

## „Der Pfandbrief ist das Aushängeschild Deutschlands“

Redaktionsgespräch mit Jens Tolckmitt

**Fünf Jahre Pfandbriefgesetz feiert Jens Tolckmitt als gelungene Fortsetzung der mehr als 200-jährigen Geschichte des Pfandbriefs. Gerade die gesetzlichen Anforderungen und deren dynamische Anpassung an die Erfordernisse des Marktes hätten entscheidend dazu beigetragen, dass sich der Pfandbrief als einziges nicht staatlich garantiertes Kapitalmarktprodukt in Europa sehr schnell von den Erschütterungen der Finanzkrise erholte. Deshalb appelliert er nachdrücklich an die Politik, dieses Erfolgsmodell des deutschen Finanzplatzes nicht durch überzogene internationale Regulierung zu gefährden. (Red.)**

**I&F** Die Banken werden zu den Hauptschuldigen der Finanzmarktkrise gezählt und Politik und Öffentlichkeit lechzen nach Bestrafung. In Deutschland und Europa werden Bankenabgabe und Transaktionssteuer diskutiert, während die USA immer mehr Rückzieher machen. Haben die Banken, auch die Pfandbriefbanken, in der Diskussion um ihre Zukunft zu lange gewartet, was da aus Berlin oder von den G20 kommen mag?

Ich bin in der Tat überzeugt davon, dass man sich manche politische Maßnahme hätte ersparen können, wenn man von Beginn an etwas offensiver in die regulatorische Diskussion gegangen wäre. Da ist die Bankenabgabe ein Aspekt unter mehreren. Es gab aber auch in den vergangenen drei Jahren immer wieder Phasen, in denen die Politik den Rat der Kreditwirtschaft nicht wirklich hören wollte. So schien es mir jedenfalls.

**I&F** Fürchtet die Politik die Lobbyisten?

Nein, das glaube ich nicht. Jeder Politiker, der bei einem Thema Handlungsbedarf sieht oder sich mit einer Gesetzesinitiative beschäftigt, sammelt zunächst die Sachargumente, prüft sie und wägt ab. Ich habe noch keinen politischen Prozess erlebt, in dem das anders war. Wenn ein Lobbyverband hingegen mit falschen Informationen oder einer haltlosen Argumentation in die Diskussion geht, verliert er sofort an Glaubwürdigkeit. Es besteht also ein hohes Eigeninteresse der Branchenvertreter, belastbare Argumente und Fakten an die politischen Institutionen zu lie-

fern. Und die Politik selbst tut auch gut daran, diesen erheblichen Sachverstand zu nutzen.

Was sich hinsichtlich Bankenabgabe und Transaktionssteuer in der parlamentarischen Diskussion noch ergibt, werden wir sehen. Ich erwarte, dass sich noch einiges am bisherigen Entwurf ändern wird. Warum sollte zum Beispiel die Abgabe nur auf Banken beschränkt sein? Die Erfahrung lehrt, dass die nächste Krise ihren Ausgangspunkt nicht dort haben wird, wo die vergangene Krise ihren Ursprung hatte. Es gibt durchaus andere Sektoren in der Finanzwirtschaft, die ebenfalls eine Krise auslösen könnten, derzeit aber nicht im Fokus stehen. Wenn es also das Ziel der Bankenabgabe ist, für künftige Krisen Mittel zur Verfügung zu haben, dann sollte

diese Abgabe nicht nur den Banken auferlegt werden.

Vielen Politikern scheint es unter dem Eindruck der öffentlichen Meinung geradezu geboten, die Banken für ihr vermeintliches Fehlverhalten der Vergangenheit zu bestrafen. Doch wir spüren gerade im Parlament – fraktionsübergreifend – eine große Offenheit gegenüber unseren Sachargumenten. Das Parlament ist sich der Tragweite und der nachhaltigen Auswirkungen seiner Entscheidungen und der sich daraus ergebenden Verantwortung sehr wohl bewusst. Das haben wir zuletzt etwa beim Thema Basel III erlebt. Hier wurde die Regierung vom Parlament aufgefordert, sich für eine angemessene Regulierung einzusetzen, die funktionierende Geschäftsmodelle nicht gefährdet.

