

2 Grundlagen einer Pfandbriefemission und Einordnung in die finanzwirtschaftlichen Theorieansätze

2.1 Ausprägungen des Pfandbriefes

Für ein besseres Verständnis ist es angebracht, zunächst eine Abgrenzung zwischen einer einfachen, ungedeckten Schuldverschreibung, einer gedeckten Schuldverschreibung und dem Pfandbrief vorzunehmen.

Bei der Emission einer ungedeckten Schuldverschreibung als festverzinsliches Wertpapier haftet das Kreditinstitut gegenüber dem Gläubiger bzw. dem Anleger, der diese Schuldverschreibung besitzt, mit ihrem Vermögen. Das Risiko dieser Geldanlage wird somit von der Bonität und dem Vermögen des Emittenten bestimmt. Die Verzinsung der Schuldverschreibung orientiert sich dementsprechend ebenfalls an diesen Faktoren und muss einen dem Risiko entsprechenden Aufschlag enthalten, damit sich genügend Investoren bereit erklären, diese Schuldverschreibung zu kaufen¹⁷.

Werden neben dem Vermögen des Emittenten zusätzliche Sicherheiten als Deckungswerte zur Verfügung gestellt, so kann das Risiko der Investition verringert werden¹⁸. Hierzu gehören auch Immobilien, an denen ein Grundpfandrecht zugunsten der emittierenden Bank besteht. In diesem Zusammenhang kann es sich sowohl um erstrangige¹⁹ als auch um nachrangige Grundpfandrechte handeln. Insgesamt handelt es sich bei diesen Wertpapieren um gedeckte Schuldverschreibungen²⁰.

Eine kostengünstige Refinanzierungsquelle für die Kreditvergabe der Banken einerseits und eine interessante Anlageform für Investoren andererseits stellen die Pfandbriefe dar, deren Qualität durch das Pfandbriefgesetz gewährleistet wird²¹. Die Investoren stufen das Risiko bei Pfandbriefemissionen noch geringer ein²², da neben dem allgemeinen Vermögen des Emittenten z.B. bei Hypothekendarlehenpfandbriefen nur erstrangige Grundpfandrechte auf Immobilien als Sicherheit dienen. Hierunter fallen Kreditsicherheiten, die von Kreditnehmern der Pfandbriefbank verpfändet wurden²³.

Somit gehören Pfandbriefe zur besonderen Form der gedeckten Schuldverschreibungen, die von Kreditinstituten, die eine Erlaubnis zur Ausübung des Pfandbriefgeschäfts haben (Pfandbriefbanken), emittiert und am Kapitalmarkt platziert werden²⁴.

Eine Schuldverschreibung stellt eine Urkunde dar, in der sich der Aussteller zu einer Leistung verpflichtet. Hierzu gehört z.B. die Zahlung eines bestimmten Kapitalbetrages am Fälligkeits-

¹⁷ Vgl. Crimmann (2011), S. 32.

¹⁸ Vgl. Záhres (2012), S. 7.

¹⁹ Unter erstrangigen Grundpfandrechten ist in diesem Zusammenhang ein Beleihungsauslauf bis 60 % gemeint.

²⁰ Vgl. Crimmann (2011), S. 32.

²¹ Vgl. Crimmann (2011), S. 32.

²² Vgl. Záhres (2012), S. 7.

²³ Vgl. Crimmann (2011), S. 33.

²⁴ Vgl. Tolckmitt/Stöcker (2011), S. 7.

tag sowie der Zinsen zu bestimmten Zinszahlungszeitpunkten²⁵. Schuldverschreibungen bilden fungible Wertpapiere ab, die bestimmte Forderungsrechte verbriefen. Diese können als Namens- sowie als Order- und Inhaberschuldverschreibungen begeben werden. In der Praxis werden sie meistens als Inhaberpapiere emittiert²⁶.

Die Kapitalgeber sind in diesem Fall nicht die Anteilseigner wie es bei Aktien der Fall ist, sondern Gläubiger, und die Mittel nicht Eigenkapital, sondern Fremdkapital des Emittenten²⁷.

Die Besonderheit der Pfandbriefe liegt in ihrer Deckung. Sie nimmt eine fundamentale Bedeutung ein, um die Sicherheit der Pfandbriefe nachhaltig auf einem hohen Niveau zu halten. Durch die hohe Sicherheit können Pfandbriefe im Regelfall mit einer geringeren Risikoprämie am Markt platziert werden als andere vergleichbare forderungsbesicherte Wertpapiere²⁸. In der Regel dienen Pfandbriefe dazu, langfristiges Kapital für langfristige Immobilienkredite zu beschaffen. Aus Sicht des Kapitalanlegers sowie der Ratingagenturen bedürfen langfristige Investitionen einer hohen Rechtssicherheit²⁹. Für die Gewährleistung der Rechtssicherheit ist ein umfassender und klarer gesetzlicher Rahmen erforderlich. In diesem Zusammenhang werden durch die gesetzliche Festlegung der Struktur und der Sicherung von Pfandbriefen im PfandBG eine gesetzliche Standardisierung und eine hohe Transparenz des gesamten pfandbriefgestützten Finanzierungssystems erzielt. Beide Parameter spielen eine bedeutende Rolle für den Aufbau und die Erhaltung eines liquiden Pfandbrief-Marktes³⁰.

Abbildung 1 stellt die Struktur einer Pfandbriefbank für alle Pfandbriefgattungen in einer zusammengefassten Übersicht dar.

²⁵ Vgl. Stöcker (2011), § 87 Rn.27.

²⁶ Vgl. Hagen (2008a), S. 533.

²⁷ Vgl. Becker/Peppmeier (2006), S. 252.

²⁸ Vgl. Záhres (2012), S. 7.

²⁹ Vgl. Crimmann (2011), S. 33.

³⁰ Vgl. Stöcker (2011), § 87 Rn.28 f.

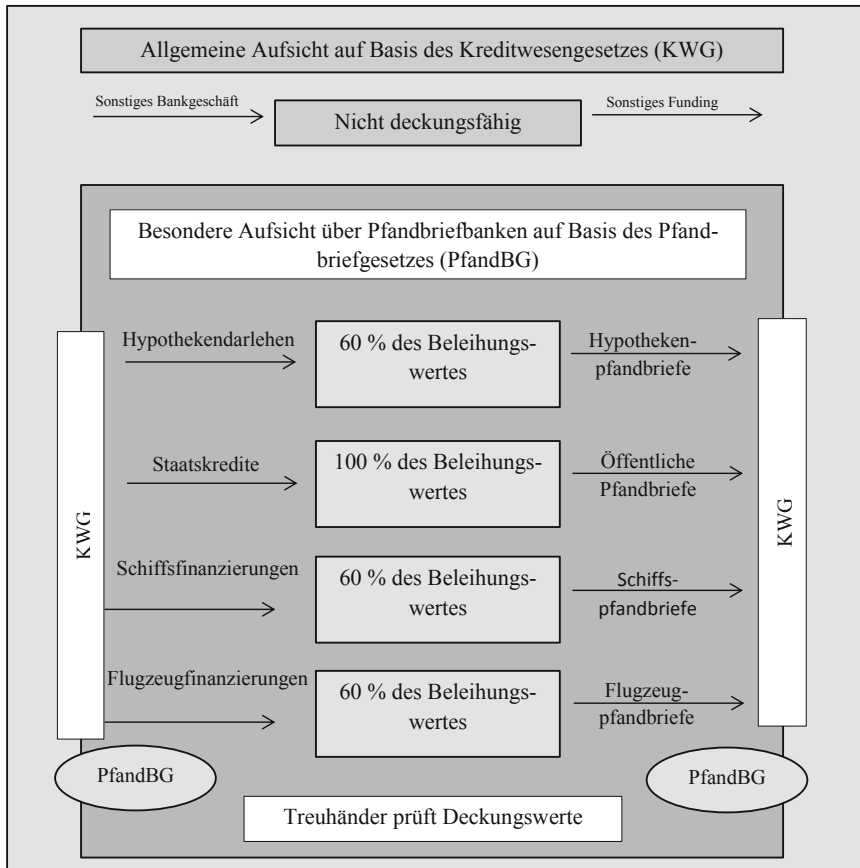


Abbildung 1: Struktur einer Pfandbriefbank³¹

Die Bank vergibt Immobilien-, Flugzeug-, Schiffs- und Staatskredite gegen Sicherheiten an die Kreditnehmer³². Diese Finanzgeschäfte werden auf die Aktivseite der Bilanz des Kreditinstituts genommen. Sind die Kredite bzw. Teile der Kredite gemäß Pfandbriefgesetz deckungsfähig, so können diese in das Deckungsregister eingetragen werden. Der Treuhänder ist für die Überwachung dieser Deckungswerte zuständig. Je nach Pfandbriefgattung sind unterschiedliche Register zu führen. Die Gesamtheit der eingetragenen Deckungswerte wird als Deckungsmasse bezeichnet. Die Deckungsmasse stellt die Basis für die Pfandbriefemissionen dar. Auch bei Pfandbriefen schuldet der Emittent dem Pfandbriefinhaber den zugesagten Zins und bei Fälligkeit die Rückzahlung des Nominalkapitals des Pfandbriefes. Im Insolvenzfall der Pfandbriefbank haben die Pfandbriefinvestoren ein Vorrecht an den Vermögenswerten, die im Deckungsregister eingetragen sind. Im Rahmen eines Insolvenzverfahrens der Bank

³¹ In Anlehnung an: Hagen (2008a), S. 534.

³² Vgl. Crimmann (2011), S. 33.

werden die Deckungsmasse und die Pfandbriefe nicht dem Insolvenzverwalter, sondern einem speziellen Sachwalter unterstellt³³.

Wie aus Abbildung 1 ersichtlich, stehen den deutschen Pfandbriefbanken vier Arten von Pfandbriefen zur Verfügung. Je nach Deckungsart wird zwischen Hypothekenzpfandbriefen, öffentlichen Pfandbriefen, Schiffspfandbriefen und Flugzeugpfandbriefen unterschieden³⁴. Bei Hypothekenzpfandbriefen besteht die Deckungsmasse aus Darlehensforderungen, die durch Grundpfandrechte auf Grundstücke und Gebäude besichert sind³⁵. Den öffentlichen Pfandbriefen, die auch als Kommunalobligationen oder Kommunalschuldverschreibungen bezeichnet werden, stehen Forderungen gegen die öffentliche Hand als Deckungsmasse zur Verfügung³⁶. Die Besicherung der Schiffspfandbriefe erfolgt durch Schiffshypotheken, die im Schiffsregister eingetragen sind³⁷. Die Flugzeugpfandbriefe stellen die jüngste Pfandbriefgattung dar und sind durch Flugzeug-hypotheken, die in einem öffentlichen Register eingetragen werden besichert³⁸.

2.2 Rechtliche Grundlagen einer Pfandbriefemission

Die hohe Sicherheit des Pfandbriefes resultiert aus den Vorschriften des PfandBG sowie den zum PfandBG erlassenen Verordnungen und Richtlinien³⁹. Bevor die Grundlagen einer Pfandbriefemission dargestellt werden, ist an dieser Stelle angebracht zunächst einmal die Gesetzesgrundlagen und Verordnungen, die in Verbindung mit dem PfandBG stehen, darzustellen. In diesem Zusammenhang werden auch die Anforderungen für eine Pfandbriefemission seitens der Aufsicht dargestellt.

2.2.1 Pfandbriefspezifische Gesetzesgrundlagen und Verordnungen

Insbesondere die Aufgaben und Anforderungen an das Betreiben des Pfandbriefgeschäfts sind umfangreich in Gesetzen, Verordnungen und Richtlinien geregelt⁴⁰. In den Verordnungen werden u.a. explizit die Sicherstellung der jederzeitigen Deckung von Hypothekenzpfandbriefen, Öffentlichen Pfandbriefen, Schiffspfandbriefen und Flugzeugpfandbriefen nach dem Barwert und dessen Berechnung, die Ermittlung der Beleihungswerte von Grundstücken und die Form und Inhalt der Deckungsregister geregelt⁴¹.

In der Tabelle 1 werden die wichtigsten Gesetzesgrundlagen sowie Verordnungen dargestellt, die im Rahmen des Pfandbriefgeschäftes zu beachten sind.

³³ Vgl. Stürner/Kern (2007), S. 17.

³⁴ Vgl. Stöcker (2011), § 87 Rn.31.

³⁵ Vgl. Stöcker (2011), § 87 Rn.31.

³⁶ Vgl. Smola (2012), S. 1.

³⁷ Vgl. Schnier (2011), S. 67.

³⁸ Vgl. Grosse (2011), S. B4.

³⁹ Vgl. Tolckmitt/Stöcker (2011), S. 8.

⁴⁰ Vgl. Hagen (2008a), S. 535.

⁴¹ Vgl. Hagen (2008a), S. 535.

Gesetz/Verordnung	Abkürzung	Wesentliche Inhalte
Pfandbriefgesetz	PfandBG	Allgemeine Regelungen zum Pfandbriefgeschäft.
Pfandbrief-Barwertverordnung	PfandBarwertV	Sicherstellung der jederzeitigen Deckung von Pfandbriefen nach dem Barwert ⁴² .
Beleihungswertermittlungsverordnung	BelWertV	Regelungen über die Ermittlung der Beleihungswerte ⁴³ .
Deckungsregister-verordnung	DeckRegV	Regelungen über die Form und den Inhalt der Deckungsregister ⁴⁴ .
Refinanzierungsregister-verordnung	RefiRegV	Regelt die Form des Refinanzierungsregisters nach dem Kreditwesengesetz sowie die Art und Weise der Aufzeichnung ⁴⁵ .
Kreditwesengesetz	KWG	Allgemeine Vorschriften für Kreditinstitute ⁴⁶ .
Mindestanforderungen an das Risikomanagement	MaRisk	Vorgaben für die Ausgestaltung des Risikomanagements in Kreditinstituten ⁴⁷ .
Markets in Financial Instruments Directive	MiFID	Rechtsrahmen für das volle Angebot der anlegerorientierten Tätigkeiten ⁴⁸ .
Wertpapierhandelsgesetz	WpHG	Regulierung des Wertpapierhandels und Sicherstellung der Kontrolle von Dienstleistungsunternehmen, die Wertpapiergeschäft betreiben ⁴⁹ .
Wertpapierprospektgesetz	WpPG	Spezifische Vorschriften zur Ausgestaltung des Wertpapierprospektes.
Solvabilitätsverordnung	SolvV	Bestimmungen über die angemessene Eigenmittelausstattung der Institute sowie Institutsgruppen und Finanzholding-Gruppen ⁵⁰ .
Großkredit- und Millionenkreditverordnung	GroMiKV	Verordnung für die Erfassung, Bemessung, Gewichtung und Anzeige von Krediten im Bereich der Großkredit und Millionenkreditvorschriften des KWG ⁵¹ .
Verordnung über die Ermittlung der Beleihungswerte von Flugzeugen	FlugBelWertV	Vorschriften für die Ermittlung der Flugzeugbeleihungswerte und bei der Erhebung der für die Wertermittlung erforderlichen Daten.
Verordnung über die Ermittlung der Beleihungswerte von Schiffen	SchiffsBelWertV	Vorschriften zur Ermittlung des Beleihungswertes von Schiffen und Schiffsbauwerken.

Tabelle 1: Pfandbriefspezifische Gesetze, Verordnungen und Richtlinien⁵²

Gesetzliche und weitere Meldepflichten ergeben sich zum Teil aus der Zulassung einer Emission zu einem Börsensegment und müssen bei der Emission sowie entsprechender Zulassung beachtet werden.

