

IMMOBILIEN FINANZIERUNG

— DER LANGFRISTIGE KREDIT —

DIGITALER
SONDERDRUCK

PFANDBRIEFE UND COVERED BONDS

„DAS PFANDBRIEFGESETZ SCHUF ERSTMALS EIN
EINHEITLICHES REGELWERK FÜR ALLE INSTITUTE“

INTERVIEW MIT JENS TOLCKMITT

PFANDBRIEFE UND COVERED BONDS

„DAS PFANDBRIEFGESETZ SCHUF ERSTMALS EIN EINHEITLICHES REGELWERK FÜR ALLE INSTITUTE“

Das Pfandbriefgesetz (PfandBG) wurde am 22. Mai 2005 in Deutschland eingeführt und trat am 19. Juli 2005 in Kraft. Es feiert dieses Jahr also seinen 20. Geburtstag. In den vergangenen 20 Jahren hat es sage und schreibe 24 Novellen an diesem reinen Produktgesetz, das es allen Instituten ermöglichen soll, zu gleichen Bedingungen Pfandbriefe zu begeben, gegeben. Diese reichen von sehr kleinen Anpassungen bis hin zur Umsetzung der EU-Covered-Bond-Richtlinie. Die Redaktion sprach aus diesem Anlass mit dem Hauptgeschäftsführer des Verbands deutscher Pfandbriefbanken über Vergangenheit, Gegenwart und Zukunft eines der erfolgreichsten deutschen Kapitalmarktprodukte. Sein Fazit: Der Pfandbrief wird seine Ausnahmestellung unter den Covered Bonds auch in den kommenden Jahren verteidigen. Allerdings sollten Regulatoren und Gesetzgeber darauf achten, dass das Pfandbriefgeschäft seine betriebswirtschaftliche Tragfähigkeit nicht verliert. Red.

Herr Tolckmitt, welche zentralen Beweggründe führten 2005 zur Einführung des Pfandbriefgesetzes?

Die Einführung des Pfandbriefgesetzes im Jahr 2005 war eine notwendige Reaktion auf den Wegfall der staatlichen Haftungsmechanismen Anstaltslast und Gewährträgerhaftung bei den öffentlich-rechtlichen Kreditinstituten. Während das Hypothekendarlehenbankgesetz bereits eine solide Grundlage für private Emittenten bot, fehlte eine adäquate gesetzliche Basis für die öffentlich-rechtlichen Institute, die das frühere Öffentliche Pfandbriefgesetz hätte ersetzen können.

Das Pfandbriefgesetz schuf erstmals ein einheitliches Regelwerk, das allen Instituten – unabhängig von ihrer Trägerschaft – die Emission von Pfandbriefen ermöglichte, sofern sie sich den hohen Anforderungen an Sicherheit und Transparenz verpflichteten und von der Aufsicht BaFin entsprechend lizenziert und gesondert beaufsichtigt wurden. Damit wurde ein regulatorischer Rahmen geschaffen, der von Beginn an der traditionell hohen Sicherheitswahrnehmung gerecht wurde.

DER AUTOR

**JENS
TOLCKMITT**

Hauptgeschäftsführer,
Verband deutscher Pfand-
briefbanken (vdp), Berlin



Foto: vdp

Wie gelang es Ihrem Verband und den Mitgliedsinstituten, ein einheitliches Regelwerk für private und öffentlich-rechtliche Emittenten zu etablieren?

Der damalige Verband deutscher Hypothekendarlehenbanken, Vorgänger des heutigen vdp, führte intensive Gespräche mit Gesetzgebern, Aufsichtsbehörden und Marktteilnehmern. Ziel war es, ein konsistentes und qualitativ hochwertiges Regelwerk zu schaffen, das auf den bewährten Elementen des HBG aufbaut, aber auch öffentlich-rechtlichen oder anderen nicht spezialisierten Instituten offensteht.