**I&F** Ist „Pfandbriefbank“ ein Geschäftsmodell – oder: Wie sehen Ihre Mitglieder in fünf Jahren aus?

Ich bin fest davon überzeugt, dass die Spezialfinanzierung, wie sie viele unserer Mitgliedsinstitute seit Jahrzehnten erfolgreich betreiben, auch ein tragfähiges und nachhaltiges Geschäftsmodell für die Zukunft ist. Die größte Herausforderung kommt derzeit nicht aus dem eigentlichen Geschäft, sondern aus der ungedeckten Refinanzierung, die bei Spezialfinanzierern sehr stark kapitalmarktbasierend ist.

Die Pfandbriefbanken waren vor der Krise wettbewerbsfähig, sie haben sich in der Krise respektabel behauptet, und



„Warum sollte die Abgabe nur auf Banken beschränkt sein?“

**Jens Tolckmitt,**  
Hauptgeschäftsführer, Verband deutscher Pfandbriefbanken (vdp) e.V.  
Berlin

sie werden auch künftig ihre traditionell wichtige Rolle am Markt spielen. Gleichzeitig beantragen heute immer mehr Universalbanken eine Emissionslizenz für Pfandbriefe – ein weiteres Indiz für dessen zunehmende Attraktivität in einem auch weiterhin von vielen Unsicherheiten geprägten Marktumfeld.

**I&F** **War es rückblickend – nach fünf Jahren – ein Fehler, das Pfandbriefgesetz so weit zu fassen oder war es alternativlos?**

Die Emission von Pfandbriefen war bis 2005 an das Spezialbankprinzip gebunden. Die Neufassung der gesetzlichen Emissionsgrundlage war aus zwei

Gründen erforderlich. Zum einen wurden aufgrund europäischer Vorgaben Anstaltslast und Gewährträgerhaftung für öffentlich-rechtliche Kreditinstitute abgeschafft. Zum anderen waren die wenigen ehemals relativ kleinen gemischten Hypothekenbanken durch Fusionen zu sehr großen Spielern im Markt geworden.

Bei einem Festhalten am Spezialbankprinzip hätten zahlreiche große Pfandbriefemittenten mit Gemischtbankenstatus den Markt maßgeblich bestimmt. Jeder neu hinzukommende Emittent hätte dagegen nach alter Gesetzeslage zwingend eine reine Hypothekenbank sein müssen. Das war verfassungsrechtlich nicht aufrechtzuerhalten.

Bemerkenswert an der Entwicklung der vergangenen fünf Jahre ist doch, dass eben nicht das von vielen Erwartete eingetreten ist, und nur noch Universalbanken mit Pfandbriefprivileg existieren. Im Gegenteil: Es gibt auch heute noch eine Reihe von Spezialkreditinstituten, die ihr Geschäftsmodell am Markt sehr erfolgreich praktizieren.

**I&F** **Sollten die Stresstests der Banken veröffentlicht werden?**

Transparenz in der Finanzwirtschaft ist überaus wichtig und notwendig. Aber mit Blick auf die zurzeit am Kapitalmarkt bestehende hohe Sensibilität bin ich nicht sicher, ob eine Veröffentlichung von Einzelergebnissen zielfüh-

rend ist. Für wen hätte die Offenlegung solcher Testergebnisse einen zusätzlichen Nutzen? Vielmehr sehe ich die Gefahr, dass der Kapitalmarkt übermäßig negativ reagieren könnte, wenn Ergebnisse Interpretationsspielräume offen lassen. Aber die Entscheidung für Transparenz ist ja offensichtlich bereits gefallen.

Wer sollte solch eine Warnung aussprechen und dadurch womöglich heftige

Marktreaktion mit gravierenden Konsequenzen für einzelne Häuser oder den gesamten Finanzsektor auslösen? Hier gilt es, besonnen vorzugehen. Bevor wir uns in solchen Diskussionen verlieren, sollten wir uns lieber mehr darauf konzentrieren, eine vernünftige Regulierung hinzubekommen – auch auf europäischer Ebene. Das Wichtigste ist im Moment, das Vertrauen in die Banken wieder herzustellen. Dafür die richtigen Instrumente und Verfahren zu schaffen, ist für alle eine herausfordernde und vordringliche Aufgabe.