⁴² Vgl. Smola (2012), S. 210.

⁴³ Vgl. Smola (2012), S. 187.

⁴⁴ Vgl. Smola (2012), S. 214.

⁴⁵ Vgl. Smola (2012), S. 231.

⁴⁶ Vgl. Smola (2012), S. 222.

⁴⁷ Vgl. BaFin (2012), S. 3.

⁴⁸ Vgl. Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates (2004), S.1.

⁴⁹ Vgl. Frisch (2009), § 58 Rn. 2.

⁵⁰ Vgl. Luz (2011), S. 1557.

⁵¹ Vgl. Konesny/Engelhard (2011), S. 2271.

⁵² Quelle: Eigene Darstellung.

2.2.2 Anforderungen der Aufsicht

Neben den Gesetzen und Verordnungen, die in Tabelle 1 dargestellt sind, stellt die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) besondere Anforderungen an das Betreiben des Pfandbriefgeschäftes⁵³. Hierzu zählen spezielle Voraussetzungen, die erfüllt werden müssen, damit einem Kreditinstitut die Lizenz erteilt werden kann. Auch die laufende Aufsicht und Deckungsprüfungen sowie die Bestellung der Treuhänder gehören in den Rahmen der besonderen Anforderungen der BaFin⁵⁴. Im Sinne des § 1 des Kreditwesengesetzes wird das Pfandbriefgeschäft als Bankgeschäft definiert.

Um den Betrieb des Pfandbriefgeschäftes aufzunehmen, bedarf es einer speziellen schriftlichen Erlaubnis⁵⁵. Für jede einzelne Pfandbriefgattung ist eine separate Erlaubnis zu beantragen und die jeweilige Expertise bzgl. der unterschiedlichen Deckungsgeschäfte nachzuweisen⁵⁶.

Im § 2 PfandBG werden die speziellen Voraussetzungen für die Erteilung der Lizenz festgelegt. Danach muss das Kreditinstitut seinen Sitz in Deutschland haben und die Erlaubnis für das Kreditgeschäft im Sinne des KWG besitzen. Jedes Kreditinstitut, das einen Antrag auf Erteilung der Erlaubnis stellt, muss im Erlaubnisverfahren nachweisen, dass die niedergelegten Mindestanforderungen gemäß PfandBG erfüllt werden. Hierzu gehört das Kernkapital, das mindestens 25 Millionen Euro betragen muss⁵⁷. Das Ziel dieser Besonderheit liegt darin, dass sich das Pfandbriefgeschäft durch die Langfristigkeit der Emissionen und Darlehensgewährungen auszeichnet. Eine weitere Begründung für die Anforderung an die Eigenmittel liegt darin, die erhöhten Risiken in Bezug auf Verluste und Liquiditätsengpässe zu kompensieren, das sich aus der Langfristigkeit des Pfandbriefgeschäftes ergibt⁵⁸. Weiterhin schreibt das PfandBG vor, dass der Emittent über ein geeignetes Risikomanagementsystem verfügen muss, das die Steuerung, Überwachung und Kontrolle der Risiken der Deckungsmassen und das darauf basierende Emissionsgeschäft gesondert gewährleisten kann⁵⁹. In diesem Zusammenhang hat eine Pfandbriefbank vor der Aufnahme der Geschäfte in neuen Produkten, Geschäftsarten oder auf neuen Märkten, eine umfassende Risikoanalyse durchzuführen. Im Rahmen des Antragsverfahrens ist der Bundesanstalt ein Geschäftsplan vorzulegen, aus dem hervorgeht, dass das Pfandbriefgeschäft regelmäßig und nachhaltig betrieben wird und dafür ein erforderlicher organisatorischer Aufbau vorliegt⁶⁰. Abschließend sind der organisatorische Aufbau und die Ausstattung der Pfandbriefbanken zu beachten. Bei der Antragstellung für die Erteilung der Lizenz muss nachgewiesen werden, dass diese auf das Pfandbriefgeschäft ausgerichtet sind. Institute, die das Pfandbriefgeschäft betreiben, müssen über Geschäftsleiter verfügen, die die notwendige Expertise im Bereich des Hypothekarkreditgeschäfts, des

⁵³ Vgl. Stünkel/Winkler (2007), S. 41.

⁵⁴ Vgl. Tolckmitt/Stöcker (2011), S. 8 f.

⁵⁵ Vgl. Smola (2012), S. 9.

⁵⁶ Vgl. Tolckmitt/Stöcker (2011), S. 8.

⁵⁷ Vgl. BaFin (2005), S. 2.

⁵⁸ Vgl. Smola (2012), § 2 Rn. 2.

⁵⁹ Vgl. BaFin (2005), S. 2.

⁶⁰ Vgl. Stöcker (2011), § 87 Rn. 11.

Kommunalkreditgeschäfts, des Schiffskreditgeschäfts oder des Flugzeugkreditgeschäfts und dessen Refinanzierung aufweisen⁶¹.

Mit den oben aufgeführten Vorschriften soll die Bildung opportunistischer und kurzfristig orientierter Geschäftsstrategien verhindert werden. Um dies zu erreichen, kann die Bundesanstalt die Erteilung der Lizenz verweigern, wenn die oben aufgeführten Voraussetzungen nicht eingehalten werden. Ein Grund für die Aufhebung der Erlaubnis zum Betreiben des Pfandbriefgeschäfts ist, wenn die Bundesanstalt feststellt, dass die Pfandbriefbank seit mehr als zwei Jahren keine Pfandbriefe emittiert hat und es nicht zu erwarten ist, dass dies innerhalb der nächsten sechs Monate der Fall sein wird⁶². Kommt es zu einem Entzug der Lizenz, so kann die BaFin die Abwicklung der Deckungsmassen durch einen Sachwalter anordnen⁶³.

Eine Pfandbriefbank unterliegt neben der allgemeinen Bankaufsicht einer speziellen öffentlichen Aufsicht durch die BaFin bzgl. der Einhaltung des PfandBG und der dazu erlassenen Richtlinien und Verordnungen⁶⁴. Die Durchführung der laufenden Aufsicht obliegt dem für das Kreditinstitut zuständigen Referat der BaFin. Um die Funktion des Pfandbriefmarktes sicherzustellen, ist seine durchgängig hohe, über alle Emittenten hinweg, möglichst gleichförmige Sicherheit erforderlich. Aus diesem Grund erfolgt die besondere Aufsicht über die Pfandbriefbanken nach einheitlichen Grundsätzen. Hierzu hat die BaFin im Rahmen einer Umorganisation das sogenannte „Pfandbriefkompetenzcenter I – Grundsatzfragen“ und „Pfandbriefkompetenzcenter II – Deckungsprüfungen“ eingerichtet um eine einheitliche Anwendung und Auslegung des PfandBG zu gewährleisten sowie einheitliche Prüfungsmaßstäbe im Rahmen der Deckungsprüfungen anzuwenden⁶⁵. Die Deckungsprüfungen spielen neben der laufenden Aufsicht eine bedeutende Rolle für das Pfandbriefgeschäft. Im Rahmen der Deckungsprüfungen werden die in den Deckungsmassen befindlichen Vermögenswerte stichprobenartig geprüft. In der Regel erfolgt die Deckungsprüfung alle zwei Jahre⁶⁶.

Die Einhaltung der Bestimmungen über die Deckung der Pfandbriefe, wird von einer unabhängigen Person geprüft, dem sog. Treuhänder⁶⁷. Der Treuhänder ist ein neutraler Amtsträger, auch gegenüber der BaFin, an deren Weisungen er sich nicht zu halten braucht, obwohl die Aufsicht ihn nach Anhörung der Pfandbriefbank zu seinem Amt bestellt⁶⁸. Zu beachten ist, dass der Treuhänder sogar zu den Pfandbriefgläubigern der von ihm überwachten Pfandbriefbank oder den Schuldern, gegen die sich die Forderungen des Kreditinstituts richten, die die Deckungswerte bilden, in keinem Abhängigkeitsverhältnis steht⁶⁹. Auf Wunsch der BaFin hat der Treuhänder Auskunft über die von ihm im Rahmen seiner Tätigkeit getroffenen Feststellungen und Beobachtungen zu erteilen. Der Treuhänder muss ohne wirtschaftliche Interessen

⁶¹ Vgl. Stöcker (2011), § 87 Rn. 11.

⁶² Vgl. Smola (2012), S. 10.

⁶³ Vgl. Euler et al. (2012), S. 11.

⁶⁴ Vgl. Stünkel/Winkler (2007), S. 41.

⁶⁵ Vgl. Stöcker (2011), § 87 Rn. 13.

⁶⁶ Vgl. PfandBG (2011), § 3.

⁶⁷ Vgl. Stöcker (2011), § 87 Rn. 24.

⁶⁸ Vgl. Labe (2010), S. 35.

⁶⁹ Vgl. Labe (2010), S. 35.

handeln. In diesem Zusammenhang darf er weder im Beschäftigungsverhältnis mit der Pfandbriefbank stehen, noch als Anwalt oder Wirtschaftsprüfer der Pfandbriefbank agieren⁷⁰.

Der Treuhänder hat darauf zu achten, dass der festgesetzte Beleihungswert der Objekte gemäß der geltenden Beleihungswertverordnung der jeweiligen Pfandbriefgattung von der Pfandbriefbank bestimmt wurde. Allerdings überprüft er den Wert auf Plausibilität und nicht darauf, ob der ermittelte Beleihungswert dem tatsächlichen Beleihungswert entspricht. Eine weitere Funktion des Treuhänders liegt darin, dass vor jeder Pfandbriefemission eine Bescheinigung des Treuhänders erforderlich ist. Der Treuhänder bestätigt damit, dass eine ausreichende Deckung für die betreffende Pfandbriefgattung vorhanden ist und die jeweiligen Deckungswerte auch in das Deckungsregister eingetragen sind⁷¹. Werden Pfandbriefe aus dem Umlauf genommen, so ist eine Zustimmung des Treuhänders erforderlich⁷².

2.2.3 Qualität der Deckungswerte

Die Qualität der Deckungswerte nimmt im Pfandbriefgeschäft eine bedeutende Rolle ein. Denn nicht alle von einer Pfandbriefbank vergebene Kredite sind deckungsstockfähig. Deckungsstockfähig sind nur Deckungswerte, die für die jeweilige Pfandbriefgattung im PfandBG zugelassen sind. Die Zulassungskriterien sind für Hypothekenspfandbriefe in §§ 12 bis 19 PfandBG, für Öffentliche Pfandbriefe in § 20 PfandBG, für Schiffspfandbriefe in §§ 21 bis 26 PfandBG und für Flugzeugpfandbriefe in §§ 26a bis 26f PfandBG geregelt⁷³. In diesen Vorschriften wird genau festgehalten, welche Werte unter welchen Voraussetzungen zur Deckung der jeweiligen Pfandbriefgattung verwendet werden dürfen⁷⁴. Anzumerken ist, dass die Deckungsmasse bei allen vier Pfandbriefgattungen aus ordentlichen und weiteren Deckungswerten besteht⁷⁵.

Für die ordentliche Deckung von Hypothekenspfandbriefen dürfen nur Hypotheken eingesetzt werden, die den geforderten Erfordernissen des PfandBG entsprechen⁷⁶. Neben der dargestellten ordentlichen Deckung dürfen für die Hypothekenspfandbriefe auch weitere Deckungswerte gemäß § 19 PfandBG verwendet werden⁷⁷. Für eine ordentliche Deckung des Hypothekenspfandbriefes können sowohl Brief- als auch Buchhypotheken verwendet werden. Der Gesetzgeber ordnet den Hypotheken, den Grundschulden und ausländischen Sicherungsrechten, die eine adäquate Sicherheit bieten, den gleichen Rang zu. Das PfandBG schreibt vor, dass diese Grundpfandrechte⁷⁸ auf Grundstücken lasten müssen. Diese können neben Deutschland auch in einem anderen EU- oder EWR-Staat, in der Schweiz, in den USA, in Kanada oder in Japan liegen⁷⁹. Weiterhin erlaubt der Gesetzgeber auch die Indeckungnahme einer Forderung, die

⁷⁰ Vgl. Labe (2010), S. 35.

⁷¹ Vgl. Euler et al. (2012), S. 13.

⁷² Vgl. Euler et al. (2012), S. 13.

⁷³ Vgl. Koppmann (2009), S. 166.

⁷⁴ Vgl. Koppmann (2009), S. 166.

⁷⁵ Vgl. Koppmann (2009), S. 166.

⁷⁶ Die Erfordernisse sind in den §§ 13 bis 17 des PfandBG definiert.

⁷⁷ Vgl. Koppmann (2009), S. 166.

⁷⁸ Der Begriff „Grundpfandrecht“ ist ein Oberbegriff für Grundschulden und Hypotheken.

⁷⁹ Vgl. Tolckmitt/Stöcker (2012), S. 9.

durch ein Grundpfandrecht gesichert ist, das auf einem grundstücksgleichen Recht bestellt wurde. Hierunter fallen insbesondere das Wohneigentum und das Erbbaurecht⁸⁰. Beleihbar sind Immobilien, die sowohl zu gewerblichen als auch zu Wohnzwecken genutzt werden. Das PfandBG schreibt keinen konkreten Verwendungszweck für das Darlehen vor. Wichtig ist nur, dass das Darlehen grundpfandrechtlich gesichert ist⁸¹. Für die Deckung der Hypothekendarlehen können auch Werte verwendet werden, die von anderen Kreditinstituten für die Pfandbriefbank treuhänderisch gehalten werden. Allerdings muss in einem solchen Fall gewährleistet werden, dass im Rahmen einer Insolvenz des verwaltenden Institutes ein Aussonderungsrecht der Pfandbriefbank besteht⁸². Im Rahmen des deckungsfähigen Auslandsgeschäftes der Pfandbriefbanken ist zu beachten, dass der Anteil der Finanzierungen, bei denen das Insolvenzvorrecht der Pfandbriefgläubiger nicht sichergestellt ist, das gesetzlich festgelegte Limit von 10 % der Hypothekendeckungswerte nicht überschreiten darf. Von dieser Regelung sind die EU-Staaten ausgenommen, da bedingt durch die EU-rechtliche Bestimmungen das Insolvenzvorrecht gegeben ist⁸³.

Die hohe Sicherheit des Hypothekendarlehens wird dadurch gewährleistet, dass Immobilienfinanzierungen nur bis zu der Beleihungsgrenze von 60 % des Beleihungswertes in Deckung genommen werden können⁸⁴. Der Beleihungswert ist dadurch gekennzeichnet, dass nur die langfristigen, nachhaltigen Merkmale einer Immobilie Berücksichtigung finden. Demnach darf der Beleihungswert keine spekulativen Elemente berücksichtigen und den Verkehrswert der Immobilie nicht überschreiten⁸⁵. Der Gesetzgeber möchte damit bezwecken, dass der Beleihungswert im Vergleich zum Marktwert keine bzw. nur geringe Schwankungen aufweist. Der Unterschied zwischen den beiden Werten ist jedoch nicht immer gleich, wodurch die Anwendung eines einfachen Abschlagverfahrens nicht möglich ist. Dieser wird vielmehr durch die Erwartungshaltung des Marktes in die zukünftige Preisentwicklung der entsprechenden Immobilie bestimmt. Abbildung 2 stellt exemplarisch den Beleihungswert vs. Marktwert dar.

⁸⁰ Vgl. Stöcker (2011), § 87 Rn. 35.

⁸¹ Vgl. Stöcker (2011), § 87 Rn. 33.

⁸² Vgl. Hagen (2008b), S. 9.

⁸³ Vgl. Tolckmitt/Stöcker (2012), S. 9.

