

Grußwort des Verbands deutscher Pfandbriefbanken

Der 29. August 1769 war ein Dienstag. Aber kein Dienstag wie jeder andere, sondern einer, der Spuren in der internationalen Finanzhistorie hinterlassen hat. Denn mit seiner Anordnung zur Gründung der Schlesischen Landschaft hat Friedrich der Große an diesem Tag die Grundlage für das Pfandbriefsystem gelegt. 250 Jahre sind seitdem vergangen und damit Anlass für die deutschen Pfandbriefbanken, mit dieser Festschrift die besondere Bedeutung des Pfandbriefs für die deutsche Wirtschaft und die Entwicklung des Finanzplatzes Deutschland zu würdigen.

Die Entwicklung der rechtlichen Grundlagen der Pfandbriefemission führte von der Unterzeichnung besagter ‚Cabinettsordres‘ über das Inkrafttreten des Hypothekendarstellungsgesetzes mehr als 130 Jahre später bis hin zum allgemeinen Pfandbriefgesetz im Jahr 2005. Just zum 250. Jubiläum steht nun der nächste Meilenstein auf der Agenda: die Harmonisierung von Covered Bonds in der Europäischen Union. Das Gesetzesvorhaben orientiert sich deutlich am Pfandbrief, Deutschlands traditionsreichstem Finanzprodukt, das das Maß für die Qualität der Assetklasse Covered Bonds darstellt. Eine Covered Bond-Richtlinie wäre ohne den Erfolg des Pfandbriefs an den internationalen Kapitalmärkten und die in der Folge weltweite Nachahmung dieses Instruments undenkbar.

Die historische Bedeutung des Pfandbriefs ist unstrittig. Er hat die Langfrstkultur in der Finanzierung von Immobilien und Gebietskörperschaften maßgeblich mitgeprägt und ermöglicht. Gleichzeitig ist er bis heute eine tragende Säule des hiesigen Finanzsystems und ein stabilisierender Faktor für die heimische Wirtschaft. So ist seine Geschichte eng mit der wirtschaftlichen Entwicklung Deutschlands und seiner Vorgängerstaaten verbunden. Denn mit dem Pfandbrief konnten die Emittenten im Verlauf des zurückliegenden Vierteljahrtausends einen bedeutenden Finanzierungsbeitrag zum Nutzen der Realwirtschaft leisten. Und sie tun es weiterhin.

Das im früheren Hypothekendarstellungsgesetz verbriefte Spezialbankprinzip wurde von den privaten Emittenten und ihrem Verband aus guten Gründen lange Zeit hochgehalten. Seine Abschaffung im Jahr 2005 war wohl erwogen, konsequent und zielführend. Fast eineinhalb Jahrzehnte später bestätigt die unverändert herausragende Reputation

des Pfandbriefs am Kapitalmarkt ebenso wie die positive Entwicklung der Anzahl von Emittenten das Vorgehen. In der Finanzkrise hat der Pfandbrief seine Zuverlässigkeit als Refinanzierungsinstrument einmal mehr bewiesen. Der Pfandbrief ist heute zum unverzichtbaren Element im strategischen Refinanzierungsmix der Kreditwirtschaft avanciert. Insofern ist es nachvollziehbar, dass er seit der Finanzkrise regulatorisch noch stärker privilegiert worden ist und von der Europäischen Zentralbank als Instrument der Offenermarktpolitik genutzt wurde.

In den ersten drei Kapiteln des vorliegenden Bands zeichnet die Historikerin Friederike Sattler die Geschichte des Pfandbriefsystems von seinen Anfängen bis zum Jahr 2005 nach. Im vierten Kapitel beschreibt der Covered Bond-Analyst Fritz Engelhard die jüngste Vergangenheit dieses Erfolgsprodukts, das sich zu einem der wenigen nachhaltigen Exportschlager des Finanzplatzes Deutschland entwickelt hat. Schließlich fassen beide Autoren gemeinsam in einem Epilog die wesentlichen Weichenstellungen der Entwicklungsgeschichte des Pfandbriefs zusammen, würdigen seinen Beitrag zur wirtschaftlichen Entwicklung und seine Rolle als Benchmark am Covered Bond-Markt.