**I&F** **Welche Instrumente und Verfahren könnten das sein?**

Das ist die große Frage, an deren Antwort derzeit viele arbeiten. Ein geord-

**I&F** **Hat der Pfandbrief mit der Novelle, die sich gerade im Gesetzgebungsverfahren befindet und vielleicht sogar schon im November in Kraft treten könnte, die Zukunftsfähigkeit, die er braucht, die Sie sich wünschen?**

Wir sind mit der Novelle zufrieden. Sie enthält genau jene qualitätserhöhenden Elemente, die wir uns gewünscht hatten. Dem Pfandbrief haben vor allem zwei Dinge geholfen, die Krise weitgehend unbeschadet zu überstehen: Das war zum einen seine hohe Liquidität und seine große Verbreitung bei institutionellen Investoren; zum anderen aber vor allem seine starke und stabile rechtliche Grundlage. Der Pfandbrief ist bei den Spreads sehr schnell auf das Vorkrisenniveau zurückgekehrt, was das Vertrauen der Investoren belegt. Kein anderes nicht staatlich garantiertes Produkt – und zwar europaweit – kann das von sich behaupten. Dieser Erfolg ist der Qualität des Produktes und seiner gesetzlichen Basis zu verdanken. Aus Gesprächen mit Investoren und Ratingagenturen wissen wir um die Elemente, die für das Vertrauen in den Pfandbrief besonders wichtig sind. Genau dort wird der Pfandbrief durch die aktuelle Novelle weiter gestärkt.

Wir lehnen uns aber natürlich nicht zurück, sondern arbeiten weiter an der Qualität unseres Produktes. Es wird immer wieder Themen geben, die wir adressieren müssen und die zu weiteren Novellen des Pfandbriefgesetzes führen werden. Gerade diese dynamische Gesetzgebung, also die Fähigkeit, schnell und effizient auf Marktveränderungen zu reagieren, wird von Investoren heute als eine der Stärken des Pfandbriefs besonders geschätzt. Diese Stärke wollen wir auch in Zukunft pflegen. Wir werden alles daran setzen, dass der Pfandbrief

„Die dynamische Gesetzgebung wird als eine der Stärken des Pfandbriefs geschätzt.“

netes Insolvenzverfahren für Banken, wie es jüngst in die Diskussion gebracht wurde, reicht meines Erachtens nicht aus. Wie die Gesamtlösung am Ende aussehen wird, lässt sich heute noch nicht seriös voraussagen. Wichtig ist aus meiner Sicht aber, dass die Banken nicht durch überzogene Maßnahmen überfordert werden. Damit wäre niemandem gedient.

auch in Zukunft das uneingeschränkte Vertrauen der Investoren genießt.

**I&F** **Genießt der Pfandbrief auch das politische Wohlwollen?**

In Deutschland eindeutig ja. Der Pfandbrief ist das einzige Produkt, das sozusagen am deutschen Finanzplatz „erfunden“ wurde, das es ausschließlich hier

gibt und das zugleich internationale Benchmark ist. In Deutschland sind viele innovative Kapitalmarktprodukte entstanden, wie zum Beispiel – steuergetrieben – das Zertifikatengeschäft. Viele Banken, auch ausländische Häuser, hatten ihre Zertifikate-Produktion lange Zeit in Deutschland. Das hat sich in den vergangenen drei Jahren jedoch geändert. Auch Optionsscheine sind eine deutsche Erfindung, doch die damit befassten