⁸⁴ Für ausführliche Vorschriften zur Beleihungswertermittlung sowie zu den Anforderungen an die Qualifikation und die organisatorische Einbindung des Beleihungsgutachters vgl. Crimmann (2011), S. 89 ff.

⁸⁵ Vgl. Grill/Perczynski (2008), S. 439.

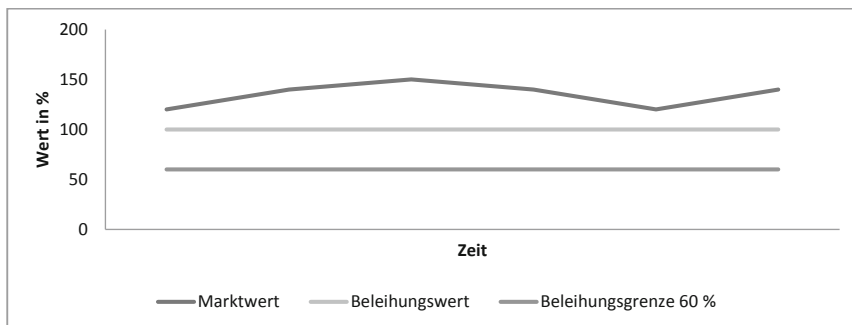


Abbildung 2: Exemplarische Gegenüberstellung des Beleihungs- und Marktwertes⁸⁶

Zu beachten ist, dass die Beleihungsgrenze von 60 % nicht automatisch bedeutet, dass ein Kredit nur deckungsfähig ist, wenn dieser bis zu dieser Höhe ausgegeben wird. Dies bezieht sich vielmehr auf den deckungsfähigen Teil, der diese Grenze nicht überschreiten darf⁸⁷. Um dies zu ermöglichen, wird in der Regel eine Finanzierung in zwei Kreditbestandteile aufgeteilt. Der Realkredit darf nur bis zu 60 % des Beleihungswertes vergeben werden und ist in der Regel durch ein erstrangig eingetragenes Grundpfandrecht zu besichern. Der Anteil, der über die 60 %-Grenze hinaus geht, wird als gedeckter Personalkredit bezeichnet⁸⁸. Abschließend ist anzumerken, dass das PfandBG verlangt, dass die beliehenen Immobilien gegen die nach Lage und Art des Objektes erheblichen Risiken versichert sein sollten⁸⁹.

Die Deckung Öffentlicher Pfandbriefe darf gemäß § 20 PfandBG aus Geldforderungen aus der Vergabe von Darlehen, aus Schuldverschreibungen oder einem vergleichbaren Rechtsgeschäft bestehen. Zu beachten ist, dass nur folgende Schuldner in Betracht kommen⁹⁰:

- Mitgliedstaaten der EU, Vertragsstaaten der EWR und deren unterstaatliche Stellen
- Drittstaaten (Schweiz, Japan, Kanada und USA)
- Anstalten des öffentlichen Rechts mit Anstaltslast und Gewährträgerhaftung, mit einer Refinanzierungsgarantie oder dem gesetzlichen Recht zur Erhebung von Gebühren, Umlagen und anderen Abgaben, inländische Körperschaften
- Exportkreditversicherer mit Sitz in einem EU-/EWR-Staat, sofern der Versicherer die Anforderungen an eine „öffentliche Stelle“ im Sinne von Art.4 Nr. 18 der EU-Bankenrichtlinie (RL 2006/48/EG) erfüllt
- Öffentliche Stelle eines EU- oder EWR-Staates
- die Europäische Zentralbank sowie multilaterale Entwicklungsbanken und internationale Organisationen im Sinne der EU-Bankenrichtlinie
- die Zentralbanken der o.g. deckungsfähigen Staaten

⁸⁶ In Anlehnung an: Rudolf/Saunders (2009), S. 37.

⁸⁷ Vgl. PfandBG (2011), § 14.

⁸⁸ Vgl. Grill/Perczynski (2008), S. 439.

⁸⁹ Vgl. PfandBG (2011), § 15.

⁹⁰ Vgl. Hagen (2008a), S. 538 f.

Seit Juli 2005 existiert keine Gewährträgerhaftung für öffentlich-rechtliche Kreditinstitute mehr. Demnach sind insbesondere die Forderungen gegen Sparkassen und Landesbanken nicht mehr deckungsfähig⁹¹. Diese Werte können allerdings in die Deckung genommen werden, wenn sie nach der Verständigung zwischen der Bundesregierung und der Europäischen Kommission vom 22. März 2002 weiterhin über eine staatliche Garantie besitzen⁹². Für Forderungen gegen Schuldner aus Drittstaaten, bei denen das Insolvenzvorrecht der Pfandbriefgläubiger nicht sichergestellt ist, gilt die gleiche Grenze wie bei den Hypothekendarlehen von 10 %⁹³.

Bei der Verwendung von Schiffshypotheken als Deckungswerte sind ebenfalls hohe Qualitätsanforderungen zu erfüllen. § 21 PfandBG schreibt vor, dass als Deckungswerte für Schiffspfandbriefe nur bestimmte Schiffshypotheken in Deckung genommen werden dürfen, die den Erfordernissen gemäß den §§ 21 bis 26 im PfandBG entsprechen. Danach wird z.B. die Beleihung auf Schiffe beschränkt, die in einem öffentlichen Register eingetragen sind. Die Indeckungnahme von noch nicht fertig gestellten und in Betrieb genommenen Schiffen ist begrenzt. Diese dürfen 20 % des Gesamtbetrages der zur Deckung der Schiffspfandbriefe verwendeten Schiffshypotheken nicht übersteigen⁹⁴. Die eingetragenen Schiffe dürfen nicht älter als 20 Jahre sein. Ebenso wie Immobilienbeleihungen dürfen Schiffsbeleihungen nur mit einem Betrag von bis zu 60 % des Beleihungswertes des Schiffes in Deckung genommen werden⁹⁵. Die Anforderungen an die Ermittlungen des Schiffsbeleihungswertes werden in der Schiffsbeleihungswertermittlungsverordnung geregelt⁹⁶. Die Deckungsfähigkeit von Schiffskrediten ist an besondere Anforderungen wie z.B. Maximallaufzeit der Kredite gebunden. Die vereinbarte Darlehensdauer darf eine maximale Laufzeit von 15 Jahren betragen⁹⁷. Besondere Vorschriften gelten auch für die Beleihung von Schiffen oder Schiffsbauwerke, die im Ausland registriert sind. Diese Beleihungen, die außerhalb der EU liegen und bei denen das Insolvenzvorrecht nicht sichergestellt ist, dürfen maximal 20 % des Deckungsstockes betragen⁹⁸.

Im Zusammenhang mit der Novelle des PfandBG im Jahr 2009 wurden wesentliche Neuerungen für das Flugzeugpfandbriefgeschäft eingeführt. Die Neuerungen bestehen in der Zulassung durch Flugzeughypotheken gesicherter Darlehensforderungen als Deckungswerte für den Flugzeugpfandbrief⁹⁹. Dem Flugzeugpfandbrief liegt wie dem Hypothekendarlehen, Öffentlichen Pfandbrief und dem Schiffspfandbrief eine eigene Deckungsmasse zugrunde. Das entscheidende, qualitativ hochwertige und verlässliche Sicherungsinstrument bei Flugzeugpfandbriefen stellt das Registerpfandrecht an Luftfahrzeugen dar. Die Vorschriften zum Registerpfandrecht sind mit den Regelungen zu Schiffshypotheken, welche wiederum Paralle-

⁹¹ Vgl. Stöcker (2011), § 87 Rn. 47.

⁹² Vgl. Foshag (2006), S. 56.

⁹³ Vgl. Tolckmitt/Stöcker (2012), S. 11.

⁹⁴ Vgl. Sommer (2006), S. 42.

⁹⁵ Vgl. Schulze/Adams (2006), S. 43.

⁹⁶ Vgl. Hagemeister (2008), S. 32.

⁹⁷ Vgl. Sommer (2006), S. 42.

⁹⁸ Vgl. Tolckmitt/Stöcker (2012), S. 12.

⁹⁹ Vgl. Reuleaux (2010), S. 37.

len zum Hypothekenrecht aufweisen, weitgehend identisch¹⁰⁰. Diese wurden vom Gesetzgeber bewusst sehr eng an die bereits etablierten Regelungen zum Schiffspfandbrief angelehnt, um deutlich zu machen, dass Flugzeugpfandbriefe im Zusammenhang mit der Struktur denselben Qualitätsanforderungen unterliegen¹⁰¹. Der internationalen Anerkennung von Flugzeughypotheken kommt eine besondere Bedeutung zu. Flugzeuge sind weltweit im Einsatz und können vom Hypothekengläubiger oder Dritten zu Verwertungszwecken festgesetzt werden. Bereits im Jahr 1948 wurde das sogenannte Genfer Pfandrechtsabkommen zur Sicherstellung der gegenseitigen Anerkennung nationaler Flugzeughypotheken geschlossen¹⁰². Das PfandBG schreibt vor, dass grundsätzlich nur Flugzeuge als Deckungswert in Frage kommen, die in einem öffentlichen Register eingetragen sind. Damit soll sichergestellt werden, dass ein im Deckungsstock befindliches Flugzeug jederzeit die verkehrsrechtlichen Anforderungen der jeweils zuständigen Luftverkehrsbehörde erfüllt werden. Nach dem bereits erwähnten Abkommen können auch ausländische Flugzeughypotheken verwendet werden, wenn diese dem Gläubiger eine mit dem Registerpfandrecht vergleichbare Rechtsposition bieten¹⁰³.

Weitere zusätzliche Deckungswerte, die für den Deckungsstock von Flugzeugpfandbriefen verwendet werden dürfen, sind alle Forderungen, die auf die Substanz des Flugzeuges gerichtet sind. Hierzu gehören in der Regel die Ansprüche auf Leistungen aus Herstellergarantien, der Flugzeugversicherung sowie aus Leasingverträgen zugunsten der Pfandbriefgläubiger¹⁰⁴. Auch im Rahmen der Flugzeugpfandbriefe werden seitens des PfandBG besondere Anforderungen an die Deckungswerte gestellt. So muss jedes Flugzeug zu jeder Zeit mindestens zu 110 % der ausstehenden Darlehensforderung versichert sein und darf nur mit amortisierenden Darlehen, die eine Laufzeit von maximal 20 Jahren betragen, finanziert werden. Auch das Alter des Flugzeuges ist bei einer Beleihung auf 20 Jahre beschränkt¹⁰⁵. Die Beleihung darf maximal 60 % des Flugzeugbeleihungswertes betragen. Der Beleihungswert ist nach den Richtlinien der Flugzeugbeleihungswertverordnung zu bestimmen. Die Ermittlung des Flugzeugbeleihungswertes erfolgt grundsätzlich im Rahmen einer vorsichtigen Bewertung unter Berücksichtigung der nachhaltigen Objektmerkmale sowie unter Ausschluss spekulativer Elemente¹⁰⁶.

Um die Liquidität in den Deckungsmassen zu fördern, können bei allen vier Pfandbriefgattungen geeignete Forderungen gegen Kreditinstitute und Forderungen gegen die öffentliche Hand als sogenannte weitere Deckungswerte verwendet werden¹⁰⁷. Die Deckungsmassen deutscher Pfandbriefbanken sind durch eine Vielzahl von Vermögenswerten mit unterschiedlichen Zinsen, Laufzeiten und Währungen gekennzeichnet. Die ausstehenden Pfandbriefe können allerdings in Bezug auf die Laufzeiten, Zinsen und Währungen nicht komplett kongruent mit den Deckungsmassen sein. Auch das Volumen bei den Pfandbriefen deckt sich

¹⁰⁰ Vgl. Reuleaux (2010), S. 38.

¹⁰¹ Vgl. Reuleaux (2010), S. 39.

¹⁰² Vgl. Reuleaux/Reimann (2009), S. 52.

¹⁰³ Vgl. Reuleaux (2010), S. 39.

¹⁰⁴ Vgl. Reuleaux (2010), S. 39.

¹⁰⁵ Vgl. Driese (2011), S. B2.

¹⁰⁶ Vgl. Reuleaux (2010), S. 39.

¹⁰⁷ Vgl. Kullig/Luckow (2012), S. 57.

nicht immer mit den Vermögenswerten aus der Deckungsmasse. Um diese Inkongruenzen zu vermeiden, ist es erforderlich, liquide und flexible Vermögenswerte in den Deckungsmassen zu haben. Zu beachten ist, dass die gattungsklassische Deckungsmasse durch die weitere Deckungswerte nicht verzerrt wird. Deshalb hat der Gesetzgeber eine Obergrenze eingeführt, wonach Forderungen gegen Kreditinstitute nur bis zu 10 % des Gesamtbetrages der jeweiligen Pfandbriefart ausmachen dürfen. Die Forderungen gegen ein einzelnes Kreditinstitut dürfen maximal 2 % der gesamten Deckungsmasse betragen¹⁰⁸.

Als zusätzliche Deckungswerte sind auch Forderungen aus standardisierten Rahmenverträgen über Derivategeschäfte¹⁰⁹ gegen Kreditinstitute, Finanzdienstleistungsinstitute, Versicherungsunternehmen und zentrale Gegenparteien bei einer Börse, beim Bund und mit Bundesländern unter bestimmten Voraussetzungen für alle vier Pfandbriefgattungen zugelassen¹¹⁰. Aus den Inkongruenzen von Deckungsmassen und Pfandbriefen entstehen regelmäßig in den Deckungsmassen Zins- und Währungsrisiken. Die Absicherung dieser Risiken kann durch entsprechende gegenläufige Aktiva oder durch den Einsatz derivativer Instrumente wie z.B. Zins- und Währungsswaps erfolgen. Derivate können ihren Barwert je nach Entwicklung der Zinssätze und Währungskurse kurzfristig verändern. Somit handelt es sich aus Sicht der Pfandbriefbank um eine Forderung, wenn der Barwert positiv ist. Bei einem negativen Wert handelt es sich um eine Verbindlichkeit seitens der Pfandbriefbank gegenüber dem Derivatepartner. Die Verbindlichkeiten werden allerdings nur dann fällig, wenn der Derivatevertrag beendet wird. Im Rahmen des sogenannten „Nettings“ werden die Forderungen und Verbindlichkeiten auf täglicher Basis gegeneinander verrechnet. Auch die einzelnen Derivate sind wie die anderen Deckungswerte in die jeweiligen Deckungsregister einzutragen. Damit die Deckungsmassen keinen übermäßigen Volatilitäten unterliegen und ihr Wesen nicht verändern, darf die Forderung oder die Verbindlichkeit aus der verrechneten Position der Derivate je Deckungsmasse, barwertig 12 % der Deckungswerte und der ausstehenden Pfandbriefe nicht überschreiten¹¹¹. Zudem gelten besondere Anforderungen an die Derivateverträge, falls diese der Deckungsmasse zugeordnet werden.

2.2.4 Führung eines Deckungsregisters

Das PfandBG verlangt, dass alle zuvor genannten Deckungswerte in ein Deckungsregister eingetragen werden müssen, sobald diese als Deckung für die umlaufenden Pfandbriefe dienen¹¹². Für jede einzelne Pfandbriefgattung ist ein separates Deckungsregister zu führen. Hierdurch wird gewährleistet, dass die Identifikation der zur Deckungsmasse gehörenden Vermögensgegenstände eindeutig ist. Die gesetzlichen Vorgaben zum Deckungsregister werden in der Deckungsregisterverordnung dargelegt. Die Deckungsregisterverordnung regelt die Einzelheiten über Form und den notwendigen Inhalt des Deckungsregisters sowie zur vorzunehmenden Eintragungen¹¹³. Werden Derivate als weitere Deckungswerte eingesetzt, so be-

¹⁰⁸ Vgl. Tolckmitt/Stöcker (2012), S. 12.