„Der Pfandbrief – Ihr Grundstein zur Vermögensbildung“ titelten die Hypothekenbanken in ihrer Gemeinschaftswerbung zu Beginn der 1990er-Jahre. Seine besondere Qualität macht den Pfandbrief auch heute zu einem gesuchten Investment. 250 Jahre nach seiner Erfindung ist er so jung wie nie und seine Attraktivität ungebrochen. Die Pfandbriefbanken und ihr Verband werden sich weiterhin mit Verve und Mut zur Innovation dafür einsetzen, dass das auch in Zukunft so bleibt.

München, im Januar 2019

Dr. Louis Hagen
Präsident des Verbands deutscher Pfandbriefbanken

Vorwort des Herausgebers

Es ist nur wenigen bekannt, dass manche der heute am Kapitalmarkt populären Produkte eine lange Geschichte haben. Das 17. und 18. Jahrhundert brachten eine ganze Reihe von Finanzinnovationen hervor, die die Mobilisierung von Kapital durch neue Ideen zur Verteilung und Absicherung von Risiken ermöglichten, wenn sie zum Teil auch erst in späteren Jahrhunderten ihre eigentliche Blüte erlebten. Der 250. Jahrestag des Pfandbriefs, der den Anlass für das vorliegende Buch bildet, ist dabei etwas ganz Besonderes. Dass es sich um eine (wie frühere Kommentatoren spitz anmerkten: die bislang einzige) deutsche Finanzinnovation handelt, steht dabei nicht im Vordergrund, zumal, wie deutlich wird, auch andere europäische Länder ähnliche Produkte hervorbrachten und nicht immer genau geklärt werden kann, wer wen inspirierte. Fest steht jedoch, dass das von Friedrich dem Großen in der Kabinettsorder vom 29. August 1769 festgelegte Pfandbriefreglement regulatorische Eckpfeiler setzte, die – wenn auch in späteren Jahrhunderten geändert und ergänzt – bis heute zur Grundausstattung des Pfandbriefs gehören, in der europäischen Pfandbriefgesetzgebung eine wichtige Rolle spielen und zu seinem Erfolg maßgeblich beitragen. Zu würdigen ist aber nicht nur die regulatorische, sondern auch die wirtschaftliche Seite des Pfandbriefs. Zur Entwicklung von Landwirtschaft, Städtebau und Kommunen trug der Pfandbrief als Instrument der Kapitalmobilisierung maßgeblich bei. Als langfristige Kapitalanlage ist er ebenso von Bedeutung wie für das Treasury der Banken als Instrument der Liquiditätssteuerung.

Eine derart facettenreiche Produktgeschichte zu schreiben, ist überaus anspruchsvoll. Denn sie betrifft die Aktiv- und die Passivseite, das Hypotheken- und das Kapitalmarktgeschäft, die jeweiligen institutionellen und die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen beziehungsweise das Wettbewerbsumfeld, die Struktur der Emittenten und der Käufer und vieles mehr. Mit Friederike Sattler konnte das IBF eine renommierte Finanzhistorikerin für diese Aufgabe gewinnen, die wissenschaftliche Expertise mit der Begabung verbindet, Schneisen durch Detailreichtum und Stofffülle zu schlagen und nicht nur für Fachkreise lesbar schreiben zu können. Ihr gelingt es, die komplexen Zusammenhänge so zu erläutern, dass der Leser nicht den Faden verliert und nachvollziehbar wird, was den historischen Pfandbrief mit dem Kapitalmarktprodukt der Gegenwart verbindet und