Pfandbrief als Qualitätsführer und die Obligations Foncières, in der zweiten Gruppe – mit deutlich höheren Risikoaufschlägen – sammelte sich der ganze Rest ähnlicher Produkte. Die Gründe für die eindeutigen Präferenzen der Investoren sind zum einen das Vertrauen in die rechtlichen Strukturen und zum anderen die hohe Liquidität der Papiere aus Gruppe eins – das heißt die Gewissheit, dass sie in der Krise über unterschied-

brief als liquides Produkt eigentlich günstiger sein sollte. Tatsächlich waren aber der auf die Bedürfnisse eines Investors zugeschnittene Namenspfandbrief und die kleinere Inhaberemission für die Emittenten günstiger als der Jumbo-Pfandbrief und wurden von den Investoren auch in der tiefsten Krise nachgefragt. Hinzu kommt: In der Krise hat sich gezeigt, dass sich die Fälligkeiten von kleineren Emissionen besser steuern lassen als großvolumige Jumbo-Pfandbriefe. Dies sollte auch im Interesse der Investoren sein. Die Einführung der 180-Tage-Regelung, die vorsieht, dass bereits 180 Tage vor Fälligkeit des Pfandbriefs genügend liquide Assets zur Verfügung stehen müssen, um die Forderungen der Anleger zu erfüllen, hat diese Entwicklung weiter beschleunigt.

„Der Pfandbrief ist so, wie sich Politiker Finanzinstrumente nach der Krise wünschen.“

Bankabteilungen finden sich heute vor allem im Ausland. Der Pfandbrief hingegen ist bis heute das Aushängeschild Deutschlands auf den internationalen Kapitalmärkten, das im Übrigen seit der Finanzmarktkrise wieder seine verdiente Wertschätzung erfährt.

Das politische Wohlwollen erlangt der Pfandbrief aber auch dadurch, dass er ein sehr einfach zu erklärendes Produkt ist. Er ist aufgrund der gesetzlichen Anforderungen sehr transparent, einfach und sicher. Kurz gesagt: Der Pfandbrief ist schon immer so gewesen, wie sich Politiker Finanzinstrumente nach den Erfahrungen der Krise wünschen. Deshalb mutet es wie eine Ironie der Geschichte an, dass wir nun ein wirklich so gutes und in der Krise besonders bewährtes Produkt im Zuge der internationalen Krisenbewältigung vor der Gefahr einer überzogenen Regulierung verteidigen müssen.

**I&F** **Wie würden Sie den Wettbewerb zwischen den verschiedenen Covered-Bond-Produkten einschätzen?**

Der Pfandbrief steht nach wie vor unangefochten an erster Stelle – nicht nur auf der Investoren-, sondern neuerdings auch auf der Emittentenseite. Das Interesse, das wir von neuen Emittenten am Pfandbrief feststellen, gibt es in diesem Umfang bei keiner anderen Form von Covered Bonds. Auch ausländische Banken prüfen mittlerweile die Möglichkeiten und den Aufwand der Refinanzierung mittels Pfandbriefen.

In der Krise haben die Investoren eine deutliche Zerteilung des Covered-Bond-Marktes bewirkt: In der ersten Gruppe – mit einer begrenzten Ausweitung der Spreads – fanden sich der

liche Mechanismen ihre Papiere auch wieder verkaufen konnten. Die Liquidität war immer gegeben – trotz der berechtigten Kritik am Wegfall des Market Makings für Jumbo-Pfandbriefe, das wir in den kommenden Monaten gemeinsam auf neue Beine stellen wollen.

**I&F** **Was unternehmen andere Länder, um die Qualität ihrer Covered Bonds zu verbessern?**

International wird sehr genau verfolgt, wie das deutsche Pfandbrief-Gesetz geändert wird. Es finden intensive Diskussionen statt, doch sind die Voraussetzungen in jedem Land verschieden. In Deutschland haben wir eine sehr lange Tradition und ein historisch bewährtes und stabiles Produkt. Obwohl das Umlaufvolumen seit dem Jahr 2000 erheblich abgenommen hat, entfällt auf den Pfandbrief immer noch ein Anteil von rund 30 Prozent des weltweiten Covered-Bond-Marktes.