¹⁰⁹ Für ausführliche Darstellung von Derivaten vgl. Zantow/Dinauer (2011), S. 362 ff. und Hull (2011), S. 105 ff.

¹¹⁰ Vgl. Hagen (2008a), S. 540 f.

¹¹¹ Vgl. Tolckmitt/Stöcker (2012), S. 13 f.

¹¹² Vgl. Hagen (2008a), S. 542.

¹¹³ Vgl. Euler et al. (2012), S. 14.

darf deren Eintragung der Derivatepartner und des Treuhänders. Dies ist ein Resultat aus den dargestellten Besonderheiten von Derivaten als Deckungswerte. Die Pfandbriefbanken können für sich selbst festlegen, ob sie ihre Deckungsregister elektronisch führen wollen oder traditionell in Papierform. Eine explizite Vorgabe hierfür gibt es nicht. Als Nachweis für die bestehenden Deckungsregister sind die Pfandbriefbanken dazu verpflichtet, der BaFin regelmäßig die Deckungsregister zu übermitteln¹¹⁴. Das Deckungsregister nimmt eine bedeutende Stellung im Insolvenzfall der Pfandbriefbank ein. Denn alle Deckungswerte, die zugunsten der Pfandbriefgläubiger in das jeweilige Deckungsregister eingetragen sind, werden im Falle einer Insolvenz des Emittenten zur Befriedigung der Ansprüche der Pfandbriefinvestoren verwendet¹¹⁵.

2.2.5 Aktive Verwaltung der Deckungsmassen zur Sicherung der Deckungskongruenz

Die Sicherheit des Pfandbriefes ist dadurch gekennzeichnet, dass der Zahlungsanspruch der Pfandbriefgläubiger gegen die Pfandbriefbank durch die Deckungsmassen besichert ist. Wie bereits dargestellt, wird die Deckungsmasse im Rahmen einer Insolvenz der Pfandbriefbank vorrangig den Pfandbriefgläubigern zur Befriedigung ihrer Forderungen zugeordnet. Vor diesem Hintergrund ist es besonders wichtig, dass die Deckungsmassen genügend Deckungswerte aufweisen, damit die Ansprüche der Pfandbriefgläubiger fristgerecht erfüllt werden. Um dies zu gewährleisten, wird im § 4 PfandBG vorgeschrieben, dass die im Umlauf befindlichen Pfandbriefe sowohl nominal als auch barwertig jederzeit durch die jeweiligen Deckungsmassen gedeckt sind. Die methodische Vorgehensweise der Barwertberechnung wird ausführlich in der Barwertverordnung aufgeführt. Gemäß der Barwertverordnung werden drei Berechnungsmethoden mit unterschiedlichen fiktiven Veränderungen von Zinssätzen und Wechselkursen für die Bestimmung des Barwerts zugelassen¹¹⁶.

Neben der vorgeschriebenen Deckungskongruenz muss des Weiteren eine barwertig sichernde Überdeckung in Höhe von 2 % der zu deckenden Pfandbriefverbindlichkeiten vorgehalten und in besonders liquide Vermögenswerte angelegt werden¹¹⁷. Damit sollen die eintretenden Risiken bei einer Insolvenz der Pfandbriefbank sowie die entstandenen Verwaltungsaufwendungen abgedeckt werden. Ein weiterer wichtiger Faktor ist in diesem Zusammenhang die Steuerung der Liquidität. In der Praxis halten die Pfandbriefbanken eine deutlich höhere Überdeckung als die vorgeschriebenen 2 %. Dies resultiert daraus, dass die Ratingagenturen für die beste Ratingnote der Pfandbriefe eine erhöhte Überdeckung verlangen¹¹⁸.

Die Deckungsmassen der Pfandbriefe sind sehr dynamisch, da ihre Zusammensetzung im Zeitablauf wegen der Fälligkeiten und der Hereinnahme neu registrierter Deckungswerte ständig variiert. In diesem Zusammenhang werden Kredite getilgt oder aus anderen Gründen aus der Deckung genommen und durch neue ersetzt und neues Geschäft in Deckung genommen, um neue Pfandbriefe auf den Markt zu bringen. Dieser Sachverhalt erfordert, dass die

¹¹⁴ Vgl. Hagen (2008a), S. 542.

¹¹⁵ Vgl. Euler et al. (2012), S. 14.

¹¹⁶ Vgl. Tolckmitt/Stöcker (2012), S. 14.

¹¹⁷ Vgl. Homey/Spies (2011), S. 13.

¹¹⁸ Vgl. Kullig (2011), S. 21.

Deckungsmassen zwecks jederzeitiger Deckungskongruenz der Pfandbriefe aktiv verwaltet werden. Hierzu zählt das PfandBG die Identifizierung, Beurteilung, Überwachung und Steuerung aller relevanten Risiken wie z.B. Zinsänderungs-, Währungs-, Adressausfall- und sonstige Marktpreisrisiken, operationelle Risiken und Liquiditätsrisiken¹¹⁹. Im § 27 PfandBG ist eine Begrenzung all dieser Risikoarten vorgeschrieben.

Insbesondere das Liquiditätsrisiko wurde durch die Novelle des PfandBG im Jahr 2009 mit Vorschriften zur Steuerung des kurzfristigen Liquiditätsrisikos konkretisiert. Hiernach ist sicherzustellen, dass der maximale kumulierte Liquiditätsbedarf der nächsten 180 Tage durch Werte, die als sichernde Überdeckung verwendet werden können, und andere liquide¹²⁰ Deckungswerte gedeckt wird¹²¹. Die Ermittlung des Liquiditätsbedarfs ist in folgender Weise durchzuführen. Im ersten Schritt ist die Summe der erwarteten Zuflüsse aus den Deckungswerten für jeden der 180 Tage und die Summe der erwarteten Abflüsse der ausstehenden Pfandbriefe gegenüberzustellen. Im nächsten Schritt werden die einzelnen Tagesdifferenzen vom aktuellen Tag bis zu jedem der 180 Folgetage aufsummiert. Der größte aufsummierte negative Wert innerhalb dieser 180 Werte kennzeichnet den maximalen kumulierten Liquiditätsbedarf. Dieser ist am Tag der Berechnung durch weitere Deckungswerte abzudecken¹²².

2.3 Ablauf einer Pfandbriefemission

Grundsätzlich wird unter einer Emission die erste Ausgabe und Platzierung von Wertpapieren im Sinne des Kapitalmarktrechts durch einen Aussteller, den Emittenten verstanden¹²³. Die Erstausgabe der Pfandbriefe erfolgt auf dem Primärmarkt, der sehr unterschiedlicher Art sein kann¹²⁴. Hierzu wird von den Pfandbriefbanken in der Regel ein Emissionskonsortium beauftragt. Das Emissionskonsortium führt die Platzierung der Pfandbriefe am Kapitalmarkt durch und berät und begleitet den Emittenten in den verschiedenen Phasen der Emission¹²⁵. Die Emission der Pfandbriefe dient den Emittenten zur Beschaffung von Fremdkapital¹²⁶.

In Abbildung 3 werden die Phasen einer Pfandbriefemission dargestellt und anschließend in den folgenden Kapiteln ausführlicher beschrieben.

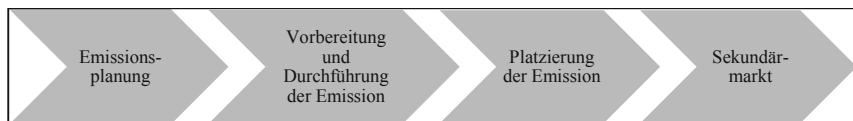


Abbildung 3: Phasen einer Pfandbriefemission¹²⁷

¹¹⁹ Vgl. Tolckmitt/Stöcker (2012), S. 15.

¹²⁰ Hierzu gehören insbesondere EZB-fähige Werte.

¹²¹ Vgl. Stöcker (2011), § 87 Rn. 20 b.

¹²² Vgl. Stöcker (2011), § 87 Rn. 20 b.

¹²³ Vgl. Bartz (2009), Rn. 1.

¹²⁴ Vgl. Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber (2010), S. 357.

¹²⁵ Vgl. Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber (2010), S. 357.

¹²⁶ Vgl. Blättchen (2010), S. 496.

¹²⁷ In Anlehnung an: https://xetra.com/xetra/dispatch/de/binary/gdb_content_pool/imported_files/pub_lic_files/10_downloads/33_going_being_public/10_products/332_gp_checklist/GP_checklist.pdf, Stand 02.03.2013.

2.3.1 Emissionsplanung

Im Rahmen der Emissionsplanung sind grundlegende Entscheidungen vom Emittenten zu treffen. Hierzu gehören unter anderem die Emissionswege, auf denen die Wertpapiere vom Emittenten zum Anleger geraten. Wie Abbildung 4 darstellt, sind die Emissionswege nach Emissionsart, Platzierungsart und Emissionskosten zu klassifizieren.

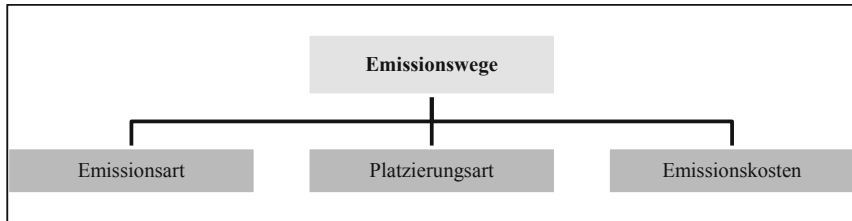


Abbildung 4: Emissionswege im Rahmen einer Pfandbriefemission¹²⁸

Eine Platzierung des Pfandbriefes kann grundsätzlich auf zwei Emissionsarten erfolgen¹²⁹. Zum einen kann der Emittent im Zuge der Selbstemission¹³⁰ die Pfandbriefe bei den potenziellen Anlegern selbst platzieren. Einen bedeutenden Vorteil haben in diesem Zusammenhang diejenigen Pfandbriefbanken, die für den Absatz dieser Produkte auf ein umfangreiches Filialsystem zurückgreifen können und über entsprechendes Know-how verfügen. Pfandbriefemittenten nehmen eine besondere Stellung im Rahmen der Selbstemission ein, da sie in der Regel zu den Daueremittenten gehören und in regelmäßigen Abständen gemäß ihrem Emissionskalender Pfandbriefe emittieren¹³¹. Dabei handelt der Emittent im eigenen Namen und auf eigene Rechnung. Somit tragen die Pfandbriefbanken auch das Risiko, die Pfandbriefe nicht vollständig platzieren zu können. Da manche Emittenten dieses Risiko nicht eingehen wollen und zudem nicht über das entsprechende Sachwissen sowie die notwendigen Beziehungen zu einer ausreichenden Anzahl von Investoren verfügen, kommt es in der Praxis oft vor, dass die Pfandbriefbanken sich für eine Fremdemission entscheiden¹³².

Eine Fremdemission ist dadurch gekennzeichnet, dass die Platzierung der Pfandbriefe nicht vom Emittenten selbst, sondern von einem oder mehreren anderen Kreditinstituten übernommen wird. In den meisten Fällen wird eine Emission nicht durch eine einzelne Bank durchgeführt. In der Regel wird zu diesem Zweck ein Emissionskonsortium gebildet¹³³. Das Emissionskonsortium stellt eine Vertragsgesellschaft des bürgerlichen Rechts dar, die zur gemeinsamen Durchführung eines bestimmten Geschäftes gebildet wird¹³⁴. Die wichtigsten Gründe für eine Bildung des Konsortiums sind Risikosteuerung, Verstärkung der Platzierungskraft,

¹²⁸ In Anlehnung an: Becker/Peppmeier (2000), S. 202.

¹²⁹ Eine dritte Emissionsvariante wäre das Poolverfahren, welches bei kleineren Kreditinstituten eingesetzt wird.

¹³⁰ Selbstemission ist ein Synonym für Eigenemission.

¹³¹ Vgl. Eilenberger (2012), S. 287 f.

¹³² Vgl. Langendorf (2006), S. 36.

¹³³ Vgl. Sauter (2010), S. 420.

¹³⁴ Vgl. Sauter (2010), S. 420.

Berücksichtigung bestehender Bankverbindungen sowie Prestigeerwägungen¹³⁵. Der Geschäftszweck des Emissionskonsortiums liegt in der Unterbringung der betreuten Emission und der nachfolgenden Markt- und Kurspflege, die das Ziel anstreben, zu verhindern, dass die Pfandbriefe kurz nach dem Verkauf im Kurs zu stark absinken oder auch zu stark ansteigen¹³⁶. Innerhalb einer solchen Fremdemission sind grundsätzlich zwei Vertragsverhältnisse zugrunde zu legen. Zum einen ist ein Emissionsvertrag erforderlich, der das Rechtsverhältnis zwischen dem Emittenten und dem für ihn tätigen Konsortium festlegt. Zum anderen ist ein Konsortialvertrag notwendig, der die Beziehungen der zu einer Gesellschaft bürgerlichen Rechts gemäß §§ 705 ff. BGB zusammengeschlossenen Konsortialbanken untereinander regelt¹³⁷.

Die Emission von Pfandbriefen erfolgt meistens über das traditionelle Festpreisverfahren. In diesem Zusammenhang ist je nach Ausmaß der im Emissionsvertrag festgelegten Aufgaben zwischen den folgenden drei Arten von Emissionskonsortien zu unterscheiden¹³⁸:

Das kombinierte Übernahme- und Begebungskonsortium stellt in Deutschland die am häufigsten anzutreffende Form dar. Hierbei übernehmen die Konsortialbanken die gesamte Emission zu einem fest vereinbarten Kurs und verpflichten sich, sie zeitnah den Investoren zur Zeichnung anzubieten oder freihändig an die eigene Kundschaft zu veräußern. Bei einer nicht vollständigen Platzierung der Emission verbleiben die Wertpapiere je nach den vereinbarten Quoten im Konsortialvertrag bei den Mitgliedern des Konsortiums. Bei einer Überzeichnung hingegen führt das Konsortium eine Rationierung durch. Innerhalb einer solchen Rationierung kann es vorkommen, dass die Investoren verschiedener Konsortialbanken je nach deren Konsortialquoten unterschiedlich starke Kürzungen ihrer Aufträge akzeptieren müssen¹³⁹.

Bei einem Begebungskonsortium fungieren die teilnehmenden Banken als Kommissionäre. Sie veräußern die Pfandbriefe im Auftrag der Emittenten auf deren Rechnung. Somit gehen die Konsortien kein Emissionsrisiko ein und handeln nur als Geschäftsbesorger. Die Vergütung für die Tätigkeit besteht in einer Bonifikation bestimmter Höhe. In diesem Zusammenhang leistet das Konsortium weder einen Kapitaleinsatz, noch trägt es das Platzierungsrisiko. Der Emittent profitiert primär von der Platzierungskraft des Konsortiums. Insbesondere bei Pfandbriefen und allgemein bei Anleihen, findet diese Art des Konsortiums aufgrund der einseitigen Risikoverteilung in der Praxis wenig Anwendung¹⁴⁰.

Handelt es sich um ein Übernahmekonsortium, so zeichnen die Konsortialbanken die gesamte Emission zunächst selbst und übernehmen die Pfandbriefe in die eigenen Bücher. Der Emittent hat bei dieser Art des Konsortiums den großen Vorteil, dass er sofort über den Gegenwert der Emission frei verfügen kann¹⁴¹. Das vollständige Risiko der Platzierung der Emission

¹³⁵ Vgl. Ekkenga (2008), Rn. 314.

