



**ALBERT-LUDWIGS-
UNIVERSITÄT FREIBURG**

PLATZ DER ALTEN SYNAGOGEN 1 D-79085 FREIBURG IM BREISGAU
TEL.: ++49/761/203-2163 FAX: 203-2165 E-MAIL: izpr1@jura.uni-freiburg.de

INSTITUT FÜR DEUTSCHES UND
AUSLÄNDISCHES ZIVILPROZESSRECHT, ABT. 1

Direktor:
Professor Dr. Rolf Stürner

Stellungnahme im Rahmen der öffentlichen Anhörung

zum Gesetzentwurf der Bundesregierung

„Entwurf eines Gesetzes zur Fortentwicklung des Pfandbriefrechts“

vor dem Finanzausschuss des Deutschen Bundestags

am 21. Januar 2009

I. Gegenstand der Stellungnahme

Es ist nicht notwendig, zu allen Punkten der geplanten Gesetzesänderung Stellung zu nehmen. Diese Stellungnahme wird sich auf Gesichtspunkte beschränken, die mit dem Pfandbrief unmittelbar oder mittelbar zu tun haben. Deshalb liegt ihr Schwerpunkt beim Pfandbriefgesetz, das Kreditwesengesetz wird ganz überwiegend nur insoweit behandelt, als es den Pfandbrief und Pfandbriefmarkt berührt.

II. Änderungen des Pfandbriefgesetzes

1. Gesamteindruck

Insgesamt wird der Gesetzentwurf seiner Zielsetzung gerecht, die Position des deutschen Pfandbriefs im europäischen und weltweiten Markt gedeckter Schuldverschreibungen zu festigen und zu verbessern. Der Entwurf verbindet in sehr ausgewogener Weise Maßnahmen zur Erhöhung des Sicherheitsstandards mit Maßnahmen zur Flexibilisierung und Erleichterung des Aktiv- und Passivgeschäfts bei Pfandbriefemissionen. Dies gilt insbesondere für die Erleichterung der Konsortialfinanzierung durch Harmonisierung mit den Vorschriften zum Refinanzierungsregister (§§ 5 Abs. 1a und b, 30 PfandbriefG), die Sicherung der Liquidität der Deckungsmasse durch Übersicherung mit liquiden Werten (§ 4 Abs. 1a PfandbriefG), die klarstellende Erstreckung hypothekarischer Deckungswerte auf Surrogate (§ 12 Abs. 3 PfandbriefG) und die vorsichtige Öffnung für weitere Deckungswerte öffentlicher Pfandbriefe (§ 20 Abs. 1 Satz 1 PfandbriefG).

2. Klärung des Verhältnisses von Deckungsmasseregister und Refinanzierungsregister zur Erleichterung von Konsortialfinanzierungen

Wesentlicher Zweck der §§ 22a ff. KWG war die erleichterte Übertragung von Deckungswerten zur Verbriefung, vor allem auch in Fällen der Konsortialfinanzierung. Dabei ist es oft notwendig, Forderungen mit Grundpfandrechten verschiedenen rechtlichen Statuts zu übertragen oder Forderungen und Grundpfandrechte nur teilweise zu übertragen. §§ 22a ff. KWG erlauben eine einfache und kostensparende treuhänderische Übertragung ohne die formellen Beschwernisse voller rechtsgeschäftlicher Übertragung. Der neue § 5 Abs. 1a PfandbriefG stellt klar, dass dies auch für registrierte Deckungswerte von Pfandbriefbanken gilt und schafft zusammen mit dem neugefassten § 30 Abs. 3 PfandbriefG übersichtliche und genaue Vorschriften über die Zuordnung der einzelnen Deckungswerte bei Deckungswertberechnung und bei notwendiger Auseinandersetzung.

