

## Der Staat ist mehr denn je der ärgste Wettbewerber der Pfandbriefemittenten

Die Verabschiedung des Grundgesetzes durch den Parlamentarischen Rat am 23. Mai 1949 ist die Geburtsstunde der Bundesrepublik Deutschland. Sie markiert den Beginn der Wiedererlangung der politischen Souveränität in Deutschland, die erst mehr als 40 Jahre später durch den Staatsvertrag über die Wirtschafts-, Währungs- und Sozialunion mit der DDR, den Einigungsvertrag sowie den 2+4 Vertrag im Spätsommer 1990 vollendet werden sollte.

Knapp ein Jahr zuvor war unter Aufsicht der Westmächte am 20. Juni 1948 mit der Währungsreform die Reichsmark abgeschafft, die Deutsche Mark der Bank deutscher Länder eingeführt und damit der Grundstein für die Wiedererlangung der wirtschaftlichen Souveränität in den drei Westzonen gelegt worden. In der sowjetischen Besatzungszone war vier Tage darauf, am 24. Juni, die Deutsche Mark der Deutschen Notenbank eingeführt und die Währungseinheit Deutschlands aufgehoben worden.

### Wertvolle Impulse zur Überwindung aktueller Schwierigkeiten

Gemessen an den 240 Jahren, die seit der Emission des ersten Pfandbriefes vergangen sind, steht die Bundesrepublik im 60. Jahr ihres Bestehens etwa zwischen Jugend und Erwachsensein. Gemessen an der menschlichen Lebenserwartung sind 60 Jahre gleichwohl ein denkwürdiger Jahrestag und Anlass genug für eine Rückblende. Insbesondere in der aktuellen Vertrauenskrise halten die Nachkriegszeit und die Bewältigung der großen Aufbauleistung manche wertvollen Impulse zur Lösung und Überwindung aktueller Schwierigkeiten bereit.

„Die Hypothekenbanken sind ein Dienstleistungsgewerbe (...). Der Dienst gilt zwei

menschlichen Grundbedürfnissen, dem Wohnen und Sparen, und damit dem Streben nach Sicherheit und Freiheit.“ So wird die volkswirtschaftliche Funktion der Pfandbriefemittenten im Vorwort einer Monografie anlässlich des 75-jährigen Bestehens des damaligen Verbandes deutscher Hypothekenbanken (VDH) herausgestellt.

Dem lässt sich hinzufügen, dass Pfandbriefemittenten mit dem Pfandbrief noch weitere wichtige Funktionen erfüllen. So finanzieren sie über das Wohnen hinaus gewerbliche Bauten und öffentliche Hände. Sie beteiligen sich also an der Schaf-

fung von Arbeitsraum und der Erfüllung öffentlicher Aufgaben.

Damit die Pfandbriefemittenten diesen Funktionen nachkommen können, müssen die politischen Mandatsträger geeignete Rahmenbedingungen schaffen. Das Hypothekenbankgesetz (HBG) hatte als älteste einheitliche gesetzliche Grundlage seit seinem Inkrafttreten im Januar 1900 zur Geburtsstunde der Bundesrepublik bereits über einen Zeitraum von fast fünf Jahrzehnten den Ersten Weltkrieg, die anschließende Inflation und ab Ende der zwanziger Jahre die Weltwirtschaftskrise überstanden. Im Laufe der folgenden Jahrzehnte passte der Gesetzgeber das HBG laufend an die sich rapide entwickelnden Anforderungen des Wettbewerbs an.

### Stoff für wiederkehrende Grundsatzdiskussionen

Dabei bildete die Frage der Aufrechterhaltung des Spezialbankprinzips, wonach die Emission von Pfandbriefen die Beschränkung des Geschäftskreises der Emittenten auf das Deckungsgeschäft erfordert, Stoff für wiederkehrende Grundsatzdiskussionen. Diese endeten 2005 schließlich in der Vereinigung der drei getrennten gesetzlichen Emissionsgrundlagen – dem Hypothekenbankgesetz, dem Gesetz über die Schuldverschreibungen der Öffentlichen Kreditinstitute und dem Schiffsbankgesetz. Das Pfandbriefgesetz war geboren. Jedes Institut, das die darin niedergelegten Anforderungen an das Betreiben des Pfandbriefgeschäfts erfüllt, erhält von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) auf Antrag seine Pfandbrieflizenz.