Wir registrieren aber, dass andere Länder vor allem im Bereich der großvolumigen Covered Bonds mit einem Emissionsvolumen ab einer Milliarde Euro deutlich aufholen. In Zukunft werden wir weniger Jumbo-Pfandbrief-Emissionen als in der Vergangenheit sehen. Diese Entwicklung

**I&F** **Welche Pläne gibt es hinsichtlich des Market Makings?**

Das Market Making hat schon vor der Krise nicht mehr richtig funktioniert und ist in der Krise schließlich zusammengebrochen. Deshalb brauchen wir eine neue Lösung. Wir haben dazu erstens die Mindeststandards für Jumbo-Pfandbriefe neu formuliert. Sie definieren, was einen Jumbo-Pfandbrief ausmacht und legen auch ein Commitment für ein Market Making gegenüber Investoren fest. Zweitens braucht es eine Preistransparenz, um Investoren ein Gefühl für den „richtigen“ Preis zu geben. Die bisherigen festen Bid-Offer-Spreads funktionieren seit der Krise nicht mehr.

Unser Ziel ist es deshalb, diese Spreads durch ein geeignetes Maß an Markttransparenz zu ersetzen. Damit soll sichergestellt werden, dass der Investor eine zuverlässige Aussage darüber bekommt, zu welchem Kurs der Pfandbrief eines Emittenten zu einem bestimmten Zeitpunkt notiert. Damit kann der Investor einschätzen, ob das Angebot eines Market Makers fair ist.

Die Investoren, auch die liquiditätsorientierten, wollen Sicherheit, aber vor allem

„Es gab immer Phasen, in denen die Politik den Rat der Kreditwirtschaft nicht hören wollte.“

ist aber per se nicht negativ zu sehen, denn Jumbos waren für den Emittenten immer teurer als kleinere Pfandbriefe. Das überrascht, weil der Jumbo-Pfand-

wollen sie Transparenz. Investoren haben immer mit Pfandbriefen handeln können, aber sie hatten keine absolute Gewissheit, dass der Preis, der ihnen gestellt



wurde, in der Nähe des realen Preises lag. Da hilft nur größtmögliche Transparenz, und die wollen wir gemeinsam mit den Market Makern künftig gewährleisten. Inzwischen gibt es auch eine europäische Initiative, die Nachhandelstransparenz für Aktienmärkte im Rahmen der MiFID-Richtlinie auch auf die Bond-Märkte auszudehnen. Bis die Regelungen aufgestellt und in deutsches Recht umgesetzt sind, braucht es in der Regel einige Zeit. Wir überlegen jetzt, wie die Zeit bis zu diesem neuen Regime im Interesse der Investoren überbrückt werden kann.

#### I&F Welche Zukunft hat dann noch das Jumbo-Segment?

Jumbo-Pfandbriefe wird es weiterhin geben, ihr Anteil am Emissionsvolumen wird aber abnehmen. Das hängt einerseits mit den rechtlichen und marktseitigen Rahmenbedingungen zusammen. Andererseits werden mit dem Zurückfahren des Staatsfinanzierungsgeschäfts auch die Öffentlichen Pfandbriefe weniger, also auch die Jumbo-Pfandbriefe mit Staatskrediten im Deckungsstock, die bislang den Hauptteil des deutschen Jumbo-Marktes ausmachten.

#### I&F Wie nehmen Sie die Arbeiten an einem Covered-Bond-Gesetz in den USA wahr?

Wir finden es gut, dass in den USA an einem Covered-Bond-Gesetz gearbeitet wird. In der Vergangenheit hatten wir

enorme Probleme, unser Produkt gerade bei angelsächsischen Investoren deutlich gegen Mortgage Backed Securities abzugrenzen. In der Krise hat man aber erkannt, dass es dem einen Produkt besser als dem anderen gelungen ist, sich zu behaupten. Wir stehen in Kontakt mit einigen Abgeordneten des Kongresses.

Die Entwürfe für ein US-Covered-Bond-Gesetz übernehmen sehr viel von dem, was in europäischen Gesetzen steht. Es soll ein klares Verfahren geben, wie die Covered-Bond-Gläubiger im Falle der Insolvenz des Emittenten geschützt werden. Was uns nicht gefällt ist, dass der Kreis der Aktiva zur Unterlegung der Covered Bonds extrem weit gefasst wird. Nach bisherigem Stand sollen neben Hypotheken zum Beispiel auch Student Loans und Kreditkartenforderungen in den Deckungsstock aufgenommen werden können.