¹³⁶ Vgl. Ekkenga (2008), Rn. 314.

¹³⁷ Vgl. Bitz/Stark (2008), S. 159.

¹³⁸ Vgl. Bitz/Stark (2008), S. 159.

¹³⁹ Vgl. Bitz/Stark (2008), S. 160.

¹⁴⁰ Vgl. Eilenberger (2012), S. 289.

¹⁴¹ Vgl. Sauter (2010), S. 420.

trägt in diesem Fall das Konsortium¹⁴². Die Vergütung der Konsortien liegt in der Differenz zwischen dem vereinbarten Emissionskurs und dem tatsächlichen Übernahmekurs. In der Praxis werden Übernahmekonsortien sehr oft für Kapitalerhöhungen aber auch für Anleihen und somit für die Emission von Pfandbriefen eingesetzt¹⁴³.

Bereits in der Planungsphase einer Pfandbriefemission muss sich der Emittent über die geeignete Wahl der Platzierungsart Gedanken machen. Grundsätzlich kann eine Platzierung entweder öffentlich oder privat erfolgen¹⁴⁴. Die erstgenannte Platzierungsart richtet sich insbesondere an die Gesamtheit aller möglichen Anleger. Die Privatplatzierung richtet sich hingegen nur an einen begrenzten, individuellen und bestimmten Personenkreis¹⁴⁵.

Innerhalb der öffentlichen Platzierung ist zwischen der öffentlichen Zeichnung, dem freihändigen Verkauf und der Platzierung über die Börse zu unterscheiden. Die Auflegung zur öffentlichen Zeichnung, auch Subskription genannt, stellt die wichtigste Platzierungsart im Emissionsgeschäft dar. Hierbei veröffentlicht der Emittent bzw. das Emissionskonsortium Zeichnungsprospekte, mit denen die interessierten Investoren zur Zeichnung innerhalb einer festgelegten Frist aufgefordert werden. Mit der jeweiligen Zeichnung verpflichten sich die Investoren, Wertpapiere bis zu einem bestimmten Betrag zu erwerben. Nach Ablauf der Zeichnungsfrist werden die Wertpapiere zugeteilt¹⁴⁶.

Die Platzierung über die Börse spielt heutzutage in der Praxis im Vergleich zur öffentlichen Zeichnung und zum freihändigen Verkauf nur eine untergeordnete Rolle. Diese Platzierungsart kommt in der Praxis nur zur Anwendung, falls Restbestände von Wertpapieren untergebracht werden müssen¹⁴⁷.

Für Pfandbriefemissionen wird regelmäßig der freihändige Verkauf eingesetzt. Dieser ist dadurch gekennzeichnet, dass im Gegensatz zur Subskription die Zeichnung nicht innerhalb einer bestimmten Frist erfolgt. In diesem Zusammenhang entfällt auch die Notwendigkeit der Zuteilung bzw. des Zuteilungsverfahrens. Hierbei bestimmt die Marktlage den Absatz der Emission. Die Pfandbriefe werden ab einem bestimmten Tag zu einem festen Kurs angeboten. Allerdings kann der Kurs geändert werden, sofern dies die Marktverhältnisse erforderlich machen. Daher eignet sich diese Emissionsmethode insbesondere für Daueremittenten und damit auch für die Emission von Pfandbriefen¹⁴⁸.

Erfolgt eine Pfandbriefemission durch eine Privatplatzierung, so werden die Pfandbriefe durch den Emittenten oder das Emissionskonsortium nicht der Öffentlichkeit, sondern einem ausgesuchten Investorenkreis angeboten. Hierzu zählen insbesondere einzelne Großinvestoren, besondere Kunden des Emittenten oder der Konsortialbanken und Partner im Rahmen von Swapgeschäften. Bei den privat platzierten Pfandbriefen kommt es oft vor, dass diese

¹⁴² Vgl. Grundmann (2011), S. 1334.

¹⁴³ Vgl. Eilenberger (2012), S. 289.

¹⁴⁴ Vgl. Heitmann (2007), S. 62.

¹⁴⁵ Vgl. Bartz (2009), Rn. 17.

¹⁴⁶ Vgl. Becker/Peppmeier (2000), S. 202.

¹⁴⁷ Vgl. Becker/Peppmeier (2000), S. 203.

¹⁴⁸ Vgl. Eilenberger (2012), S. 290.

aufgrund der geringen Streuung und der somit erwarteten niedrigen Sekundärmarktliquidität nicht an den Börsen notiert werden¹⁴⁹. Weiterer Vorteil einer Privatplatzierung liegt in der Prospektpflicht. In Deutschland sind Pfandbriefe, die privat platziert werden von den gesetzlichen Prospekt-, Registrierungs-, oder ähnlichen Publizitätspflichten ausgenommen¹⁵⁰. Abbildung 5 veranschaulicht die Verteilung nach öffentlichem Angebot und Privatplatzierung bei den umlaufenden Pfandbriefen. Folglich wird in Abbildung 6 die gleiche Verteilung bei Pfandbriefneuemissionen für die Jahre 2003 bis 2011 dargestellt.

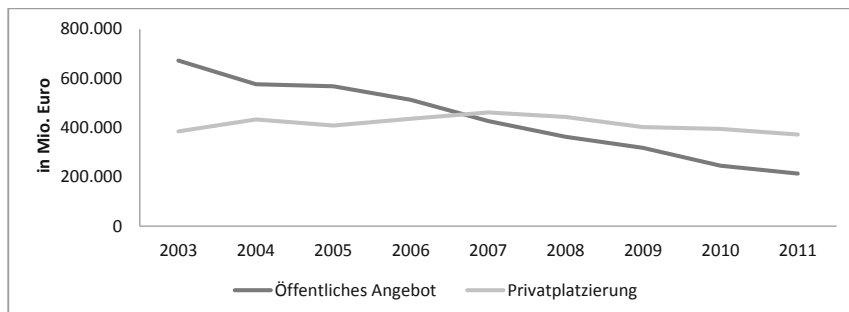


Abbildung 5: Pfandbriefumlauf 2003-2011¹⁵¹

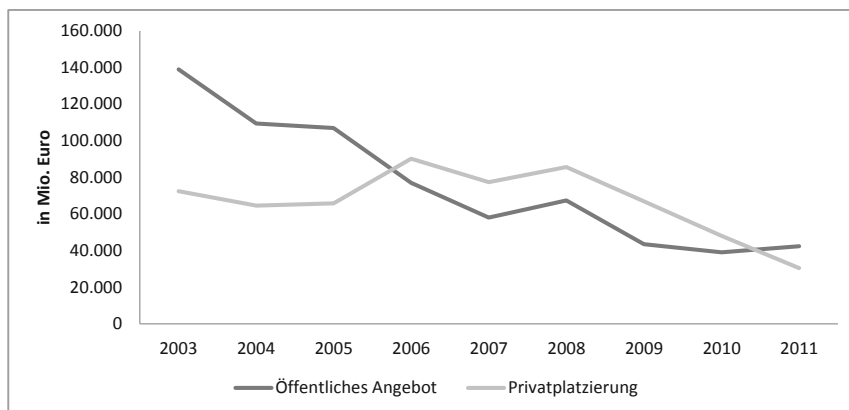


Abbildung 6: Pfandbriefneuemissionen 2003-2011¹⁵²

Alle dargestellten Möglichkeiten sollten insbesondere vor dem Hintergrund der Emissionskosten in den Entscheidungsprozess einbezogen werden. In der Regel ist der kostengünstigste Weg die Selbstemission und die Privatplatzierung. Wie bereits erwähnt, bedienen sich die

¹⁴⁹ Vgl. Becker/Peppmeier (2000), S. 203.

¹⁵⁰ Vgl. Diekmann (2008), Rn. 10.

¹⁵¹ In Anlehnung an: [http://www.pfandbrief.de/cms/_internet.nsf/0/FBE5E670AA9EDF21C1257B_6B004D33A3/\\$FILE/2003_2012_alle%20Daten%20und%20Grafiken.pdf?OpenElement](http://www.pfandbrief.de/cms/_internet.nsf/0/FBE5E670AA9EDF21C1257B_6B004D33A3/$FILE/2003_2012_alle%20Daten%20und%20Grafiken.pdf?OpenElement), Stand 07.03.2013.

¹⁵² In Anlehnung an: [http://www.pfandbrief.de/cms/_internet.nsf/0/FBE5E670AA9EDF21C1257B_6B004D33A3/\\$FILE/2003_2012_alle%20Daten%20und%20Grafiken.pdf?OpenElement](http://www.pfandbrief.de/cms/_internet.nsf/0/FBE5E670AA9EDF21C1257B_6B004D33A3/$FILE/2003_2012_alle%20Daten%20und%20Grafiken.pdf?OpenElement), Stand 07.03.2013.

Emittenten überwiegend der Fremdemission, um einen breiteren Anlegerkreis zu erreichen. Daher müssen noch weitere Kosten im Zusammenhang mit der Pfandbriefemission berücksichtigt werden. Hierbei sind insbesondere die Kosten für das Bankenkonsortium, für die Börse, für die Beratung, für die Kommunikation und die eigenen Personal- und Sachkosten zu nennen¹⁵³.

Weitere Grundlagen für die Planung einer Pfandbriefemission ist die reguläre Refinanzierungsbedarfsplanung bzw. Liquiditätsplanung. Daneben wird durch den Emittenten ein so genannter Emissionskalender erstellt. Dieser dient zum einen der Vereinfachung der internen Planung und Vorbereitung. Ein Emissionskalender verbessert aber auch die Möglichkeiten der Kapitalmarktkommunikation mit Investoren und Ratingagenturen. Innerhalb dieses Rahmens, stellen die internen Bereiche wie z.B. Treasury, Capital Markets, Controlling und Accounting wesentliche Informationen und Analysen über die möglichen Wechselwirkungen bei den Kennzahlen wie z.B. den neuen Basel III Liquiditätskennzahlen¹⁵⁴ und weiteren interne Steuerungskennzahlen. Insbesondere sind die Auswirkungen auf das Zinsänderungsrisiko zu analysieren.

Eine weitere Aufgabe in der Emissionsplanung ist die Prüfung der Deckungsmasse. Das mögliche Emissionsvolumen für einen Pfandbrief ist abhängig von den zur Verfügung stehenden Aktiva (Hypothekenkredite und Sicherheiten) für den Deckungsstock. Potentielle Emissionsvorhaben werden mit dem Treuhänder abgestimmt, um die entsprechende Beschaffenheit (Volumen und Qualität) und ggf. notwendige Zuführungen von ordentlicher Deckung oder Ersatzdeckung vorzeitig zu identifizieren und zu berücksichtigen¹⁵⁵.

Für die Durchführung einer Emission ist durch den Emittenten auch die Emissionsfähigkeit der Bank zum jeweiligen Zeitpunkt zu prüfen. Dies umfasst insbesondere auch die Fragestellung, ob ein Letter of Comfort (LoC) benötigt wird und dieser innerhalb des Planungshorizonts der Emission vom Abschlussprüfer erstellt werden kann. Die Erstellung eines LoC erfolgt regelmäßig auf Verlangen eines Konsortiums. Für die Prüfung der Emissionsfähigkeit ist ebenfalls die Aktualität und Gültigkeit der für einen Verkaufsprospekt vorgesehenen Jahresabschlusszahlen und ggf. Quartalsabschlüsse zu prüfen. Die Aktualität muss auch im Hinblick auf seitdem eingetretene materielle Änderungen gegeben sein¹⁵⁶.

Auch die Festlegung der ersten Emissionsbedingungen sollte in der Planungsphase vollzogen werden. In diesem Zusammenhang muss der Emittent unter Anderem festlegen, um welche Pfandbriefart es sich handeln soll. Zur Auswahl stehen Namenspfandbriefe, Inhaberpfandbriefe und Orderpfandbriefe¹⁵⁷.

Namenspfandbriefe werden auch als Rektapapiere bezeichnet und lauten auf den Namen des Berechtigten. Die Forderung kann nur durch den namentlich benannten Berechtigten oder

¹⁵³ Vgl. Becker/Peppmeier (2000), S. 203.

¹⁵⁴ Diese werden in Kapitel 3 ausführlicher dargestellt.

¹⁵⁵ Vgl. PfandBG (2011), § 4.

¹⁵⁶ Vgl. Langendorf (2006), S. 50.

¹⁵⁷ Vgl. Müller (2011), S. 2000.

seinen Rechtsnachfolger geltend gemacht werden. Die Übertragung der Rechte aus diesen Namenspfandbriefen ist im Vergleich zu den anderen Papieren erheblich erschwert, da diese nur nach den schuldrechtlichen Vorschriften über eine Zession von Forderungen stattfinden kann¹⁵⁸.

Von Inhaberpandbriefen ist die Rede, wenn die Wertpapiere auf den jeweiligen Inhaber lauten und lediglich durch dingliche Einigung und Übergabe übertragen werden. Die Erbringung der geschuldeten Leistung erfolgt an den jeweiligen Inhaber. Grundsätzlich verbriefen sie ein Forderungsrecht des jeweiligen Inhabers des Papiers gegen den Aussteller auf Rückzahlung und Verzinsung des zur Verfügung gestellten Kapitals¹⁵⁹.

Orderschuldverschreibungen sind dadurch gekennzeichnet, dass sie ohne Namensnennung „an Order“ oder auf einen namentlich Berechtigten mit dem Zusatz „oder an Order“ lauten. Das verbiefte Recht kann nur durch den in der Urkunde genannten Berechtigten (bei „an Order“ ist es in der Regel der Aussteller der Urkunde, in anderen Fällen der im Ordervermerk genannte) oder aber durch eine andere Person, die durch den Berechtigten durch ein Indossament benannt wurde, geltend gemacht werden¹⁶⁰.

In der Praxis werden jedoch überwiegend Inhaberpandbriefe emittiert. Abbildung 7 verdeutlicht, dass bei der geläufigsten Pandbriefart – dem Hypothekendpandbrief – der Anteil an Inhaberpandbriefen deutlich größer ist als der Anteil an Namenspfandbriefen bezogen auf das Neuemissionsvolumen im ersten Halbjahr 2009.

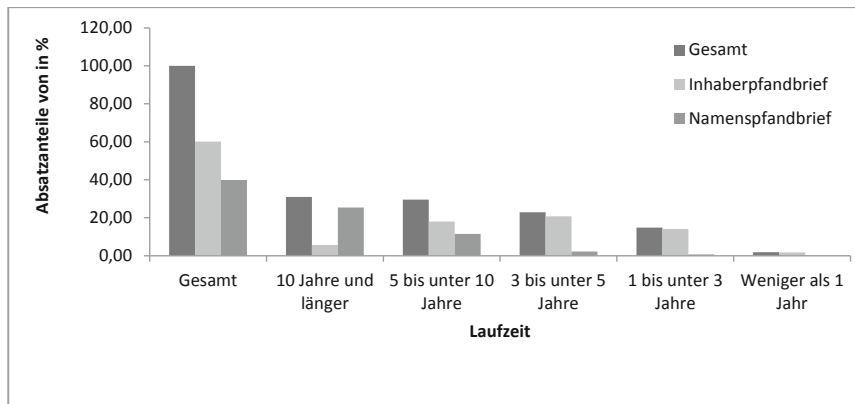


Abbildung 7: Hypothekendpandbriefe – Absatzanteile von Neuemissionen¹⁶¹

In der Planungsphase sind auch die Vorbereitungen und Durchführung einer Roadshow zu initiieren. Generell wird bei der Pandbriefemission ein erweiterter Kreis institutioneller Anleger wie Versicherungen, Banken, Pensionskassen oder Investmenthäuser angesprochen,

¹⁵⁸ Vgl. Zantow/Dinauer (2011), S. 230.