Der anhaltende wirtschaftliche Aufschwung von Mitte der fünfziger bis Mitte der sechziger Jahre schuf die Basis für Wohlstand und Vermögensbildung. Die

*Henning Rasche, Präsident, Christian Walburg, Referent Kommunikation, beide Verband deutscher Pfandbriefbanken (vdp) e.V., Berlin*

*Welch wichtige Rolle der Pfandbrief für die deutsche Finanzwirtschaft spielt, zeigt sich bezeichnenderweise am Beispiel der Hypo Real Estate. Nicht zuletzt der verheerenden Auswirkungen auf das Gesamtgefüge des deutschen Finanzmarktes wegen lässt die Bundespolitik keine Zweifel aufkommen, einen möglichen Zusammenbruch der HRE zu verhindern. Die Geschichte der Bundesrepublik, so zeigen die Autoren auf, umfasst dieser Tage gerade mal ein Viertel der Zeit, die seit der Emission des ersten Pfandbriefes vergangen ist. Die Bedeutung ihrer Branche sehen sie aber auch in diesem Abschnitt unverändert im Dienst an den menschlichen Grundbedürfnissen Wohnen und Sparen. An wachsenden Volumina festmachen lässt sich die Entwicklung des Pfandbriefmarktes sowohl beim Wiederaufbau der Bundesrepublik als auch im Zuge der Wiedervereinigung. In der Finanzkrise sehen die Autoren den privaten Pfandbriefmarkt durch staatliche Aktivitäten bedrängt. (Red.)*

1957 auf der Grundlage des Bundesbankgesetzes errichtete Deutsche Bundesbank begleitete die wirtschaftliche Entwicklung der jungen Bundesrepublik. Sie bildete mit ihrer stabilitätsorientierten Geldpolitik einen Anker für die Inflationserwartungen, der die Geldvermögensbildung in festverzinslichen Wertpapieren wie dem Pfandbrief und damit die Kapitalbildung für gesamtwirtschaftlich erwünschte Ziele – Wohn- und Arbeitsraum sowie öffentliche Infrastruktur – förderte.

### **Währungsumstellung und Neubeginn am Rentenmarkt**

In den Jahren zwischen Kriegsende und Verabschiedung des Grundgesetzes und in den Anfangsjahren der Republik prägten die unmittelbaren Folgen des Untergangs des Dritten Reichs – die großflächige Zerstörung vieler deutscher Städte, die hohe Anzahl Vertriebener und Kriegsflüchtlinge – die Geschäftswirklichkeit der Pfandbriefemittenten. Durch den erneuten Zusammenbruch des Geldsystems und die inflationsbedingte Entwertung von Geldvermögensbeständen in Deutschland innerhalb einer Generation mussten die Pfandbriefemittenten ihr Geschäft zum zweiten Mal innerhalb von drei Jahrzehnten neu aufbauen.

Deutsche Sparer büßten durch die Währungsreform und Abwertung ihrer Forderungen im Verhältnis von 10:1 auf die D-Mark innerhalb von 25 Jahren zum zweiten Mal den Großteil ihrer Ersparnisse ein und es sollte dauern, bis sich ein neuer „Sparwille“ durchsetzen konnte. Die Frage, wie der Rentenmarkt und damit auch der Markt für Bankschuldverschreibungen wieder funktionsfähig gemacht werden könnte, stand noch 1950 im Mittelpunkt des Interesses. Den Hypothekenbanken stellte sich die Frage, wie der Pfandbrief wieder zu einem begehrten Anlegerpapier gemacht werden könnte.