3. Bessere Klarstellung voller Haftungstrennung nach § 30 Abs. 1 bis 3 PfandbriefG

Das Pfandbriefgesetz ging schon in seiner bisherigen Fassung von zwei getrennten Haftungsregimen aus. Den einfachen Gläubigern haftet die Bank im Krisenfall mit ihrem gewöhnlichen Vermögen; den Pfandbriefgläubigern haftet sie primär mit den Deckungsmassen, nur subsidiär mit dem Restvermögen. Die Folge ist, dass die Zahlungsunfähigkeit oder Überschuldung der Bank bei gesunder Deckungsmasse nur zur Insolvenz über das gewöhnliche Vermögen führt. Als Trägerin der Deckungsmasse bleibt die Bank von der Insolvenz unberührt, es ändert sich nur ihre Vertretung durch den Sachwalter. Diese Konstruktion garantiert anders als die meisten anderen Modelle gedeckter Schuldverschreibungen, bei denen eine Vollbank Schuldnerin bleibt, die volle Insolvenzfreiheit der Deckungswerte und den von der Insolvenz unberührten Fortlauf der Pfandbriefverbindlichkeiten. Die Pfandbriefgläubiger sind also nicht nur Gläubiger mit einem Vorrecht innerhalb der Insolvenz im geläufigen Sinne, sondern sie bleiben außerhalb der Insolvenz und außerhalb reorganisatorischer Erwägungen eines Insolvenzverwalters der Bank. Diese besonders sicherere Position der Pfandbriefgläubiger ist im internationalen Vergleich eher solitär und Ergebnis des in den §§ 29 ff. PfandbriefG niedergelegten Sonderinsolvenzrechts für Pfandbriefbanken. Es war bisher nicht zweifelsfrei, inwieweit der durch den Sachwalter vertretenen Bank als Trägerin solventer Deckungsmassen noch die Befugnisse einer Bank zustanden, obwohl die Vorstellung des Gesetzes einer solventen „Rumpfbank“ mit beschränkten bankmäßigen Befugnissen entsprach. Der neue § 30 Abs. 2 Satz 6 PfandbriefG stellt klar, dass die vom Sachwalter repräsentierte Bank wie andere Banken Refinanzierungsregister nutzen und gegebenenfalls neu einrichten kann. Zudem weist die Gesetzesbegründung zum teilweise neu gefassten § 30 PfandbriefG zutreffend darauf hin, dass die vom Sachwalter repräsentierte Bank natürlich auch zu Refinanzierungsgeschäften mit der Deutschen Bundesbank befähigt ist. Insgesamt kommt klarer als vorher der Grundsatz der Insolvenzfreiheit der Rumpfbank zum Ausdruck, deren Geschäftstätigkeit natürlich der „Abwicklung der Deckungsmassen im Interesse der vollen Befriedigung der Pfandbriefgläubiger“ beschränkend gewidmet bleibt (§ 30 Abs. 2 Satz 4 PfandbriefG). Die klargestellte

Bewegungsfreiheit des Sachwalters verbessert die Sicherheit der Deckungsmassen beträchtlich.

4. Verbesserte Liquiditätssicherheit für die Bank als Trägerin der Deckungsmasse

Zusätzlich zur schon bisher bestehenden sichernden Überdeckung von mindestens 2% (§ 4 Abs. 2 PfandbriefG) schreibt der neu geplante § 4 Abs. 1a PfandbriefG eine liquiditätssichernde Deckung in liquiden Deckungswerten vor, die 90 Tage – im Gespräch scheinen auch 180 Tage zu sein – Liquidität vorhält. Diese Regelung macht Sinn, weil sie im Krisenfall den Sachwalter auch dann manövrierfähig hält, wenn Darlehen zur Überbrückung raschen Liquiditätsbedarfs zur Begleichung fälliger Verbindlichkeiten schwer zu erhalten sind, was in allgemeinen Krisenzeiten durchaus der Fall sein kann. Der deutsche Pfandbrief macht damit einen gewichtigen Schritt zur Erhöhung seiner Sicherheit.

Allerdings sollte man darauf achten, dass dies bei Ratings und im Markt auch zutreffend wahrgenommen wird. Eine Liquiditätsreserve von 90 oder gar 180 Tagen beginnt internationalem Standard zu entsprechen. Sie führt aber bei vielen anderen gedeckten Wertpapieren nicht zu dem nunmehr durch die Reform des deutschen Pfandbriefrechts erreichten Sicherheitsstandard. Denn die Frist von 90 oder 180 Tagen hat ihren Ursprung vor allem im U.S.-amerikanischen (Banken)Insolvenzrecht, wo der Verwalter während einer Frist von 90 oder 180 Tagen auch für gesicherte Gläubiger jede Zahlung verweigern kann, um sich ungestört einen Überblick zu verschaffen.¹ Der deutsche Insolvenzgesetzgeber kennt – durchaus unter U.S.-amerikanischem Einfluss – eine solche Frist in §§ 21 Abs. 2 Nr. 5, 169 Abs. 1 Satz 2 InsO. Weltweit sind bei den meisten gedeckten Schuldverschreibungen die Forderungen der Obligationengläubiger zwar mehr oder weniger insolvenzfest gesichert, aber nicht insolvenzfrei, sondern vom Zahlungsstopp erfasst, sodass schon und vor allem aus diesem Grund eine entsprechende Liquiditätssicherung des Zahlungsflusses sinnvoll erscheint, die von

¹ Dazu *Stürmer/Kern*, Deutsche Pfandbriefe und U.S.-amerikanische Deckungswerte, 2007, S. 75 ff., 85, 101.

