbrief für alle Pfandbriefemittenten eine besondere Bedeutung hat und die Pflege und Entwicklung des Pfandbriefmarktes deshalb weit oben auf deren Agenda steht. Der Erhalt dieses institutsübergreifenden Interesses am Pfandbrief ist für den Markt wünschenswert und kann auch als Erfolg des PfandBG gesehen werden.

Obwohl die Zahl der Pfandbriefbanken sich seit Inkrafttreten des PfandBG nicht maßgeblich verändert hat, hat es die Konsolidierung in der Kreditwirtschaft insgesamt doch vorangetrieben und die Anzahl der Institute verringert. Denn die Abschaffung des Spezialbankprinzips hat in einigen Fällen die Reintegration der Pfandbriefaktivitäten, die zuvor in eigenen Hypothekenbanktöchtern gebündelt waren, in die jeweiligen Mutterinstitute bewirkt, ein Prozess, der noch nicht zum Abschluss gekommen sein dürfte. Dass Deutschland mit dem PfandBG als Emissionsbasis an Attraktivität gewonnen hat, wird durch die Rückgewinnung vom Emissionsgeschäft, das zuvor in das Ausland verlagert worden war, unterstrichen.

Die Pfandbriefbanken, insoweit sie ehemalige Hypothekenbanken und Schiffsbanken sind, haben mit dem PfandBG die

zugegebenermaßen warme, aber eben doch enge Jacke des HBG und des Schiffsbankgesetzes abgelegt. Das heißt, dass sie außerhalb des Pfandbriefgeschäftes jedes Bankgeschäft nach Maßgabe der bankrechtlichen Voraussetzungen betreiben dürfen. Pfandbriefbanken nehmen den neuen Spielraum an.

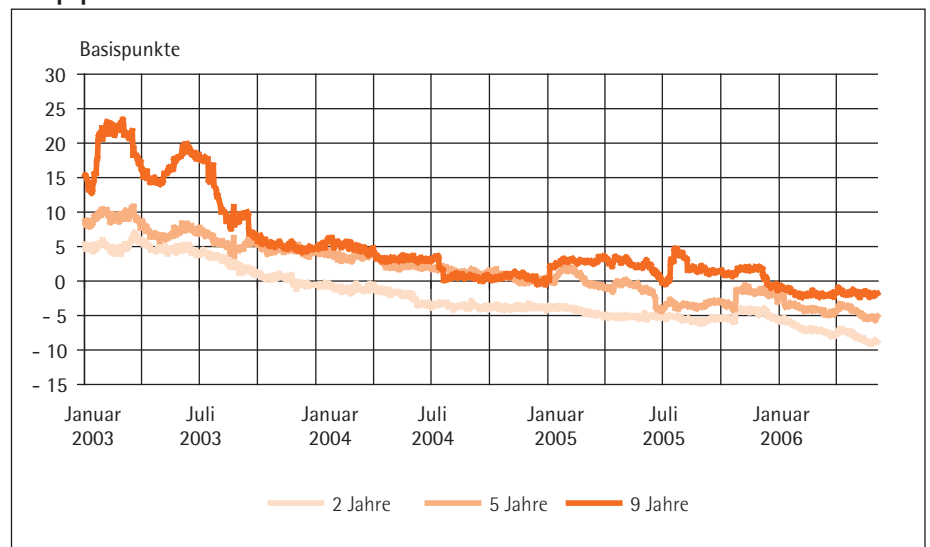
Neu gewonnener Spielraum

Die Institute nutzen ihr Expertenwissen in der Immobilien-, Staats- und Schiffsbankfinanzierung, um ihre Marktstellung in noch stärkerem Maß international zur Geltung zu bringen und ihr Angebot durch ergänzende Dienstleistungen abzurunden. Sie erschließen Ertragspotenziale auf ausländischen Märkten systematisch und umfassend und weiten den Auslandsanteil ihrer Deckungsmassen, aber auch des Außerdeckungsgeschäfts, kontinuierlich aus. 2005 wurden bereits 43 Prozent des Immobilienfinanzierungsgeschäfts der vdp-Mitglieder im Ausland generiert. In der Staatsfinanzierung lag dieser Anteil bei 34 Prozent des Neugeschäfts.

Im Jumbo-Markt wurde der Pfandbrief im letzten Jahr bei Neuemissionen erstmals von den spanischen Cédulas auf den zweiten Platz verwiesen. Als Zeichen der Schwäche des PfandBG ist dies sicherlich nicht zu werten. Die positive Entwicklung des Cédulas-Marktes ergibt sich aus der Dynamik der spanischen Immobilienmärkte und der sich immer weiter verbreitenden Nutzung des Produkts durch spanische Banken.