### **Chancengleichheit von Pfandbriefen und Öffentlichen Anleihen**

Die Finanzierung des Wohnungsbaus war zunächst nur mit weitgehender öffentlicher Hilfe möglich. Die erwünschte Beteiligung der Pfandbriefinstitute konnte ebenfalls nur mit öffentlicher Unterstützung in Gang gesetzt werden. Das Kapitalmarktförderungsgesetz von 1952 leitete nach Jahren ohne befriedigende Entwick-

lung die Wende zum Besseren am Pfandbriefmarkt ein. Kuponerträge wurden unter bestimmten Voraussetzungen steuerfrei gestellt, insofern sie aus der Finanzierung des Wohnungs- und Städtebaus rührten. Sogenannte Sozialpfandbriefe und steuerfreie Pfandbriefe wurden zur Refinanzierung des sozialen Wohnungsbaus ausgegeben. Der Kapitalverkehrsausschuss mit Vertretern aus Ministerien und der Bank deutscher Länder wirkte bei der Genehmigung von Emissionen durch die obersten Landesbehörden mit. Mit diesen Hilfen konnten sich die Pfandbriefinstitute „freischwimmen“.

Die Chancengleichheit von Pfandbriefen und Öffentlichen Anleihen war bereits in der ersten Hälfte der fünfziger Jahre ein Thema. So wurde 1953 auf der Mitgliederversammlung der Arbeitsgemeinschaft deutscher Hypothekenbanken debattiert, die Emissionsrenditen der Pfandbriefe durch Ausweitung des Disagios zu erhöhen und im Vergleich zu öffentlichen Anleihen attraktiver zu gestalten: „Die Meinung derjenigen, die vor Kursexperimenten warnten, stand die Auffassung derjenigen gegenüber, die zur Herstellung einer Chancengleichheit mit den öffentlichen Anleihen (...) eine Herabsetzung des Kurses der fünfprozentigen Pfandbriefe auf 91 Prozent für erforderlich hielten“, heißt es in der Mitschrift.

### **Stark wachsender Pfandbriefumlauf**

Der Gemeinschaftsdienst der Boden- und Kommunalkreditinstitute sollte ab Mitte der fünfziger Jahre den Pfandbriefabsatz an private Anleger werblich unterstützen. Bekannte Slogans wie zum Beispiel „Der Pfandbrief – verbrieft Sicherheit“ oder „Der Pfandbrief – made in Germany“ wurden geprägt. Seit 1968 ist der Pfandbrief als „Das Huhn, das goldene Eier legt“ in den Köpfen der Anleger verewigt.

Die aufgrund zunehmender Inflationserwartungen stark schwankende Zinsentwicklung führte zu Kursbewegungen am Pfandbriefmarkt, die 1970 gar in der Gründung eines „Vereins der Pfandbriefgeschädigten“ kulminierte. Dabei galt dem Vermögenserhalt der Sparer und der Wahrung der Geldwertstabilität die besondere Aufmerksamkeit der Emittenten. Die Unterstützung der „Gemeinschaft zum Schutz der Deutschen Sparer“ ab 1955 war ihnen ein wichtiges Anliegen, um den Stabilitäts-

gedanken im öffentlichen Bewusstsein sowie in der veröffentlichten Meinung zu verankern.

Waren Ende 1950 etwa 500 Millionen D-Mark Pfandbriefe aller Emittenten im Umlauf, erreichte dieser Wert ein Jahrzehnt später bereits 24,8 Milliarden D-Mark. 1960 waren Pfandbriefe mit einem Anteil von 62 Prozent mit Abstand das größte Segment unter den festverzinslichen Wertpapieren, gefolgt von den Anleihen der öffentlichen Hände mit 6,9 Milliarden D-Mark (17 Prozent). Auch 1970 waren Pfandbriefe mit einem Volumen von 105 Milliarden D-Mark beziehungsweise Marktanteil von 61 Prozent weiter führend am deutschen Rentenmarkt vor den Anleihen der öffentlichen Hände im Volumen von 32,5 Milliarden D-Mark (20 Prozent).