Die Voraussetzung war eine zusätzliche Lizenzierung durch die BaFin für das Pfandbriefgeschäft sowie die Einhaltung strenger aufsichtsrechtlicher Vorgaben. Dieses Vorgehen sicherte die Akzeptanz bei Investoren und legte den Grundstein für die heutige Erfolgsgeschichte des Pfandbriefs.

Welche konkreten Elemente des Pfandbriefgesetzes schaffen dieses Vertrauen bei Investoren?

Das Pfandbriefgesetz zeichnet sich durch ein hohes Maß an Standardisierung, Transparenz und regulatorischen Leitplanken aus. Die stringenten gesetzlichen Anforderungen schaffen ein Sicherheits- und Qualitätsniveau, das weit über das hinausgeht, was in vielen anderen Jurisdiktionen üblich ist. Investoren können sich auf ein

konsistentes und kontinuierlich im Sinne größtmöglichen Investorenschutzes weiterentwickeltes Regelwerk verlassen, das die Analyse des Produkts vereinfacht und das Vertrauen in dessen Werthaltigkeit stärkt.

Wie unterscheidet sich der deutsche Pfandbrief regulatorisch von Covered Bonds in anderen Ländern?

Im Gegensatz zu Covered-Bond-Strukturen, die auf individuellen vertraglichen Konstruktionen basieren, bietet das PfandBG einen gesetzlich kodifizierten Rahmen. So werden die hohen qualitativen Anforderungen für den gesamten Markt standardisiert. Die Investoren können sich auf diese regulatorische Homogenität verlassen. Die

„Das Pfandbriefgesetz zeichnet sich durch Standardisierung, Transparenz und regulatorischen Leitplanken aus.“

Struktur des Produkts ist dadurch – anders als etwa bei Verbriefungen – einfach und leicht zugänglich. Das schafft Effizienz und Vertrauen – zwei zentrale Faktoren für die Attraktivität des Pfandbriefs.

In den vergangenen 20 Jahren wurde das Pfandbriefgesetz 24 Mal novelliert. Welche dieser Änderungen waren aus Ihrer Sicht besonders prägend?

Viele der Novellen waren klein und dienten der technischen Präzisierung oder der Nachschärfung bestehender Regelungen. Anders war das bei der Umsetzung der EU-Covered-Bond-Richtlinie im Jahr 2019 – übrigens rechtzeitig zum 250. Geburtstag des Pfandbriefs –, mit der der vormals fragmentierte europäische Rahmen für Covered Bonds erstmals auf eine einheitlichere Grundlage gestellt wurde. Sie blieb prinzipienbasiert und stützte sich in vielen Aspekten auf Ideen, die im Pfandgesetz angelegt sind – eine regulatorische Anerkennung der hohen Standards unseres Gesetzes.

Wichtig war, dass durch diese Minimalharmonisierung – anders als im Fall der so häufig in Europa verfolgten Vollharmonisierung – die Funktionsfähigkeit der nationalen Covered Bond-Märkte nicht gefährdet wurde und die qualitative Alleinstellung des Pfandbriefs gesichert werden konnte.

Welche Änderungen streben Sie für die nächste, dann 25. Novelle an?

Wir werden immer auf größtmöglichen Investorenschutz achten und das Gesetz in diesem Sinne weiterentwickeln. Künftige Novellen müssen aber auch stärker als bislang die adäquate Nutzbarkeit durch Emittenten in den Blick nehmen. Es geht also um eine intelligente Regulierung, die Effizienz und Sicherheit in Einklang bringt, damit der Pfandbrief weiter ein für Investoren wie Emittenten attraktives Produkt bleibt. Regulierung um ihrer selbst willen wird dem nicht gerecht. Gesetzgeber und Aufsicht sind gefordert, mit Augenmaß und Pragmatismus vorzugehen.

Der Pfandbrief hat sich oft als modern und wandlungsfähig erwiesen. Welche Entwicklung sehen Sie als besonders zukunftsweisend an?