der Insolvenz unberührt ist. Rating Agenturen messen Obligationen auch an diesem Sicherungsstandard und legen ihn dann oft unmodifiziert an deutsche Pfandbriefe an. Gerechtfertigt ist dies aber gerade nicht, weil das deutsche Recht Insolvenzfreiheit garantiert und das Problem eines „automatic stay“ gerade *nicht* hat. Wenn die Begründung des Reformentwurfs insoweit eine „Schwäche“ des bisherigen Rechts konzediert, so besteht die Gefahr des Missverständnisses mit der Folge, dass der Pfandbrief mit seiner Liquiditätsvorhalterege lung in einen Topf mit anderen Obligationen geworfen wird. Es verdient deshalb ausdrückliche Klarstellung, dass die neue Liquiditätsvorhalterege lung den Sicherheitsabstand des Pfandbriefs zu vielen Konkurrenzprodukten deutlich erhöht, obwohl auch sie – mit anderer Zwecksetzung – entsprechende insolvenzfeste Liquidität vorhalten. Für deutsche Pfandbriefe ist eine Liquiditätssicherung zur Überbrückung insolvenzbedingten Zahlungsstopps nur in wesentlich geringerem Umfang insoweit nötig, als auslandsbelegene Deckungsmassebestandteile betroffen sein können. Hauptsächlich deckt die geplante deutsche Liquiditätssicherung aber allgemeine Kapitalmarkt- und Bankrisiken ab und damit Risiken, zu deren Sicherung bei anderen Pfandbriefmodellen oft gleichen Ratings trotz der liquiditätssichernden Deckung wenig oder nichts übrig bleibt. Es ist sonach auch in diesem Punkt verbessernder Reform sehr darauf Wert zu legen, dass Rating Agenturen und Markt seine Bedeutung speziell für den deutschen Pfandbrief richtig gewichten.

5. Deckungsfähigkeit von Forderungen gegen Drittstaaten und unterstaatliche Stellen

Die Neufassung des § 20 Abs. 1 PfandbriefG setzt den Anhang VI der insoweit neugefassten Bankenrichtlinie für öffentliche Pfandbriefe nur sehr vorsichtig um. Dies völlig zu Recht. Denn insbesondere der Rekurs auf Bonitätsbewertungen von Rating Agenturen in § 20 Abs. 1 Satz 1 lit. e) PfandbriefG ist zwar insgesamt unverzichtbar, aber angesichts des gegenwärtigen Regulierungsstandes für Rating Agenturen durchaus problematisch. Darauf wird gesondert einzugehen sein (sub III. 3).

Für deutsche Pfandbriefbanken ist vor allem der U.S.-amerikanische Markt neben der Schweiz von Belang. Man sollte die gegenwärtige Finanzkrise, die von den USA

ausging, aber nicht zum Anlass nehmen, allgemein einer Restriktion des Darlehensgeschäftes in den USA oder gar seinem völligen Ausschluss das Wort zu reden. Öffentliche Darlehensnehmer haben auch in den USA bisher Verluste besonderen Umfangs nicht gebracht, und es ist allgemein schwer absehbar, ob die Erholung der Kapital- und Finanzmärkte nicht in den USA rascheren Fortschritt machen wird als in Europa, sodass eine gesetzgeberisch verordnete Enthaltensamkeit nicht der richtige Weg sein kann. Bei unterstaatlichen Stellen als Darlehensnehmer kann das Rating der Agenturen allerdings immer nur die untere Grenze markieren. Das Gesamtsystem bleibt darauf angewiesen, dass die Pfandbriefbanken bei der Bonitätsbewertung von öffentlichen Darlehensnehmern ähnlich wie bei der Bewertung grundpfandrechtl. belasteter Grundstücke eigenverantwortlich strenge Maßstäbe anlegen.

III. Kreditwesengesetz und Finanzdienstleistungsaufsicht

Zum Kreditwesengesetz und zur allgemeinen Finanzdienstleistungsaufsicht sollen nur wenige ganz kurze Bemerkungen gemacht sein, die mit dem Pfandbrief in Zusammenhang stehen.

1. Anpassung des § 22j Abs. 1 KWG an die Insolvenzfestigkeit der im Refinanzierungsregister eingetragenen Forderungen

Nach dem Sinn und Zweck der §§ 22a ff. KWG sind Forderungen, die im Refinanzierungsregister eines Refinanzierungsunternehmens eingetragen sind, in der Insolvenz des Refinanzierungsunternehmens zugunsten des übertragungsberechtigten Unternehmens aussonderungsfähig. Dem entspricht nunmehr der klare Verweis auf § 771 ZPO bei Vollstreckungsversuchen der Einzelvollstreckung. Damit sind Missverständnisse einer seitherigen etwas wenig glücklichen Gesetzesfassung beseitigt.