Der Wiederaufbau des Rentenmarktes nach dem Krieg unter den Vorzeichen von Inflation und Währungsschnitt zählt zu den Leistungen, die gewürdigt gehören, wenn vom Wirtschaftswunder die Rede ist.

### **Wiederaufbau der Städte**

In der Zeit vom Kriegsende im Mai 1945 bis zur Währungsreform 1948 lag das Neugeschäft der Hypothekenbanken brach. Für den Wohnungsneubau fehlte es insbesondere an Baumaterial. Auch nach der Währungsreform hielt sich das Neugeschäft zunächst in engen Grenzen. Die Hauptsorge des am 15. September 1949 ersten gewählten Bundeskanzlers Konrad Adenauer und seines kurz darauf gebildeten Kabinetts galt der Beseitigung der Wohnungsnot. Das Erste Wohnungsbau-gesetz von 1950 verpflichtete die Gebietskörperschaften, den Wohnungsbau zu fördern. Es ermächtigte sie zu diesem Zweck, Kapitalsammelstellen anzuweisen, einen Teil ihrer langfristigen Mittel dem Wohnungsbau zuzuführen. Die privaten Haushalte waren an der Bildung volkswirtschaftlicher Ersparnis in Form des Erwerbs von Pfandbriefen und Kommunalschuldverschreibungen zunächst nur in geringem Maße beteiligt.

Mitte der fünfziger Jahre stellte die Bundesregierung die Weichen in Richtung einer sozial abgesicherten marktwirtschaftlichen Orientierung der Wohnungspolitik. Mit dem Zweiten Wohnungsbau-gesetz von 1956 sollten marktwirtschaftliche Kräfte in der Wohnungspolitik gefördert

werden. Dadurch wurde die Beleihungsfähigkeit der Objekte verbessert und die weitere Entwicklung des Kredit- und Pfandbriefgeschäfts der Hypothekenbanken begünstigt.

„Das Jahr 1955, als dessen wichtigstes Ereignis aus bundesdeutscher Sicht die Selbstauflösung der Alliierten Hohen Kommission und die Rückgabe der Vollstaatlichkeit an die Bundesrepublik gilt, war auch für die Hypothekenbanken bedeutungsvoll. Mit diesem Jahr kann die durch Not, Zwangswirtschaft, Dirigismus und mancherlei Improvisation gekennzeichnete erste Phase des Wiederaufbaus der Hypo-

thekenbanken und der Märkte, an denen sie tätig sind, als abgeschlossen angesehen werden,“ schreibt Nonnenmühlen in seinem Beitrag zur Festschrift „75 Jahre Verbandsgeschichte deutscher Hypothekenbanken“.

Der Wohnungsneubau und auch die Finanzierung des Wohnungsbestandes gewannen allmählich Fahrt. Die jährlich hohen Fertigstellungszahlen, die Ende der fünfziger und Anfang der sechziger Jahre wiederholt 600 000 Einheiten erreichten, minderten die Wohnungsnot. Zum Vergleich: Die Fertigstellungen lagen (im wiedervereinigten Deutschland) 2008 bei 200 000

Einheiten oder etwa einem Drittel jenes Wertes.

Mit Finanzierungen von Engagements in Büro- und Handelsimmobilien trugen die Hypothekenbanken ab den siebziger Jahren zunehmend zum Neubau von Gewerbebauten in der Bundesrepublik bei. Im Neugeschäft der Hypothekenbanken gewann die gewerbliche Immobilienfinanzierung insbesondere in den vergangenen zwei Jahrzehnten an Bedeutung. Durch die Fokussierung vieler Institute auf gewerbliche Kunden können sie Spezialisierungsvorteile und Kundennähe mit den Vorteilen der Pfandbriefrefinanzierung kombinieren. 1990 überstiegen die gewerblichen Beleihungen erstmals die Kredite zur Finanzierung des Wohnungsbaus.