Das Interesse der USA an einem Covered-Bond-Gesetz rührt vor allem daher, dass die Amerikaner über ein Instrument verfügen möchten, das sich ohne staatliche Unterstützung als krisenfest erwiesen hat. Dieses Ziel wird man aber verfehlen, wenn die Auswahl der Assetklassen zu großzügig erfolgt.

Unsere Sorge ist, dass es sich am Ende – trotz aller Unterschiede in den rechtlichen Strukturen – bei US Covered Bonds um ein Re-Branding von Verbriefungen

handeln könnte. Aber Mortgage Backed Securities (MBS) sind eine grundsätzlich andere Anlageklasse als Covered Bonds. Wer ein Substitut zu Staatsanleihen sucht, wird kein MBS-Produkt kaufen, wohl aber Pfandbriefe.

Wir fürchten dann, dass Investoren nicht ausreichend zwischen den einzelnen Produkten differenzieren können, dass also vorschnell alle Covered Bonds in einen Topf geworfen werden. Dass diese Sorge nicht unberechtigt ist, haben wir in der europäischen Diskussion und vor allem in der Krise erfahren. Das Positive an der aktuellen Diskussion in den USA ist aus unserer Sicht, dass das Interesse an Dollar-denominierten Covered Bonds europäischer Provenienz bei den dortigen Investoren deutlich zugenommen hat. Davon profitiert auch der Pfandbrief.

#### I&F Es ist in der Vergangenheit schon einmal im Verband diskutiert worden, auch MBS in begrenztem Umfang als deckungsstockfähig zuzulassen. Wie stehen Sie heute dazu?

Wir sind froh, diese Idee seinerzeit nicht weiterverfolgt zu haben. Auch heute ist das kein Thema für uns. Es gibt ein paar Länder, in denen MBS zur Deckung von Covered Bonds herangezogen werden können. Von diesen gibt es auch den Wunsch, im Rahmen von Basel III einen bestimmten Anteil von MBS in der Deckung nicht mit regulatorischen Vorschriften zu bestrafen. Das tolerieren wir, aber wir nehmen es nicht zum Anlass, das Pfandbriefgesetz entsprechend ergänzen zu wollen.

#### I&F Wie stehen die Chancen für einen europäischen Covered Bond?

Zurückhaltend formuliert: sehr gering. Wir hätten keinerlei Vorteil davon, wenn eine europäische Covered-Bond-Gesetzgebung in ihrer Qualität hinter der des deutschen Pfandbriefs zurückbleibt. Allerdings dürften es die anderen Länder kaum akzeptieren, dass der deutsche Qualitätsstandard zum Maßstab für ein europäisches Produkt gemacht wird. Die Erfahrung aus anderen europäischen Rechtsetzungsverfahren lehrt, dass man sich auf den kleinsten gemeinsamen Nenner einigen würde. Damit könnte niemand zufrieden sein. Es bleibt also vermutlich beim Wettbewerb um das beste Covered-Bond-Regime, bei dem der deutsche Pfandbrief ganz klar die Benchmark-Funktion einnimmt. Und das ist gut so. ■

## Maßgeschneiderte Immobilienfinanzierung



### Strukturierte Immobilienfinanzierung

Von Jörg Lauer.  
2., überarbeitete Auflage 2008.  
240 Seiten, broschiert, 32,00 Euro.  
ISBN 978-3-8314-0821-4.

Ein praxisbezogener Leitfaden zur strukturierten, am Cash-Flow ausgerichteten Immobilienfinanzierung samt ihren Vorteilen gegenüber der klassischen Renditeberechnung – für Praktiker aus Immobilien- und Kreditwirtschaft, aus Immobilienfinanzierung und Anlageberatung.

Fritz Knapp Verlag | Postfach 11 11 51 | 60046 Frankfurt

Telefon (069) 97 08 33-21 | Telefax (069) 707 84 00 | [vertrieb@kreditwesens.de](mailto:vertrieb@kreditwesens.de)  
[www.kreditwesens.de](http://www.kreditwesens.de)