In Deutschland stellt sich diesbezüglich, wie bereits ausgeführt, die Situation ganz anders dar. Ein Blick auf die Ein-

Swapsreads von Jumbo-Pfandbriefen



standssätze am Covered-Bond-Markt zeigt deutlich, dass der Pfandbrief zu den von Investoren meistgeschätzten Covered Bonds zählt. Zudem sei darauf hingewiesen, dass deutsche Emittenten im letzten Jahr die günstigen Refinanzierungsmöglichkeiten über den traditionellen Pfandbrief nutzten.

Zuweilen wird befürchtet, der Pfandbrief könnte an Bedeutung verlieren, weil Sparkassen sich statt über den Pfandbrief über den luxemburgischen Lettre de Gage refinanzieren könnten. Denn das luxemburgische Hypothekendarlehenbankgesetz ermöglicht die Indeckungnahme ungarantierter Sparkassenbriefe als öffentliche Deckungswerte zur Emission von Lettre de Gage Publique, so wie dies vor dem 19. Juli 2005 auch in Deutschland möglich war. Diese Befürchtung erscheint übertrieben.

Luxemburger Konkurrenz?

Eine hohe Konzentration solcher Deckungswerte in den Deckungsmassen luxemburgischer Emittenten würde die Ratingagenturen veranlassen, die Über-

deckungsanforderungen zum Erreichen eines AAA anzuheben, so dass die Rentabilität dieser Geschäfte in Frage gestellt würde. Ein Geschäftsmodell, das alleine auf der Indeckungnahme solcher Forderungen basiert, dürfte somit nicht tragfähig sein. Darüber hinaus dürfte der Lettre-de-Gage-Markt aufgrund seiner überschaubaren Größe dauerhaft keine echte Ausweichmöglichkeit für Pfandbriefemittenten sein.

Wie die zurzeit vorangetriebene Novelisierung des irischen Gesetzes über Asset Covered Securities (ACS), das unter Fachleuten als eines der strengsten Gesetze gilt, zeigt, kann das PfandBG so schlecht nicht sein. Denn in das ACS-Gesetz sollen einige der Sicherungsmechanismen des PfandBG übernommen werden.

Das PfandBG gibt einen gesetzlichen Mindeststandard vor, dessen Erfüllung verbindlich ist. Die darin festgelegten Normen sind ein Ergebnis jahrzehntelanger Fortentwicklung der Vorgängergesetze insbesondere des HBG. Auch die nicht gesetzlich normierten Produkt- und Marktstandards haben sich über die Zeit entwickelt.

Dieses permanente Vorantreiben der Qualitätsstandards beruht auf der Bündelung der Interessen der Pfandbriefemittenten in einem fokussierten Verband, der den kontinuierlichen Austausch mit den Ministerien, der Aufsicht und dem Markt betreibt. Die konsequente Marktpflege und die Festigung der führenden Stellung des Pfandbriefs im internationalen Wettbewerb ist nur dank der aktiven Beteiligung der Emittenten an den diesbezüglichen Aktivitäten denkbar.

Die Einführung eines einheitlichen Gesetzesrahmens für Pfandbriefbanken bot die einmalige Gelegenheit, erstmals eine bankengruppenübergreifende Organisation der Interessen der Pfandbriefemittenten anzugehen. Der vdp bietet seitdem allen Pfandbriefemittenten ein Forum, um gemeinsam die Pfandbriefqualität zu wahren und die Infrastruktur des Marktes weiterzuentwickeln.

Seit dieser Öffnung hat sich die Basis der im vdp vertretenen Pfandbriefinteressen verbreitert. Auch dies ein Zeichen der zunehmenden Bedeutung, die der Pfandbrief für seine Emittenten hat. Es ist zu hoffen, dass sich diese Entwicklung im Interesse aller Pfandbriefemittenten fortsetzt.

Richtige Weichenstellung für die Zukunft

Für den Pfandbrief – so hieß es vor Jahresfrist noch feststellend – bedeute das PfandBG eine Zäsur. Heute wissen wir außerdem, dass mit dem PfandBG die Weichen für die Zukunft des Pfandbriefes richtig gestellt wurden. Der Systemwechsel, insbesondere die Aufhebung des Spezialbankprinzips einerseits und der Wegfall der staatlichen Haftungsmechanismen andererseits, ist ohne Einbußen der Pfandbriefqualität bewerkstelligt worden.

Die gute Aufnahme durch die Investoren bestätigt das. Das PfandBG hat damit den Finanzplatz Deutschland im Allgemeinen vorangebracht und den Pfandbriefbanken im Besonderen den Weg in die Zukunft aufgezeigt.

Die Antwort auf die eingangs zitierte Frage kann mit Blick auf den Pfandbrief nur lauten: Er läuft und läuft und läuft. Und das ist im hohen Alter von 237 Jahren schließlich kein selbstverständlicher Befund. Das PfandBG hat seinen Anteil daran. 