letztlich sein Erfolgsgeheimnis ist. Die Bearbeitung des vierten und an die Gegenwart heranreichenden Kapitels hat Fritz Engelhard übernommen, der als auf Covered Bonds spezialisierter Analyst die Entwicklung des Pfandbriefs im Umfeld der Finanzkrise im Detail beobachtet und akribisch untersucht hat. Das Buchvorhaben hat von der hervorragenden Zusammenarbeit beider Autoren profitiert, die sich der Mühe unterzogen haben, ihre wichtigsten Ergebnisse in kompakter Form in einem gemeinsamen Epilog zusammenzufassen. Und schließlich hat Bernd Wittkowski dem Band eine Einleitung vorangestellt, deren journalistisches Können die Pfandbriefgeschichte so schmackhaft macht, dass man – auch ohne wissenschaftliches Interesse – das Buch ganz sicher nicht einfach zur Seite legen wird.

Die Autoren haben sich vom Jubiläumsanlass nicht den kritischen Blick auf die Pfandbriefgeschichte verstellen lassen, worin sie nicht nur durch den Herausgeber, sondern auch durch den Auftraggeber dieser Studie, den Verband deutscher Pfandbriefbanken, ausdrücklich bestärkt wurden. So stand die Unabhängigkeit der Autoren in der Beurteilung ihres Forschungsgegenstands auch für die Geschäftsführung des Verbands außer Frage, die gleichwohl großen Anteil an der Entstehung des Werks genommen und es mit großem Einsatz unterstützt hat.

Nach drei Jahren intensiver Begleitung dieses 2016 begonnenen Projekts durch das IBF kommt mir als Vorsitzendem des herausgebenden Wissenschaftlichen Beirats des Instituts die erfreuliche Aufgabe zu, das erfolgreiche Buchprojekt mit einem großen Dank an die beteiligten Akteure abzuschließen. Ich danke den Autoren Friederike Sattler und Fritz Engelhard für die in wissenschaftlicher und persönlicher Hinsicht überaus angenehme Zusammenarbeit. Dem Hauptgeschäftsführer Jens Tolckmitt sowie den Geschäftsführern Otmar Stöcker und Helga Bender danke ich für die Ermöglichung dieses Vorhabens, für das ausgeprägte Interesse und den fruchtbaren Dialog über seine wissenschaftlichen Ergebnisse. Ein besonderer Dank gebührt ihrem Kollegen Christian Walburg für die Begleitung zahlreicher Autorenbesprechungen und die Unterstützung der Recherchen sowie der Redaktionsphase.

Mit dem Franz-Steiner Verlag verbindet uns eine bewährte Zusammenarbeit, die der reibungslosen Drucklegung dieses Vorhabens sehr zugute kam. Dafür wie für den stets verlässlichen und unermüdlichen Einsatz der Geschäftsführerin des IBF Hanna Floto-Degener sowie des wissenschaftlichen Redakteurs Frank Dreisch möchte ich sehr herzlich danken.

München im Januar 2019

Bernd Rudolph,
Vorsitzender des Wissenschaftlichen Beirats des Instituts für Bank- und Finanzgeschichte

Einleitung

Die Venus passiert, was sie die nächsten 105 Jahre nicht mehr tun wird, die Sonne. Der englische Perückenmacher und Erfinder Richard Arkwright erhält ein Patent auf eine Spinnmaschine, die den Weg zur industriellen Revolution freimachen wird. Madame du Barry wird am französischen Hof eingeführt. Auf Korsika wird Napoleon Bonaparte geboren und in Berlin Alexander von Humboldt. In Salzburg kommt die von Wolfgang Amadeus Mozart komponierte Opera buffa ‚La finta semplice‘ zur Uraufführung. Und Friedrich der Große lässt den Königlichen Weinberg am Klausberg in Potsdam anlegen.

Wir schreiben das Jahr 1769. Doch der König kümmert sich nicht nur darum, dass Schloss Sanssouci mit Reben versorgt wird, sondern tut noch etwas anderes Sinnvolles. Er erfindet den Pfandbrief.