¹⁵⁹ Vgl. Müller (2011), S. 2000.

¹⁶⁰ Vgl. Zantow/Dinauer (2011), S. 230.

¹⁶¹ In Anlehnung an: Winkler (2009), S. 35.

denen die geplante Pfandbriefemission im Rahmen einer Roadshow präsentiert wird. Ziel der Roadshow ist es, das Interesse der institutionellen Investoren für die Emission zu wecken, die Platzierbarkeit zu prüfen und die Bedingungen der Emission (Volumen, Zinssatz, Laufzeit etc.) zu testen¹⁶². Zudem besteht die Möglichkeit, potenziellen Investoren den Emittenten sowie die Spezifika der Emission insbesondere detaillierte Angaben zum Deckungsstock etc. vorzustellen.

Nach dem § 3 Abs. 1 S. 1 des Wertpapierprospektgesetzes (WpPG) besteht grundsätzlich für jedes öffentliche Angebot von Inhaberschuldverschreibungen die Pflicht, einen Wertpapierprospekt zu veröffentlichen¹⁶³. Ausnahmen von der Prospektpflicht sind im derzeit gültigen Wertpapierprospektgesetz geregelt¹⁶⁴. Sollte eine Namensschuldverschreibung begeben werden, kann sich bei einem öffentlichen Angebot die Prospektpflicht nach dem Vermögensanlagengesetz ergeben. Die Erstellung des Prospekts erfolgt in der Regel durch eine Rechtsanwaltskanzlei und, sofern notwendig, in Zusammenarbeit mit dem Konsortialführer (Arrangeur der Emission)¹⁶⁵. Grundsätzlich muss ein Prospekt den Grundsätzen der Prospektwahrheit-, klarheit-, vollständigkeit-, und –aktualität entsprechen. Auch für die Gliederung des Prospektes gibt es genaue Vorschriften¹⁶⁶. Nach Erstellung des Prospektes ist dieser der BaFin zur Genehmigung (Billigung) vorzulegen¹⁶⁷.

Letztlich ist durch den Emittenten zu entscheiden, ob die zu emittierende Pfandbriefe ein externes Rating bekommen sollen. In diesem Fall ist frühzeitig ein Ratingprozess zu initiieren. Mit der Vergabe von Ratings geben die Ratingagenturen ihrer Einschätzung Ausdruck, mit welcher Wahrscheinlichkeit der Emittent einer Schuldverschreibung in der Lage ist, seinen Zahlungsverpflichtungen aus dem Pfandbrief zeitgerecht und vollständig nachzukommen¹⁶⁸. Nach Standard & Poor's wird der Pfandbriefratingprozess in sieben Prozessschritte unterteilt. Diese Prozessschritte werden in der nachfolgenden Abbildung dargestellt. Auf eine tiefere Darstellung des Ratingprozesses wird an dieser Stelle verzichtet, da das Rating kein wesentlicher Bestandteil dieser Ausarbeitung ist¹⁶⁹.

¹⁶² Vgl. Borsche/Fröhlich (2006), S. 313.

¹⁶³ Vgl. Langenbucher (2011), S. 265.

¹⁶⁴ Vgl. Bartz (2009), Rn. 21.

¹⁶⁵ Vgl. Langenbucher (2011), S. 265.

¹⁶⁶ Für eine detaillierte Darstellung der Prospektanforderungen vgl. Langenbucher (2011), S. 265 ff.

¹⁶⁷ Vgl. Bartz (2009), Rn. 23.

¹⁶⁸ Vgl. Kullig (2011), S. 21.

¹⁶⁹ Für weitere Details vgl. [http://www.pfandbrief.de/cms/_internet.nsf/0/20371E80B803EF41C125_778200473275/\\$FILE/S&P_Ratingansatz_f%C3%BCr_CB_und_PB1.pdf?OpenElement](http://www.pfandbrief.de/cms/_internet.nsf/0/20371E80B803EF41C125_778200473275/$FILE/S&P_Ratingansatz_f%C3%BCr_CB_und_PB1.pdf?OpenElement), Stand 13.03.2013.

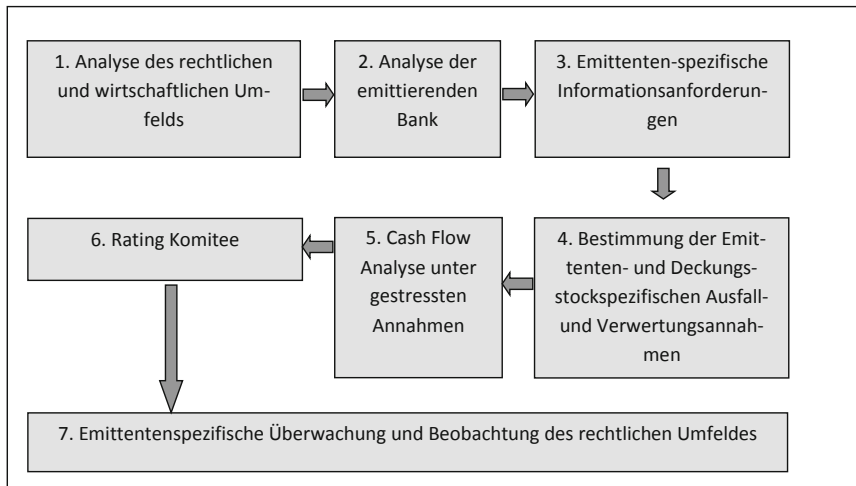


Abbildung 8: Grundzüge des Pfandbriefratingprozesses von Standard & Poor's¹⁷⁰

2.3.2 Vorbereitung und Durchführung der Emission

Anhand der Marktsondierung und des Feedbacks der Investoren aus der Roadshow legt der Emittent die endgültigen Emissionsbedingungen (Final Terms) fest. Die endgültigen Emissionsbedingungen, die unter anderem Volumen, Laufzeit, Zinssatz und alle weiteren erforderlichen und zusätzlichen Informationen beinhalten, werden an den zuvor erstellten Basisprospekt angehängt. Im nächsten Schritt wird der Prospekt bei der BaFin zur Billigung eingereicht. Die Billigung des Prospekts durch die BaFin erfolgt innerhalb definierter Fristen. Sollte die BaFin Mängel an dem erstellten Prospekt rügen, beginnt die Frist erneut zu laufen. In diesem Fall ist der Emittent in der Pflicht, alle durch die BaFin gerügten Mängel umgehend zu korrigieren und den Prospekt erneut zur Billigung vorzulegen¹⁷¹.

Nun kann das sogenannte „Signing“ erfolgen. Im Rahmen des Signings werden mit den Investoren oder den Dealern bzw. dem Konsortium die spezifischen Konditionen der Emissionen abgestimmt und die Abnahme, je nach Begebung, vertraglich festhalten. In der Regel werden die Verträge durch eine Rechtsanwaltskanzlei erstellt¹⁷².

Ein weiterer Bestandteil der Vorbereitung einer Emission ist die Erstellung der Urkunden. Der Emittent erstellt ggf. mit Unterstützung interner bzw. externer Rechtsberatung die Wertpapierurkunden¹⁷³. Die finale Urkunde ist von zwei Zeichnungsberechtigten der Bank gemäß der aktuellen Kompetenzordnung und dem Treuhänder zu unterschreiben¹⁷⁴. Die Urkunden

¹⁷⁰ In Anlehnung an: [http://www.pfandbrief.de/cms/_internet.nsf/0/20371E80B803EF41C12577820_0473275/\\$FILE/S&P_Ratingansatz_f%C3%BCr_CB_und_PB1.pdf?OpenElement](http://www.pfandbrief.de/cms/_internet.nsf/0/20371E80B803EF41C12577820_0473275/$FILE/S&P_Ratingansatz_f%C3%BCr_CB_und_PB1.pdf?OpenElement), Stand 13.03.2013.

¹⁷¹ Vgl. Bartz (2009), Rn. 23.

¹⁷² Vgl. Langenbacher (2011), S. 255.

¹⁷³ Wertpapierurkunden können Globalurkunden oder Namenspapiere sein.

¹⁷⁴ Vgl. Smola (2012), § 8, Rn. 14.

der Namens- als auch Inhaberpfandbriefe werden nach Unterzeichnung des Treuhänders gemäß § 8. Abs. 3 PfandBG vom Emittenten bei der Clearstream¹⁷⁵ eingereicht und dort verwahrt. Voraussetzung für die Verwahrung der Pfandbriefe bei der Clearstream ist, dass jeder emittierte Pfandbrief eine ISIN/WKN aufweist.

Das Pfandbriefgesetz schreibt vor, dass eine Pfandbriefemission nur durchgeführt werden darf, wenn eine Bescheinigung des Treuhänders vorliegt. Der Treuhänder prüft zunächst, ob der Deckungsstock über ausreichend Deckungsmasse verfügt. Zusätzlich wird er die Liquiditätsentwicklung des Deckungsstocks analysieren. Sofern die Deckungskongruenz durch den zu emittierenden Pfandbrief weiterhin gewährleistet ist, gleicht der Treuhänder die ihm zur Unterschrift vorgelegte Urkunde mit den im System hinterlegten Daten ab. Sind die Prüfungen des Treuhänders erfolgreich, bestätigt er schriftlich das Vorhandensein der vorschriftsmäßigen Deckung und die Eintragung in das Deckungsregister. Anschließend gibt der Treuhänder den Pfandbrief im System frei und übergibt die Pfandbriefurkunde an den Emittenten¹⁷⁶.

Im letzten Schritt erfolgt die Verbuchung der Pfandbriefe auf das Emissionsbestandskonto (Bilanzpassiva) und etwaiger Agien bzw. Disagien auf ein entsprechendes Abgrenzungskonto. Sofern zum Zeitpunkt der Emission keine Übernahmevereinbarung vorliegt, wird der Bestand zusätzlich in den aktivischen Zeichnungsbestand eingebucht. Anschließend wird die Urkunde zur Verwahrung an die Clearstream versandt.

2.3.3 Platzierung der Emission

Unter Platzierung ist der Arbeitsgang des Verkaufs von Wertpapieren und in diesem Zusammenhang auch von Pfandbriefen zu verstehen¹⁷⁷. Der Erfolg einer Emission hängt sehr stark von der vollständigen Platzierung der Pfandbriefe bei den Investoren ab. Der Emittent und die Konsortialbanken sind daran interessiert, dass die emittierten Pfandbriefe bei langfristig orientierten Investoren platziert werden, die weder das Ziel nach Spekulationsgewinnen verfolgen noch die Kursentwicklung durch kurzfristige Verkäufe gefährden. In diesem Zusammenhang kann eine emissionsnahe Verkaufswelle zwecks Mitnahme von Emissionsgewinnen zu Kursrückgängen, Vertrauensverlust und Erschwerung späterer Emissionen führen¹⁷⁸. Weitere wesentliche Einflussfaktoren einer erfolgreichen Platzierung sind die Auswahl einer passenden Platzierungsmethode sowie die Ermittlung des richtigen Preises¹⁷⁹. In diesem Zusammenhang ist anzumerken, dass es im Rahmen des Preisfindungsverfahrens zwischen dem Emittenten und den Investoren regelmäßig zu Konflikten kommt. Denn der Emittent ist an einem möglichst hohen Emissionskurs interessiert. Im Gegensatz hierzu ist der Investor möglichst an einem niedrigen Emissionskurs interessiert. Die Preisfindung kann entweder unter

¹⁷⁵ Clearstream AG ist ein Tochterunternehmen der Deutschen Börse AG und übernimmt die Verwaltung und Verwahrung von Wertpapiergeschäften. Für weitere Informationen vgl. Arora (2012), S. 26 ff.

¹⁷⁶ Vgl. Labe (2010), S. 39 und Smola (2012), § 8, Rn. 14.

¹⁷⁷ Vgl. Zantow/Dinauer (2011), S. 101.

¹⁷⁸ Vgl. Ekkenga (2006), Rn. 97.

¹⁷⁹ Vgl. Diekmann (2008), Rn. 11.

Verwendung des Festpreisverfahrens oder durch eine Variante des Bookbuilding-Verfahrens erfolgen¹⁸⁰.

Das Festpreisverfahren ist dadurch charakterisiert, dass die Konsortialbanken alle zu platzierenden Pfandbriefe zu einem vorher fest vereinbarten Preis übernehmen. Die Preisstellung erfolgt hierbei unabhängig von der tatsächlichen Nachfrage und passt sich den Marktgegebenheiten an. Somit besteht für die Konsortialbanken ein Platzierungsrisiko. Dies kommt insbesondere dann zustande, wenn die Zeichnungsbereitschaft der Investoren zum festgesetzten Preis erheblich überschätzt wird und die Konsortialbanken den festgelegten Preis am Kapitalmarkt nicht vereinnahmen können¹⁸¹.

Im Gegensatz zum Festpreisverfahren wird bei einem Bookbuilding-Verfahren eine Preisspanne vorgegeben. Damit werden die interessierten Investoren angesprochen und zu einer Abgabe ihrer Preisvorstellung aufgefordert. Die abgegebenen Preisvorstellungen dienen zur Feststellung der Preisspanne¹⁸². Der Konsortialführer nimmt innerhalb dieser Preisspanne und einer festgelegten Frist¹⁸³ die Angebote zum Kauf der Wertpapiere entgegen. Nach Beendigung der Bookbuilding-Phase werden alle Angebote in einem Buch zusammengefasst und aufbereitet. In einem weiteren Schritt trifft der Konsortialführer in der Regel zusammen mit dem Emittenten auf Grundlage der gewonnenen Erkenntnisse die Entscheidung über den Preis und ggf. auch über die Zuteilung der Wertpapiere^{184 185}.

Damit die Emission an einer Börse gelistet werden kann, ist eine Beantragung notwendig. Um die jeweilige Zulassung zu erhalten, müssen etwaige Zulassungsvoraussetzungen erfüllt werden. Dabei sind die Zulassungskriterien für jedes Börsensegment einzeln zu betrachten. Die Zulassung an einer Börse ist im Börsengesetz (BörsG) sowie in der Börsenzulassungsverordnung (BörsZulVO) geregelt. Zusätzlich sind spezielle Voraussetzungen von den jeweiligen Börsen festgelegt¹⁸⁶. Zu beachten ist, dass nach der Zulassung bestimmte Zulassungspflichten eingehalten werden müssen. Diese beinhalten z.B. die Bereitstellung geeigneter Rahmenbedingungen für die wirksame Wahrnehmung von Rechten aus Wertpapieren, die unverzügliche Veröffentlichung und Mitteilung von Insiderinformationen (Ad-hoc-Meldungen) inklusive der Führung eines Insiderverzeichnisses, die Veröffentlichung der jährlichen Dokumente und die Zusammenarbeit mit den Börsenorganisationen¹⁸⁷.

2.3.4 Sekundärmarkt

Der Sekundärmarkt stellt den Markt dar, auf dem der Handel bereits emittierter Pfandbriefe stattfindet¹⁸⁸. Sowohl der Emittent als auch der Konsortialführer sind an einer stabilen Ent-

¹⁸⁰ Vgl. Einsele (2010), S. 360.

¹⁸¹ Vgl. Huchzermeier (2006), S. 233.

¹⁸² Vgl. Perridon et al. (2009), S. 377.

¹⁸³ Diese Frist wird auch als Zeichnungsfrist bzw. Bookbuilding-Phase bezeichnet.

¹⁸⁴ Vgl. Diekmann (2008), Rn. 12 f.