### **Wachsende Bedeutung der gewerblichen Immobilienfinanzierung**

Aktuell haben alle Pfandbriefbanken gewerbliche Kreditbestände im Volumen von 309 Milliarden Euro sowie 319 Milliarden Euro Wohnungsfinanzierungen in ihren Büchern. Sie stellen damit Anteile in Höhe von 62 Prozent beziehungsweise 28 Prozent der jeweiligen Gesamtkreditbestände.

Das seit über 100 Jahren unverändert praktizierte Beleihungswertprinzip, wonach der Wert von Deckungshypotheken an den langfristigen Eigenschaften einer Immobilie bemessen werden muss, hat spekulative Verzerrungen der Immobilienpreise vorgebeugt. Der weit verbreitete Festzinskredit vermittelt Darlehensnehmern Eigentum und Sicherheit zu günstigen Konditionen. Beide Institute stehen in engem Zusammenhang mit der stabilen Wertentwicklung am deutschen Immobilienmarkt.

### **Finanzierung öffentlicher Aufgaben**

Noch in den sechziger Jahren betrug der Anteil der Kommunalkredite am Neugeschäft der Hypothekenbanken rund ein Drittel der Auszahlungen. Mit der Zulassung der Staatsfinanzierung beziehungsweise des Kommunalgeschäfts zum zweiten Hauptgeschäft der Hypothekenbanken wurden im Rahmen der HBG-Novelle von 1973 entscheidende Weichenstellungen für die zukünftige geschäftliche Entwicklung des Staatsfinanzierungsgeschäfts vorgenommen.

Mitte der siebziger Jahre erreichte der Anteil der Kommunalkredite an den Aus-

zahlungen bereits drei Viertel. Der Kreditbedarf des Bundes und der Gebietskörperschaften spiegelte die erhöhten Anforderungen vor allem an das Bildungs- und Gesundheitswesen, den Verkehrsbau, die Infrastruktur sowie die Stadtsanierung wider. Aufgrund der Flexibilität und Effizienz des Pfandbriefsystems verzichteten vor allem Länder und Gemeinden bis in die neunziger Jahre weitgehend auf einen eigenständigen Kapitalmarktauftritt.

### **Wiedervereinigung und Europäische Wirtschafts- und Währungsunion**

Der Fall der Berliner Mauer am 9. November 1989 stand am Anfang der Einheit Deutschlands und der Vollendung seiner staatlichen Souveränität. Der Wohnungsbestand und die Infrastruktur in Ostdeutschland war weitgehend verfallen, im Wohnungssektor musste der Übergang von der Zwangs- zur Marktwirtschaft eingeleitet werden, sodass vieles an die Zeit des Wiederaufbaus nach dem Zweiten Weltkrieg erinnerte. Mit der Übernahme des Hypothekengesetzes durch die DDR, wie sie im Staatsvertrag über die Währungs-, Wirtschafts- und Sozialunion geregelt worden war, waren die Voraussetzungen für die Beteiligung der Hypothekenzentralbanken am Aufbau in den neuen Ländern geschaffen.

Nach schwierigem Start kamen die Baukonjunktur und das Kreditgeschäft schnell in Schwung. Bis Ende 1997 hatten die Hypothekenzentralbanken insgesamt mit Ausleihungen in Höhe von 260 Milliarden D-Mark zum Aufbau der neuen Bundesländer beigetragen. Davon entfielen 170 Milliarden D-Mark auf Hypothekar- und etwa 90 Milliarden D-Mark auf Staatskredite. In der Spitze erreichte das Geschäft in den neuen Ländern 1995 einen Anteil von 42 Prozent am Neugeschäft.