Am Anfang steht eine Finanzkrise. Am Ende, ein Vierteljahrtausend später, das sei vorweggenommen, wird auch eine Finanzkrise stehen. 1769 entwickelt sich eine Situation, die wir heute als ‚Kreditklemme‘ bezeichnen würden. In der Klemme sitzen hunderte vielfach hochverschuldeter schlesischer Adelsfamilien und Großgrundbesitzer. Der Siebenjährige Krieg hat tiefe Spuren hinterlassen. Die Landwirtschaft liegt darnieder. Spekulationsgeschäfte machen die Lage nicht besser.

Remedur verspricht die berühmte ‚Cabinets Ordre‘ Friedrichs des Großen vom 29. August 1769, mit welcher der Grundstein für die Ausgabe von Pfandbriefen gelegt wird. Die vom ‚Alten Fritz‘ angeordnete Gründung einer Schlesischen Landschaft führt im Ergebnis dazu, dass die schwer lädierte Kreditwürdigkeit der Großgrundbesitzer wiederhergestellt wird. Grund und Boden oder landwirtschaftliche Güter werden verpfändet und dadurch zu Kredit und Geld gemacht, Hypotheken dienen den Pfandbriefinvestoren, die sich darüber hinaus einer subsidiären Garantie der emittierenden Landschaft und ihrer Mitglieder erfreuen, als Kreditsicherheit. Die ‚Landschaften‘ im damaligen Sinne beschreiben die Autoren als *genossenschaftlich-ständische Einrichtungen beziehungsweise als „Zwangsgenossenschaften‘ für adelige Grundeigentümer mit staatlicher Rückendeckung“*. Weitere Neugründungen solcher Bodenkreditanstalten in Preußen folgen bald. Letztlich

bringen die Landschaften mit der ‚Securitisierung‘ des 18. Jahrhunderts den ins Stocken geratenen Geld- und Wirtschaftskreislauf wieder in Schwung.

Mit dem Pfandbrief kann nun eine deutsche Erfolgsgeschichte ihren 250. Geburtstag feiern. Dies ist eine Geschichte des permanenten Strukturwandels, eine wechselvolle Geschichte von Gründungs- und Konsolidierungswellen, eine Geschichte von nicht uneingeschränkt überzeugenden regulatorischen und politischen Eingriffen, zuweilen auch eine Geschichte der missbräuchlichen Instrumentalisierung des Pfandbriefs und seiner Emittenten. Nicht zuletzt ist dies eine Geschichte von Kriegen und Krisen unterschiedlichster Art, von Hyperinflation und Währungsreformen.

Wer die hier ausführlich beschriebene Geschichte des Pfandbriefs und der Hypothekendarlehenbanken liest, muss sich tatsächlich wundern, dass diese frühe Finanzinnovation bis heute überlebt hat. So ergeht es allem Anschein nach auch den Autoren Friederike Sattler und Fritz Engelhard, die dem Produkt, das immerhin fast halb so alt ist wie die Reformation, im Epilog ein *„erstaunlich lange[s] Leben“* attestieren. Fürwahr zeichnen sich der Pfandbrief und die Pfandbriefbanken durch eine bemerkenswerte Krisenresistenz, Anpassungsfähigkeit und Erneuerungskraft aus. Das Geschäftsmodell ist bei allem tiefgreifenden Wandel, den es mit den Zeitläuften immer wieder durchlebt hat, heute so modern wie es 1769 zukunftsweisend war. Und der in seiner Grundstruktur stabile rechtliche Rahmen, der gleichwohl von Zeit zu Zeit weitreichenden Renovierungsmaßnahmen unterzogen wurde, erscheint im 21. Jahrhundert so intakt wie vor 250 Jahren.