2. Vertraglich gestaltete Verbriefung durch Emissionsvehikel und Zweckgesellschaften

Vertraglich gestaltete Verbriefungen vor allem über Emissionsvehikel unterliegen keiner unmittelbaren Regulierung. Eine mittelbar regulierende Qualitätskontrolle

findet vor allem insoweit statt, als die Verbriefungspositionen institutioneller Anleger einer Bonitätsbewertung bedürfen und Banken entsprechend Eigenkapital unterzulegen haben (Art. 94 ff. Bankenrichtlinie mit Anhang IX). Im Markt hat sich die vertragliche Verbriefung zu einem echten Konkurrenten des gesetzlichen Pfandbriefmodells entwickelt, bei dem die Bank voll forthaftet. Das unregulierte Wuchern vertraglicher Modelle ist nicht als glückliche Entwicklung zu betrachten, auch wenn solche Modelle teilweise der Empfehlung des IWF entsprachen (True Sale-Modelle) und sich gesamteuropäischen Wohlwollens erfreuten. Auf Dauer wird eine stärkere Standardisierung vertraglicher Produkte notwendig sein. Ob die mittelbare Regulierung über die Bonität nach der Bankenrichtlinie ausreicht, unterliegt eher berechtigten Zweifeln. Allerdings handelt es sich hier um eine Zukunftsaufgabe, die nicht vom nationalen Gesetzgeber, sondern am besten auf breiter internationaler Basis oder mindestens EU-weit zu bewältigen ist. Ein punktueller nationaler gesetzgeberischer Eingriff wäre gerade im gegenwärtigen Zeitpunkt mit seinem Bedarf an krisenbedingter Verbriefungstechnik nicht empfehlenswert. Auf Dauer kann dieser Markt aber m.E. nicht ohne direkte Regulierung im Sinne einer Standardisierung bleiben.

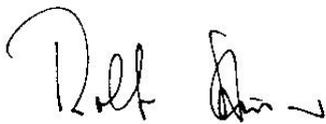
3. Die Rating Agenturen

Das reformierte Pfandbriefgesetz setzt wie das Kreditwesengesetz und die Bankenrichtlinie mit ihrem Anhang VI auf die Bonitätsbewertung durch Rating Agenturen. Es ist damit insoweit wie die Bankenrichtlinie ein Kind der Zeit vor der Finanzkrise.² Wenn sich Institutionen wie Rating Agenturen entwickeln, die Staaten, unterstaatliche Einheiten, Banken und Unternehmen bewerten und in mancherlei Hinsicht über dem nationalen Gesetzgeber zu stehen beginnen, so manifestiert sich darin zwar eine unverzichtbare Aufgabe, deren Erfüllung aber ohne Neutralitäts-, Qualitäts-, und Transparenzsicherung wirklich befriedigend nicht geleistet werden kann. Es ist deshalb absolut notwendig, von der Vorstellung ausreichenden

² Zur Kritik *Blaurock*, in: Boele-Woelki/van Erp, General Reports of the XVIIth World Congress of the International Academy of Comparative Law 2006, 2207, S. 481-521; *Habersack* ZHR 169 (2005), 185 ff.; *Stürner*, Markt und Wettbewerb über Alles?, 2007, S. 95 ff., 274 f.

Qualitätswettbewerbs und ausreichender Selbstregulierung und Selbstverpflichtung³ Abschied zu nehmen und auf EU-Ebene ein Minimum zwingender Standards konkret festzuschreiben, z.B. die Inkompatibilität von Rating und entwickelnder Beratung oder die Inkompatibilität von gewinnorientierter Eignerschaft bei Rating Agenturen und Banken, Unternehmen sowie Finanzinvestoren etc. Es ist auch nicht nachzuvollziehen, warum die EU in ihren Richtlinien auf Rating rekurriert, aber nicht ihrerseits den kommerziellen Agenturen einige auf Stiftungskapital gründende Agenturen mit hohen Neutralitäts- und Transparenzanforderungen zur Seite stellt. Selbst unter verbesserten Qualitätsbedingungen bleibt das Rating schwierig genug und kann proportionalitätswahrende Regulierung riskanter Finanzprodukte nicht ersetzen. Dies spricht nicht gegen die zügige Verabschiedung des vorgelegten Gesetzentwurfs, aber sein Mechanismus kann auf Dauer nur befriedigende Ergebnisse bewirken, wenn dieses Problem angepackt und gelöst wird.

Freiburg, am 15. Januar 2009

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Rolf Stürner', with a stylized flourish at the end.

Professor Dr. Rolf Stürner

³ So aber Art. 81 Bankenrichtlinie und Anhang VI Teil 2.