Die Grundlagen, die mit dem Vertrag von Maastricht am 10. Dezember 1991 für die Etappen zur Europäischen Währungsunion gelegt wurden, bestimmten gemeinsam mit der deutschen Wiedervereinigung die politische und wirtschaftliche Agenda der jüngsten 20 Jahre. Sie grundieren das Deutschlandbild, wie es heute im Ausland wahrgenommen wird. Für die Pfandbriefinstitute war die Europäische Währungsunion der Startschuss zur Internationalisierung sowohl des Kredit- als auch des Pfandbriefgeschäfts, die Mitte der neun-

ziger Jahre in der Einführung großvolumiger Jumbo-Pfandbriefe einen Höhepunkt fand.

### **Forderung nach einer neuen Schuldenbremse im Grundgesetz**

Die aktuelle Finanzkrise konfrontiert die Pfandbriefinstitute mit Fragestellungen, auf die es bereits in der Vergangenheit Antworten zu finden galt. Die stabilitätsorientierte Geld- und Fiskalpolitik bildet das Fundament der wirtschaftlichen Entwicklung der Bundesrepublik und des Finanzplatzes Deutschland. Die jüngsten umfangreichen, kreditfinanzierten Konjunkturprogramme sind eine schwere Bürde für zukünftige Generationen. Die Gefahr, dass Inflationserwartungen ihren Anker verlieren und Auftrieb erhalten, ist real.

Dem Finanzminister gilt daher unsere ganze Unterstützung bei seiner vor der Föderalismuskommission von Bund und Ländern vertretenen Forderung nach einer neuen Schuldenbremse im Grundgesetz, die Gebietskörperschaften in wirtschaftlich guten Zeiten auf den Schuldenabbau verpflichtet. Damit werden die Erblasten, die den Folgegenerationen als Staatsschuld hinterlassen werden, gemäßigt, Inflationserwartungen eingedämmt und die Wertstabilität der Sparvermögen geschützt.

### **Wiederherstellung liquider privater Schuldverschreibungsmärkte**

Der Staat ist mehr denn je der ärgste Wettbewerber der Pfandbriefemittenten im Kampf um die Gunst der Anleger. Über die Ausweitung des Angebots staatlicher Schuldtitel zur Finanzierung der Konjunkturpakete hinaus drohen staatlich

garantierte unbesicherte Bankschuldverschreibungen Pfandbriefe an den Rand zu drängen. Aktuell behaupten Pfandbriefe etwa nur noch ein Viertel des Umlaufs am deutschen Rentenmarkt.

Die Verluste, die Pfandbriefe im Wettbewerb um Marktanteile am Markt für festverzinsliche Wertpapiere hinnehmen mussten, drohen durch die Garantien des Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung (SoFFin) verstetigt zu werden. Die Wiederherstellung liquider privater Schuldverschreibungsmärkte ist daher ähnlich wie nach dem Ende des Zweiten Weltkriegs eine große Herausforderung, die höchste Anstrengungen aller Beteiligten erfordert.

Die „Vertrauensfrage“, die nach der Insolvenz der Investmentbank Lehman Brothers auch am Pfandbriefmarkt vernehmlich gestellt wurde, macht deutlich, dass der Pfandbrief auch im 21. Jahr seines Bestehens kein Selbstläufer ist. Private und institutionelle Anleger erwarten, kontinuierlich und zeitnah über Produkt- und Marktentwicklungen informiert zu werden.

„Die Zukunft war früher auch besser.“ So wird es Karl Valentin zugeschrieben. Es ist die Verpflichtung der politischen Mandatsträger ebenso wie des Verbandes deutscher Pfandbriefbanken, dieses Bonmot des Münchener Wortkünstlers zu widerlegen. Nur durch konsequente Stabilitätspolitik einerseits sowie kontinuierliche Pflege und Produktentwicklung andererseits wird der Pfandbrief Sparern und Emittenten auch bei der Überwindung kommender Krisen verlässlich zur Seite stehen. Denn: „Heute ist die gute alte Zeit von morgen.“ So viel Karl Valentin ist gewiss. ■