Gut ein Jahr nach der königlichen Anordnung werden Ende 1770 die ersten Pfandbriefe der Schlesischen Landschaft emittiert. Das junge Finanzprodukt, das in den Anfangsjahren einen attraktiven Zins von fünf Prozent bietet, etabliert sich rasch. Es ist übertragbar, wird erst außerbörslich, nach wenigen Jahren von Maklern und später auch an regulierten Märkten gehandelt. Der Pfandbrief gewinnt dementsprechend an Bedeutung für die Kapitalmärkte und an Beliebtheit bei zunehmend breiten Anlegerschichten, nicht zuletzt dank der Sicherheit, die man ihm zuerkennt: *„Pfandbriefe galten bald als eine sehr sichere Anlage, die den Staatsanleihen nicht nachstand“*, lesen wir in der hier vorgelegten Geschichte. Auch über Preußen hinaus bewährt sich das ‚Wertpapier der besonderen Art‘ in der Folgezeit als Finanzierungsmedium für Kreditsuchende ebenso wie als eigenständige Assetklasse für die Anleger.

Etwa 100 – an den damaligen Finanzmärkten durchaus ereignisreiche – Jahre später sind auch jenseits der ursprünglichen Zielgruppe des grundbesitzenden Adels immer mehr Landschaften und daneben neue Formen von Kreditinstituten (‚Kreditvereine‘) entstanden. Bei aller Solidität der rechtlichen Grundlagen über die Jahrhunderte: In dieser Phase registrieren die Autoren nicht weniger als einen ersten ‚Quantensprung‘ in der Rechtskonstruktion des Pfandbriefs, der jetzt genau betrachtet gar kein echter Pfandbrief mehr sei, sondern nur noch eine Teilschuldverschreibung des ausgebenden

Instituts. Anders als in der Anfangszeit besteht nämlich kein direktes Rechts- und Haftungsverhältnis zwischen Darlehensschuldner und Pfandbriefinhaber.

Auch die ohnehin umstrittene korporative Generalgarantie ist mittlerweile perdu – und damit die doppelte Sicherheit. Doch das Pfandbriefsystem ist durch die tiefgreifenden Änderungen nun umso flexibler. Die bankmäßige Platzierung und Bemühungen um eine Kurspflege tragen etwa um das Ende des ersten ‚Pfandbrief-Jahrhunderts‘ zur weiteren Professionalisierung des Produkts bei.

Vor allem in der zweiten Hälfte des 19. Jahrhunderts kommt es, angetrieben auch vom expandierenden städtischen Wohnungsbau, zu einer Gründungswelle von Hypothekenbanken, die inzwischen vermehrt als private Aktiengesellschaften in Erscheinung treten. Bayerische Hypotheken- und Wechsel-Bank (bereits 1835 gegründet), Frankfurter Hypothekenbank, Deutsche Hypothekenbank in Meiningen oder Süddeutsche Bodencreditbank, um nur einige Beispiele zu nennen, sind zwar als eigenständige Einheiten längst nicht mehr existent, aber auch für viele heutige Zeitgenossen noch vertraute Namen von Neugründungen aus dieser Zeit. Bis zur Reichsgründung 1871 entstehen insgesamt rund 20 dieser meist überregional tätigen Institute. Obgleich der ‚stürmische Aufschwung‘ in einen Überschwang mündet und auch sehr unschöne Nebenwirkungen wie eine Immobilienkrise zeitigt, verdoppelt sich die Zahl der Banken bis zum Ende des Jahrhunderts auf 40.

Die Geschichte eines für sich genommen zunächst einmal eher schlichten Finanzprodukts kann naturgemäß nicht erzählt werden ohne die politischen, ökonomischen und gesellschaftlichen Zusammenhänge, in denen es entsteht und sich entwickelt und von denen es oft entscheidend beeinflusst und geprägt wird. Das zeigt schon die Entstehungsgeschichte des Pfandbriefs, der ja, von Friedrich dem Großen vermutlich nicht ganz unbeabsichtigt, ein Mittel ist, mit dem sich die in wirtschaftliche Not geratenen Gutsbesitzer – ihres Zeichens wichtige Stützen der Monarchie – nicht nur sanieren, sondern dadurch letztlich auch ihren politischen Einfluss verteidigen können.