Neben der traditionell hohen Sicherheit war die Innovationskraft des Pfandbriefs und seiner Emittenten stets sein Erfolgsgarant. Innovationen wie der erste ESG-Pfandbrief im Jahr 2014, der erste Grüne Pfandbrief 2015 und der erste Soziale Pfandbrief dann 2018 zeigen die Wandlungsfähigkeit des Produkts. Diese nachhaltigen Produkte beruhen auf Marktlösungen und wurden in einer Zeit erfolgreich etabliert, als für Politik und Regulierung das Thema ESG praktisch noch keine Rolle spielte. Gleichzeitig unter-

„Gesetzgeber und Aufsicht sind gefordert, mit Augenmaß und Pragmatismus vorzugehen.“

streichen diese ESG-Produkte die unmittelbare realwirtschaftliche Relevanz und Verankerung des Pfandbriefs.

Zukunftsweisend war zuletzt auch das Debüt Blockchain-basierter Pfandbriefe im Jahr 2024. Die Integration solcher digitaler Technologien wird in den kommenden Jahren sicher noch zunehmen, es ist entscheidend, dass der Pfandbrief hier von Anfang an mit von der Partie ist.

Wie attraktiv ist der Pfandbrief heute für Emittenten?

Die Zahl der lizenzierten Emittenten ist in den vergangenen Jahren auf 83 gestiegen, weitere befinden sich im Zulassungsverfahren. Das allein belegt schon die hohe Attraktivität des Pfandbriefs als Refinanzierungsinstrument.

Großes Interesse besteht bei den Pfandbriefbanken auch an der Nutzung von Produktinnovationen wie nachhaltigen Pfandbriefen: Derzeit haben 15 Institute Grüne oder Soziale Pfandbriefe begeben. Weitere Häuser bereiten entsprechende Produkte vor.

Aber wie gesagt: Wir alle, allen voran Aufsicht und Gesetzgeber, müssen daran arbeiten, dass eine angemessene Balance zwischen den Sicherheitsmerkmalen des Pfandbriefs und seiner betriebswirtschaftlichen Nutzbarkeit gefunden wird.

Die EU-Kommission will den Verbriefungsmarkt wiederbeleben – wie bewerten Sie diese Idee?

Wir sehen Pfandbriefe und Verbriefungen als komplementäre Produkte. Pfandbriefbanken brauchen beides – zumal in Zeiten, in denen aktives Bilanzmanagement als Folge überbordender Regulierung in den Mittelpunkt rückt. Nach der Finanzkrise sind Verbriefungen schlicht in Grund und Boden reguliert worden. Sie waren nicht mehr nutzbar. Deshalb ist es gut, dass nun ein Wiederbelebungsversuch gestartet wird.

Allerdings bleibt der jetzt von der EU-Kommission vorgelegte Vorschlag hinter den Erwartungen zurück, weil sich damit an der Komplexität der Regulierung wenig bis gar nichts ändert. Wir hoffen, dass sich das noch ändert. Wichtig ist bei allem Wunsch nach

Wiederbelebung in Abgrenzung zu benachbarten Kapitalmarktprodukten allerdings, dass Verbriefungen relativ zu diesen risikoadäquat – und nicht einfach pauschal besser – behandelt werden. Das wäre der Marktstabilität nicht förderlich.

Sie erwähnten, dass der Pfandbrief Impulse zur Nachhaltigkeit gegeben hat. Gibt es weitere gesell-

schaftliche Ziele, zu denen das Produkt beiträgt beziehungsweise in Zukunft beitragen kann?

Hier ist sicherlich die Schaffung von dringend benötigtem Wohnraum zu nennen. Diese Rolle hat unser Produkt in der Geschichte ja schon mehrfach eingenommen. Hilfreich wäre dafür die gesetzliche Anhe-

„Künftige Novellen müssen stärker als bislang die adäquate Nutzbarkeit durch Emittenten in den Blick nehmen.“

bung der Beleihungsgrenze für wohnwirtschaftliche Kredite auf zum Beispiel 80 Prozent, wie in vielen anderen europäischen Ländern.