¹⁸⁵ Für weiterführende Information zum Bookbuilding-Verfahren vgl. Zantow/Dinauer (2011), S. 103 ff.

¹⁸⁶ Vgl. Ekkenga (2008), Rn. 348 und Bartz (2009), Rn. 24.

¹⁸⁷ Vgl. Bartz (2009), Rn. 24.

¹⁸⁸ Vgl. Langenbucher (2011), S. 251.

wicklung des Sekundärmarktes interessiert. Aus diesem Grund ist die Entwicklung des Kurses im unmittelbaren Anschluss an die Platzierung genau zu beobachten, um entsprechende Maßnahmen zur Steuerung des Marktes zu ergreifen¹⁸⁹. Das Ziel besteht in diesem Zusammenhang darin, die Rahmenbedingungen für eine ausreichende Marktliquidität sicherzustellen, um einen akzeptierbaren Sekundärhandel aufzubauen. Bei einer Neuplatzierung der Pfandbriefe kann es zu einem Kursverfall kommen, wenn das Angebot im Primärmarkt und Sekundärmarkt zu einem Angebotsüberhang führt. Genau aus diesem Grund bedarf es der Kurspflege, die vom Gesetzgeber in genau festgelegten Grenzen¹⁹⁰ zugelassen ist, obwohl diese Vorgehensweise manipulativ in das Marktgeschehen eingreift¹⁹¹.

Grundsätzlich besteht die Kurspflege darin, dass die hierfür zuständige Emissionsbank¹⁹² den Angebotsüberhang reguliert, indem Sie die angebotenen Pfandbriefe zurückkauft¹⁹³. Dies führt dann dazu, dass der Kurs sich im Sekundärmarkt stabilisiert. Der laufende Handel im Sekundärmarkt nimmt bei Pfandbriefen eine untergeordnete Rolle ein, da die Investoren von Pfandbriefen die entsprechenden Depots seltener oft umwälzen, als die entsprechenden Aktiendepots¹⁹⁴. Deshalb wird an dieser Stelle auf weitere Details wie z.B. die Greenshoe-Option nicht näher eingegangen¹⁹⁵.

2.4 Pfandbriefe vor dem Hintergrund finanzwirtschaftlicher Theorieansätze

Bevor im dritten Kapitel auf die Ausstattungsmerkmale einer Pfandbriefemission eingegangen wird, ist es an dieser Stelle angebracht, die finanzwirtschaftliche Theorieansätze wie die Transaktionskostentheorie, Prinzipal-Agent-Theorie sowie die Behavioral-Finance-Theorie ausführlicher zu erläutern und den Zusammenhang zu einer Pfandbriefemission herzustellen.

2.4.1 Transaktionskostentheorie

Die Transaktionskostentheorie wird der neuen Institutionenökonomik zugeordnet¹⁹⁶. Gegenstand der neuen Institutionenökonomik ist – im Gegensatz zur Neoklassik – die Auseinandersetzung mit der Abwicklung von Tauschbeziehungen¹⁹⁷. Diese besagt, dass jede Transaktion Kosten verursacht, die sogenannten Transaktionskosten. Richter definiert die Transaktionskosten allgemein als die Kosten der Einrichtung, Benutzung, Erhaltung und Veränderung von Institutionen¹⁹⁸. Als Beispiele für Transaktionskosten sind die Kosten der Marktbenutzung¹⁹⁹ oder die Kosten der Ausübung des Rechts auf die Erteilung von Anordnungen innerhalb eines Unternehmens zu nennen^{200 201}.

¹⁸⁹ Vgl. Huchzermeier (2006), S. 238.

¹⁹⁰ Einzelheiten sind in der Verordnung zur Konkretisierung des Verbots der Marktmanipulation (MaKonV).

¹⁹¹ Vgl. Ekkenga (2008), Rn. 357.

¹⁹² In der Praxis wird eine solche Bank auch oft als „Stabilisierungsmanager“ genannt.

¹⁹³ Vgl. Bingel (2007), S. 36.

¹⁹⁴ Vgl. Zantow/Dinauer (2011), S. 233.

¹⁹⁵ Für ausführliche Informationen vgl. Bingel (2007), S. 37 ff.

¹⁹⁶ Vgl. Schramm (2005), S. 13 und Richter/Furubotn (2010), S. 53.

¹⁹⁷ Vgl. Kräkel (1999), S. 6 und Rao (2003), S. 5.

¹⁹⁸ Vgl. Richter/Furubotn (2010), S. 57.

¹⁹⁹ Diese Kosten stellen die Markttransaktionskosten dar.

²⁰⁰ Vgl. Richter/Furubotn (2010), S. 57.

Um den abstrakten Transaktionskostenbegriff zu verdeutlichen, werden nachfolgend die wichtigsten Markttransaktionskosten mit Beispielen und unter Bezugnahme des Pfandbriefgeschäftes dargestellt. Hierbei wird zwischen Anbahnungskosten, Vereinbarungskosten, Kontrollkosten, Durchsetzungskosten und Anpassungskosten klassifiziert²⁰².

Die Anbahnungskosten²⁰³ fallen dann an, wenn z.B. eine spezifische Markttransaktion in Erwägung gezogen wird. Denn in diesem Zusammenhang muss nach einem geeigneten Transaktionspartner gesucht werden²⁰⁴. Durch diese Suche entstehen unvermeidliche Kosten wie z.B. für Werbung, Besuche möglicher Kunden usw. Hierzu zählen auch Kosten, die im Rahmen der Kommunikation anfallen. Zu nennen sind hierbei Aufwendungen für Porto, Telefonspeisen, Aufwendungen für den Verkaufsvertreter usw. Weitere Kosten entstehen im Zusammenhang mit der Sammlung von Informationen sowie durch die Durchführung von Tests und Qualitätskontrollen²⁰⁵. Die dargestellten Transaktionsausgaben können auch auf das Pfandbriefgeschäft abgeleitet werden. So fallen hierbei besonders Ausgaben für die Suche geeigneter Partner an. Insbesondere, wenn das Pfandbriefgeschäft neu implementiert wird, werden in der Regel externe Unternehmensberater eingestellt, die das Projekt begleiten. Weitere Ausgaben bestehen darin, dass das PfandBG Anforderungen an geeignete Risikosysteme zur Verwaltung der Pfandbriefe stellt und regelmäßige Systemtests und Qualitätskontrollen fordert.

Unter Vereinbarungskosten²⁰⁶ werden die Opportunitätskosten der Zeit für langwierige Vertragsverhandlungen zwischen den Transaktionspartnern verstanden²⁰⁷. Auch im Emissionsgeschäft fallen Vereinbarungskosten an. Denn hierbei müssen regelmäßige Vertragswerke²⁰⁸ zwischen den Beteiligten abgeschlossen werden. Solche Vorgänge erfordern nicht nur viel Zeit, sondern können auch Kosten für Rechtsberatungen verursachen²⁰⁹.

Kontrollkosten können bei der Überprüfung der vertraglich festgelegten Qualität der Transaktion entstehen²¹⁰. Bei einer Pfandbriefemission muss z.B. die Preisfestsetzung kontrolliert werden. Weiterhin ist auf die richtige Berechnung der Agien bzw. Disagien für die Konsortialbanken zu achten.

Durchsetzungskosten fallen z.B. für die Realisierung impliziter und expliziter vertraglicher Ansprüche vor Gericht an²¹¹. Auch im Pfandbriefgeschäft kommt es oft vor, dass eine Partei ihrer vertraglich festgelegten Pflicht nicht nachkommt und diese erst durch juristische Schritte eingefordert werden kann.

²⁰¹ Bei dieser Art der Kosten handelt es sich um Unternehmenstransaktionskosten, vgl. hierzu Richter/Furubotn (2010), S. 57.

²⁰² Vgl. Kräkel (1999), S. 7.

²⁰³ Richter und Furubotn bezeichnen die Anbahnungskosten als Such- und Informationskosten, vgl. hierzu Richter/Furubotn (2010), S. 59.

²⁰⁴ Vgl. Kräkel (1999), S. 7.

²⁰⁵ Vgl. Richter/Furubotn (2010), S. 59.

²⁰⁶ Richter und Furubotn bezeichnen diese Art der Transaktionskosten als Verhandlungs- und Entscheidungskosten, vgl. hierzu Richter/Furubotn (2010), S. 60.

²⁰⁷ Vgl. Kräkel (1999), S. 7.

²⁰⁸ Als Beispiel ist an dieser Stelle der Übernahmevertrag aufzuführen.

²⁰⁹ Vgl. Richter/Furubotn (2010), S. 60.

²¹⁰ Vgl. Kräkel (1999), S. 7.

²¹¹ Vgl. Kräkel (1999), S. 7.

Bei den Anpassungskosten handelt es sich um nachträgliche Änderungen von Vertragsbestandteilen bei langfristig variablen Vertragsparametern²¹². Im Pfandbriefgeschäft ist die gesetzlich geforderte Nachtragspflicht bei Prospekten zu nennen.

Die Höhe der sogenannten monetären Reibungsverluste für die Durchführung von Tauschbeziehungen wird von den Transaktionseigenschaften sowie den Eigenschaften der Transaktionspartner beeinflusst²¹³. Williamson klassifiziert die Transaktionen insbesondere durch die Häufigkeit ihrer Durchführung, anhand des Grades der mit ihnen verbundenen Unsicherheit sowie anhand der Höhe der notwendigen transaktionsspezifischen Investitionen²¹⁴. So sind in diesem Zusammenhang die externen Transaktionskosten je einmaliger Transaktionsdurchführung bei großer Häufigkeit infolge von Kostendegressionseffekten und bei geringer Unsicherheit infolge niedriger Vereinbarungs-, Kontroll- und Durchsetzungskosten vergleichsweise gering²¹⁵.

Nach Williamson besitzen die Transaktionspartner zwei mögliche Eigenschaften. Die erste Eigenschaft stellt die begrenzte Rationalität und die zweite die Neigung zu Opportunismus dar²¹⁶. Damit ist gemeint, dass die Akteure sich auf Kosten anderer besser stellen werden, wenn sie dazu in der Lage sind²¹⁷.

2.4.2 Prinzipal-Agent-Theorie

Im Hinblick auf die Beziehungen zwischen dem Emittenten und dem Emissionskonsortium existiert insbesondere am Kapitalmarkt ein ausgeprägtes Prinzipal-Agent-Verhältnis²¹⁸. In diesem Zusammenhang beauftragt der Prinzipal (Emittent) einen Agenten (Emissionskonsortium) mit der Durchführung der Platzierung von Pfandbriefen. Hierbei entsteht das Problem, dass der Prinzipal das Handeln des Agenten nicht vollständig beobachten kann oder der Agent in komplexen Situationen so handelt, dass eine genaue Bewertung seiner Handlungen in Bezug auf das jeweilige Ziel unmöglich ist²¹⁹. Somit verfügt der Agent über einen Handlungsspielraum, den er zu Maximierung seines eigenen Nutzens einsetzen kann. Das Hauptziel der Prinzipal-Agent-Theorie besteht somit in der optimalen Vertragsgestaltung unter der Annahme asymmetrischer Informationen²²⁰.

An dieser Stelle sind auch die Kosten zu erwähnen, die aus der Agenturproblematik resultieren. Diese werden als Agenturkosten bezeichnet und umfassen all jene Kosten, die vom Prinzipal aufgebracht werden müssen, um das eigennutzorientierte Verhalten des Agenten zu minimieren²²¹.

²¹² Vgl. Kräkel (1999), S. 7.

²¹³ Vgl. Kräkel (1999), S. 7.

²¹⁴ Vgl. Williamson (1990), S. 59 ff.

²¹⁵ Vgl. Kräkel (1999), S. 7 f.

²¹⁶ Vgl. Williamson (1990), S. 59 ff.

²¹⁷ Vgl. Voigt (2002), S. 105.

²¹⁸ Vgl. Eilenberger (2012), S. 34.

²¹⁹ Vgl. Voigt (2002), S. 102.

²²⁰ Vgl. Voigt (2002), S. 102.

²²¹ Vgl. Voigt (2002), S. 103.

Grundsätzlich ist festzuhalten, dass zwischen dem Prinzipal und dem Agenten annahmegemäß asymmetrische Informationen vorliegen²²². In der Regel wird davon ausgegangen, dass es sich bei dem Agenten um die besser informierte Partei und bei dem Prinzipal um die schlechter informierte Partei handelt²²³.

Bei der Betrachtung einer Auftragsbeziehung kann zwischen zwei grundsätzlichen Typen von Situationen mit asymmetrisch verteilten Informationen klassifiziert werden. In diesem Zusammenhang wird von hidden-action und hidden-information gesprochen.

Es handelt sich um hidden-action immer dann, wenn der Agent über Handlungsalternativen verfügt, die der Prinzipal nicht beobachten kann und auf die der Prinzipal auch durch die Beobachtung anderer Größen nicht zurückgreifen kann. Eine klassische Folgerung der hidden-action Situation stellt nachvertragliches opportunistisches Verhalten des Agenten dar. Diese Problematik wird oftmals als moral-hazard bezeichnet²²⁴. Ein moral-hazard Problem existiert dann, wenn der Prinzipal die Leistungsfähigkeit des von ihm beschäftigten Agenten einschätzen kann, der Erfolg seiner Handlungen jedoch nicht nur allein vom Agenten, sondern ebenfalls von anderen Faktoren abhängt, die nicht durch den Agenten beeinflussbar sind. Das dargestellte Problem wird auch als moralisches Risiko bezeichnet und kommt oftmals in der Phase nach Vertragsschluss zum Vorschein²²⁵.

Bei hidden-information besitzt der Agent Informationen über Charakteristika oder hinsichtlich entscheidungsrelevanter Zustände, von denen der Prinzipal keine Kenntnis hat. Hidden-information Situationen sind durch ein typisches Folgeproblem, das sogenannten adverse-selection²²⁶ Problem gekennzeichnet²²⁷. Hierbei handelt es sich um Probleme asymmetrischer Informationen vor Vertragsschluss. Bietet der Prinzipal dem Agenten einen Vertrag an, der nur auf einen durchschnittlichen Agenten ausgelegt ist, dann besteht für den Prinzipal die Gefahr, dass ein Agent mit schlechten Eigenschaften seine eigene Informationen über seine Eigenschaften nicht offen legt und einen Agenten mit guten Eigenschaften nachahmt²²⁸. Allerdings wird der Agent mit guten Eigenschaften eine Vertragsbeziehung mit dem Prinzipal nicht eingehen, da der Vertrag nur auf die durchschnittlichen Eigenschaften des Agenten ausgerichtet ist und somit für den Agenten mit guten Eigenschaften keine Anreize für einen Vertragsabschluss darstellt²²⁹.

Grundsätzlich ist festzuhalten, dass die Problematik asymmetrisch verteilter Informationen nicht nur auf das Verhältnis zwischen dem Emittenten und dem Emissionskonsortium übertragbar ist, sondern auch auf das Verhältnis zwischen dem Emittent und dem Investor. In diesem Verhältnis nimmt das Rating eine besondere Bedeutung ein. Zur Beurteilung der Kreditqualität wird eine unabhängige externe Einschätzung verlangt, da bei der Emission von

²²² Vgl. Rao (2003), S. 36.

²²³ Vgl. Kräkel (1999), S. 21.

²²⁴ Vgl. Kräkel (1999), S. 23.

²²⁵ Vgl. Voigt (2002), S. 104.

²²⁶ Dieses Problem wird auch als „negative Auslese“ bezeichnet.

²²⁷ Vgl. Kräkel (1999), S. 23.

²²⁸ Vgl. Alparslan (2006), S. 26.

²²⁹ Vgl. Alparslan (2006), S. 26.

Pfandbriefen stets eine asymmetrische Informationsverteilung vorliegt²³⁰. Der Emittent besitzt in der Regel mehr Informationen bezüglich seiner Fähigkeit zur Bedienung ausstehender Verbindlichkeiten als der Investor. Um diesen Unsicherheitsfaktor bei dem Investor zu reduzieren wird das externe Rating verwendet. Das Rating gibt eine Auskunft darüber, mit welcher Wahrscheinlichkeit der Emittent eines Pfandbriefes seinen Zahlungsverpflichtungen zeitgerecht und vollständig erfüllen kann. Für diese Beurteilung erhalten die Ratingagenturen von dem Emittenten Informationen, die sonst dem Investor nicht zur Verfügung stehen²³¹.

2.4.3 Behavioral-Finance-Theorie

Behavioral-Finance stellt einen Forschungsansatz dar, in dem versucht wird, das Geschehen auf den Finanzmärkten unter Berücksichtigung der spezifischen menschlichen Verhaltensweisen zu erklären. Hierbei wird besonderer Wert auf die Berücksichtigung der Methoden und Erkenntnisse der Psychologie und der Soziologie gelegt²³². Das Ziel dieses Forschungsansatzes besteht darin, fundamentale menschliche Verhaltensaxiome herauszufinden, mit denen das Geschehen auf den Finanzmärkten erklärt werden kann, um auf diesem Weg zu einer verhaltenswissenschaftlich fundierten Finanzmarkttheorie zu kommen. In diesem Zusammenhang besteht der Forschungsgegenstand in den Prozessen der Auswahl, Aufnahme und Verarbeitung entscheidungsrelevanter Informationen sowie in der Erwartungsbildung und Entscheidungsfindung der Anleger²³³. Im Vordergrund steht hierbei die Suche nach systematischen Einflussfaktoren auf das menschliche Entscheidungsverhalten²³⁴. Anzumerken ist, dass in diesem Forschungsgebiet im Gegensatz zu der vorherrschenden Kapitalmarkttheorie keine grundlegenden Annahmen über das Verhalten der Marktteilnehmer festgelegt werden. Diese werden zunächst erforscht und stellen dann die Basis für die Bildung des Modells dar²³⁵. Hieraus lässt sich ableiten, dass die Preisbildung auf den Finanzmärkten nicht ausschließlich über ökonomische Faktoren, sondern über das Zusammenspiel von ökonomischen, psychologischen und soziologischen Faktoren beeinflusst wird²³⁶.

Ein wesentlicher Anknüpfungspunkt der Behavioral-Finance ist, dass die Marktteilnehmer aufgrund von psychischer, mentaler und neuronaler Einschränkungen nicht immer rational, sondern eingeschränkt rational handeln²³⁷. Dies wird durch die Theory of Bounded Rationality²³⁸, Concept of Aspiration Level²³⁹ und die Theorie des eingeschränkt rationalen Verhaltens²⁴⁰ bestärkt. Nach diesen Theorien sind die Marktteilnehmer zwar durch eine rationale Verhaltensweise gekennzeichnet, treffen jedoch oftmals Entscheidung unter maßgeblichen

²³⁰ Vgl. Kullig (2011), S. 21.

²³¹ Vgl. Kullig (2011), S. 21.

²³² Vgl. Roßbach (2001), S. 10 und Lamberti (2009), o.S.

²³³ Vgl. Rapp (1997), S. 82.

²³⁴ Vgl. Roßbach (2001), S. 11.

²³⁵ Vgl. Roßbach (2001), S. 11.

²³⁶ Vgl. Shiller (1997), S. 2.

²³⁷ Vgl. Rapp (1997), S. 82.

²³⁸ Vgl. Simon (1957).

²³⁹ Vgl. Simon (1957).

²⁴⁰ Vgl. Tietz (1988).

Restriktionen²⁴¹. In diesem Zusammenhang können drei Quellen aufgeführt werden, die zu suboptimalen bzw. fehlerhaften Entscheidungen führen können²⁴². Tabelle 2 stellt diese drei Quellen dar.

	Quelle der fehlerhaften Entscheidung	Begründung
1	Eingeschränkter Informationsstand	Marktunvollkommenheit wie z.B. Informationskosten
2	Beschränkte kognitive Verarbeitungsfähigkeit	Komplexität der Entscheidungssituation
3	Psychischer Stress	Zeitdruck oder Verlustangst

Tabelle 2: Faktoren der Fehlentscheidung²⁴³

Somit ergeben sich aus den dargestellten Faktoren genau gegensätzliche Unterschiede zwischen der klassischen Kapitalmarkttheorie und dem Behavioral-Finance Ansatz. Abbildung 9 stellt diese Unterschiede in einer Übersicht dar.

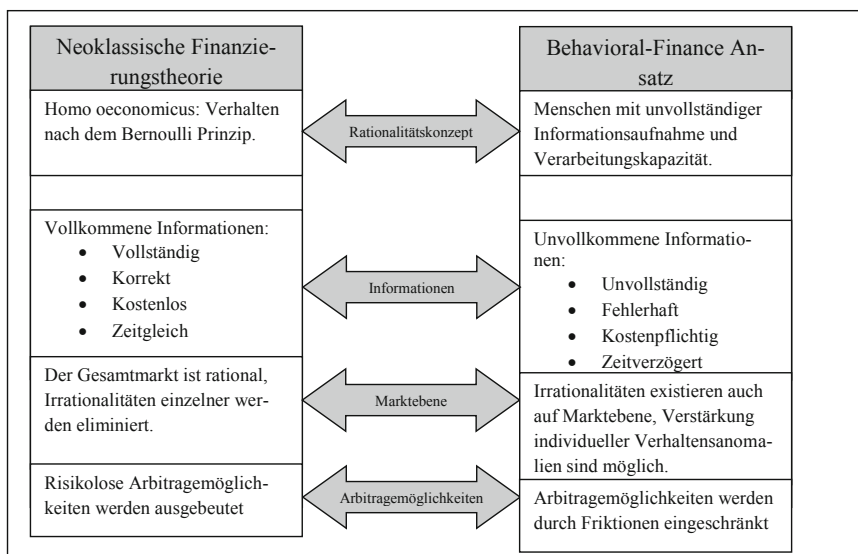


Abbildung 9: Neoklassische Finanzierungstheorie vs. Behavioral-Finance²⁴⁴

Im Rahmen von Behavioral-Finance wird somit das Ziel verfolgt, das Verhalten der Marktteilnehmer unter Einbeziehung der dargestellten Faktoren zu erklären und im günstigsten Fall zu antizipieren²⁴⁵.

Bei effizienten Märkten und rationalem Verhalten ist die Normalreaktion durch die unmittelbare Preisanpassung an einen neuen Fundamentalwert gekennzeichnet. Dagegen können bei quasirationalem Verhalten sowohl Unter- als auch Überreaktionen auftreten. Hierbei ist zum

²⁴¹ Vgl. Bitz/Oehler (1993), S. 250.

²⁴² Vgl. Lamberti (2009), o.S.

²⁴³ In Anlehnung an: Roßbach (2001), S. 11.

²⁴⁴ In Anlehnung an: Reuse (2011), S. 52.

²⁴⁵ Vgl. Bruns/Meyer-Bullerdiek (2008), S. 81.

einen die Reaktion auf irrelevante Informationen und zum anderen die anormale Reaktion auf bewertungsrelevante Informationen gemeint. Somit führt die Über- bzw. Unterreaktion zu einer Abweichung des Preises von seinem Fundamentalwert²⁴⁶.

Der Ansatz von Behavioral-Finance stellt daher die Investoren als Nutzenmaximierer dar, die jedoch durch Verzerrungen in der Erwartungsbildung und im Entscheidungsverhalten eingeschränkt werden²⁴⁷. In diesem Zusammenhang weist die klassische Kapitalmarkttheorie die Schwäche auf, dass nicht alle am Markt beobachteten Entwicklungen erklärt werden können. Der Grund hierfür liegt in den sogenannten Anomalien, die sich sowohl auf dem Kapitalmarkt als auch im menschlichen Verhalten wiederfinden lassen²⁴⁸. Hierbei handelt es sich um Kapitalmarktanomalien²⁴⁹ und Verhaltensanomalien²⁵⁰.

Weiterhin ist festzuhalten, dass die Aspekte der Behavioral-Finance zu einigen weiteren theoretischen Ansätzen²⁵¹ geführt haben. So sind an dieser Stelle die Prospect Theorie²⁵², Behavioral Portfolio Theory²⁵³ und das Zwei-Arten-von-Anlegern-Modell²⁵⁴ zu nennen.

Die Prospect Theorie von Kahneman und Tversky²⁵⁵, die auch als Gegenstück zur Erwartungsnutzentheorie entwickelt wurde, stellt den bekanntesten Ansatz dar. Dieser Ansatz baut auf der Anomalie im Risikoverhalten, dem Referenzpunkteffekt und der Verlustaversion in Verbindung mit der Beobachtung, dass Individuen Probleme beim Umgang mit Wahrscheinlichkeiten haben, auf²⁵⁶. Bei diesem Ansatz erfolgt für die anschließende Bewertung zunächst eine Reduktion der Entscheidungsalternativen jeweils nach ihren Erfolgsaussichten. Die Reduktion erfolgt über eine Wertfunktion, welche die Nutzenfunktion der Erwartungsnutzentheorie substituiert. Hierbei existiert ein Referenzpunkt, der als Nullwert festgelegt wird. Jeder darüber liegende Wert wird als Gewinn und jeder darunter liegende Wert als Verlust wahrgenommen. Diese Theorie wird durch Beobachtungen an Modellbörsen²⁵⁷, Studien über das Risikoverhalten von Unternehmen²⁵⁸ sowie empirische Gegenüberstellungen mit der Erwartungsnutzentheorie bestätigt²⁵⁹.

Die Behavioral Portfolio Theory wurde von Shefrin und Statman entwickelt²⁶⁰. Hierzu wird die Prospect Theory, die Existenz von kognitiven Fehlern und die mangelnde Selbstkontrolle

²⁴⁶ Vgl. Lamberti (2009), o.S.

²⁴⁷ Vgl. Lamberti (2009), o.S.

²⁴⁸ Vgl. Reuse (2011), S. 53.

²⁴⁹ Vgl. hierzu ausführlich Roßbach (2001), S. 12.

²⁵⁰ Vgl. hierzu ausführlich Lamberti (2009), o.S.

²⁵¹ Einen guten Überblick über die Modelle der Behavioral Finance bietet Murschall (2007), S. 99-175. Da der Schwerpunkt dieser Ausarbeitung auf der Untersuchung des Emissionsverhaltens der Pfandbriefbanken liegt, werden an dieser Stelle nur Grundzüge dargestellt.

²⁵² Vgl. Kahneman/Tversky (1979), S. 263-292.

²⁵³ Vgl. hierzu ausführlich Shefrin/Statman (1995).

²⁵⁴ Vgl. hierzu ausführlich Daniel et al. (1997).

²⁵⁵ Vgl. Kahneman/Tversky (1979), S. 263-292.

²⁵⁶ Vgl. Kahneman/Tversky (1979), S. 265; diskutiert in Roßbach (2001), S. 15.

²⁵⁷ Vgl. Gerke (1997), S. 33 f.

²⁵⁸ Vgl. Roßbach (2001), S. 15.

²⁵⁹ Einen guten Überblick über die Prospect-Theorie gibt Ebering (2005), S. 9 ff.

²⁶⁰ Vgl. Shefrin/Statman (1995).

des Anlegers als verhaltenswissenschaftliches Fundament zu Grunde gelegt²⁶¹. Hauptbestandteil ist die Annahme, dass die Investoren ihre Portfolios nicht nach dem Markowitz'schen Ansatz als eine Einheit steuern, sondern eine Dekomposition in mehrere weniger komplexe und somit übersichtliche Schichten vornehmen²⁶².

Ein weiteres Modell, welches von Daniel, Hirshleifer und Subrahmanyam entwickelt wurde, geht von zwei Arten von Anlegern aus²⁶³. Bei der ersten Art handelt es sich um „nicht-informierten“ Anleger, der keine gründlichen Kenntnisse über den Kapitalmarkt besitzt. Dies führt dazu, dass angenommen wird, dass ihre Entscheidungen einem Zufallsprozess unterliegen²⁶⁴. Im Gegensatz zu diesen Anlegern handelt es sich bei der zweiten Art um „informierten“ Anleger, die mit dem Marktgeschehen vertraut sind, da sie die notwendigen Kenntnisse verfügen. Dadurch neigen solche Anleger zur Selbstüberschätzung und nur einer selektiven Wahrnehmung, wodurch sie primär nur ihren eigenen Analysen folgen und externe öffentliche Informationen auf der sekundären Ebene einordnen²⁶⁵.

Insgesamt lässt sich festhalten, dass der Behavioral-Finance Ansatz auch für das Pfandbriefgeschäft eine bedeutende Rolle spielt. Denn auch in diesem Zusammenhang kann der Kurs sowohl auf dem Primärmarkt als auch auf dem Sekundärmarkt durch das irrationale Verhalten und fehlender Informationen der Investoren beeinflusst werden.

2.5 Zusammenfassung

Der deutsche Pfandbrief ist eine besondere Form einer Schuldverschreibung. Die Besonderheit des Pfandbriefs liegt in der jeweiligen Deckung. Je nach Art der Deckung stehen den Pfandbriefbanken vier Pfandbriefarten zur Verfügung. Hierbei handelt es sich um Hypothekendarlehenpfandbriefe, öffentliche Pfandbriefe, Schiffspfandbriefe und Flugzeugpfandbriefe. Die Deckung der Pfandbriefe unterliegt strengen gesetzlichen Vorschriften, deren Einhaltung durch die BaFin im Rahmen der Deckungsprüfungen alle zwei Jahre kontrolliert wird. Die Vorschriften regeln sowohl die Qualität als auch die Quantität der jeweiligen Deckung.

Der typische Ablauf einer Pfandbriefemission gliedert sich in vier Prozessschritte auf²⁶⁶. Diese beinhalten die Emissionsplanung, Vorbereitung und Durchführung der Emission, Platzierung der Emission und die Kurspflege auf dem Sekundärmarkt. In jedem dieser Prozessschritte sind von dem Emittenten wichtige strategische Entscheidungen zu treffen.

Bei den Entscheidungen sollten allerdings die finanzwirtschaftlichen Theorienansätze²⁶⁷ berücksichtigt werden. Insbesondere die Transaktionskostentheorie nimmt eine bedeutende Rolle bei dem Pfandbriefgeschäft ein. Hierzu gehören insbesondere die Transaktionskosten, die im Rahmen der Lizenzbeantragung anfallen. Auch die Prinzipal-Agent-Theorie und der Be-

²⁶¹ Vgl. Roßbach (2001), S. 19.

²⁶² Für empirische Ergebnisse dieser Annahme vgl. Fisher/Statman (1997).

²⁶³ Vgl. Daniel et al. (1997).

²⁶⁴ Vgl. Roßbach (2001), S. 20.

²⁶⁵ Vgl. Roßbach (2001), S. 21.

²⁶⁶ Vgl. Kapitel 2.3.

²⁶⁷ Vgl. Kapitel 2.4.

havioral-Finance-Ansatz nehmen Einfluss auf die Preisentwicklung sowohl im Primärmarkt als auch im Sekundärmarkt ein.

Das Emissionsverhalten von Pfandbriefbanken
Eine Analyse der Auswirkungen von Krisen und
künftigen Regularien

Seel, G.

2014, XIV, 111 S. 36 Abb., Softcover

ISBN: 978-3-658-05278-2