Angesichts der extrem niedrigen Ausfallquoten im deutschen Wohnimmobilienkreditgeschäft – über eine lange Zeitreihe nachweislich um 0,02 Prozent – wäre dies risikoseitig ohne Weiteres vertretbar. Eine solche Anpassung würde die Einsatzmöglichkeiten des Pfandbriefs erweitern und die Finanzierungskosten für Kreditnehmer senken.

Begleitet werden könnte dies durch die im Koalitionsvertrag der neuen Bundesregierung ins Spiel gebrachte staatliche Ausfallgarantie für Kredite zur Schaffung von neuem Wohnraum. Die würde – bei richtiger Ausgestaltung – auch die Refinanzierung über den öffentlichen Pfandbrief ermöglichen.

Kurz nachgefragt: Wie könnte eine Anhebung der Beleihungsgrenze konkret zur Entlastung von Wohnungskäufern beitragen?

Durch eine höhere Beleihungsgrenze könnten Institute einen größeren Teil ihrer wohnwirtschaftlichen Kredite über Pfandbriefe refinanzieren. Dies würde die Refinanzierungskosten senken, was sich in Form günstigerer Kreditkonditionen an die Endkunden weitergeben ließe. Damit könnten Hauslebauer und Investoren gleichermaßen entlastet und der Wohnungsbau stimuliert werden.

Jetzt zur Regulatorik, ohne sie geht es nicht – wie anerkannt ist der Pfandbrief derzeit bei den Aufsichtsbehörden?

Nach meiner Wahrnehmung wissen die relevanten Regulatoren um den Wert unseres Produkts. Allerdings sind die regulatori-

schen Anforderungen in den vergangenen 18 Jahren kontinuierlich gestiegen – generell in der Bankenregulierung und auch im Pfandbriefgesetz.

Nicht jede regulatorische Verschärfung bringt jedoch einen erkennbaren Mehrwert. Das Ziel ist aus dem Blick geraten und die Gefahr

„Pfandbriefe und Verbriefungen sind komplementäre Produkte.“

nimmt zu, dass die betriebswirtschaftliche Tragfähigkeit des Pfandbriefgeschäfts regulierungsbedingt leidet. Dagegen wehren wir uns. Pfandbriefemittenten benötigen eine gezielte Entlastung von nicht sachgerechten Vorschriften. Es braucht einen Praxis-Check. Zielorientierte Regulierung heißt die Devise.

 **Was wünschen Sie sich von Politik, Aufsicht und Marktteilnehmern, um den Pfandbrief langfristig als Qualitätsführer zu erhalten?**

Alle Akteure, also Politik, Aufsicht, Pfandbriefbanken und sonstige Marktteilnehmer, sollten das Gesetz gemeinsam so weiterentwickeln, dass die altbekannten und bewährten Qualitätsstandards erhalten bleiben, zugleich aber die betriebswirtschaftliche Sinnhaftigkeit des Produkts dauerhaft gewährleistet und Innovationen gefördert werden.

Niemand hat etwas davon, wenn wir durch immer weitere Regulierung das sicherste Produkt der Welt schaffen, das aber von den Nutzern nicht mehr einsetzbar ist, weil

es angesichts des damit verbundenen Aufwands schlicht ökonomisch keinen Sinn mehr macht.

 **Wenn wir in die Zukunft blicken: Welche Rolle soll der Pfandbrief zum Beispiel an seinem 300. Geburtstag spielen?**

Wenn man ihn regulatorisch lässt, wird der Pfandbrief auch in Zukunft Synonym für Sicherheit, Qualität und Innovation im Kapitalmarkt sein. Aufgrund seiner Merkmale bleibt er nicht nur das Instrument der Wahl, um privates Kapital in hohen Volumina zu unschlagbar günstigen Konditionen im Kapitalmarkt zu heben. Er wird auch weiterhin zur Stabilisierung des Finanzsystems beitragen, indem er auch in schwierigsten Zeiten den günstigen Zugang zu langfristiger Liquidität gewährt.