Zu den historischen Meilensteinen auf dem bisherigen Weg des Pfandbriefs gehören also nicht nur geschäftspolitische und strategische Entwicklungen wie der schrittweise Einstieg in die Kommunal- und Staatsfinanzierung im 20. Jahrhundert, die Erfindung des Jumbo-Pfandbriefs in den 1990er-Jahren, die Konsolidierungswellen der vergangenen 100 Jahre bis hin zu mehreren ‚Megafusionen‘, die zunehmende Internationalisierung des Geschäfts auf der Aktiv- wie auf der Passivseite, auch über Europa hinaus, oder die Abdeckung der gesamten Wertschöpfungskette selbst bei sehr komplexen Transaktionen. Nicht wegzudenkender Teil der Geschichte sind vielmehr auch Kriege und Staatsbankrotte, politische und gesellschaftliche Umbrüche oder gar Revolutionen, die ganz großen und die etwas kleineren fremdverschuldeten Krisen, von der einen oder anderen hausgemachten Affäre hier einmal abgesehen.

Der Pfandbrief, selbst zumindest indirekt ein Kind des Siebenjährigen Krieges, er- und überlebt in jungen Jahren die auch für das Geschehen an den Finanzmärkten folgenreicheren Napoleonischen Kriege im frühen 19. Jahrhundert. Zwei Weltkriege, dazwischen die Weltwirtschafts- und Bankenkrise von 1929 bis 1932, nach den Kriegen jeweils eine unvermeidbare Währungsreform, bis hin zur jüngeren Geschichte mit der von maßlosen Übertreibungen am US-Immobilienmarkt – Stichwort ‚Subprime-Hypotheken‘ – ausgehenden und 2007 über den Atlantik auch nach Deutschland schwappenden Finanzkrise sowie der sich nahtlos anschließenden Euro-Staatsschuldenkrise: Ein Finanzprodukt, das all diese Verwerfungen übersteht, muss von Natur aus kerngesund sein und über außergewöhnliche ‚Nehmerqualitäten‘ verfügen.

Bleiben wir für einen Moment bei der jüngsten Finanzkrise, die uns allen wegen der für manche schmerzhaften finanziellen, vor allem aber wegen der tiefgreifenden regulatorischen Folgen noch gut in schlechter Erinnerung ist. Weder haben sie und die nachfolgende Schuldenkrise im Euroraum ihre Ursache im Pfandbrief noch haben beide unmittelbaren Einfluss auf den Pfandbriefmarkt, wie die Autoren betonen. Die mittelbaren Folgewirkungen wiegen allerdings schwer und treffen eine Reihe von Pfandbriefbanken ziemlich direkt. Im Zuge der massiven Schiefelage der Hypo Real Estate (HRE) bedarf es im Herbst 2008 der Hilfe einer durchaus auch im Eigeninteresse handelnden säulenübergreifenden – das Wort erscheint hier nicht zu hoch gegriffen – ‚Solidargemeinschaft‘ der Kreditwirtschaft, vor allem aber auch des Staates respektive der Steuerzahler. Und auch wenn den Pfandbrief selbst keine ‚Schuld‘ trifft: Bei einer Pleite der Hypo Real Estate würde unter den gegebenen Umständen mit hoher Wahrscheinlichkeit der Pfandbriefmarkt kollabieren und andere Segmente des Kapitalmarktes in Mitleidenschaft ziehen. Ohne die reichlich unorthodoxe, weil rechtlich überhaupt nicht abgesicherte Einlagengarantie, die Bundeskanzlerin Angela Merkel (CDU) und Finanzminister Peer Steinbrück (SPD) am 5. Oktober 2008 den Sparerinnen und Sparern via Fernsehen übermitteln, sowie die nachfolgenden, letztlich einigermaßen geordneten Rettungs- und Abwicklungsaktionen auch bei anderen namhaften Adressen inklusive (Teil-)Verstaatlichungen wären ein Bank Run und damit eine weitere Eskalation der Krise sowie umso drastischere Auswirkungen auf die gesamte Volkswirtschaft kaum noch abzuwenden.

Wohl nicht von ungefähr begrüßt der Verband deutscher Pfandbriefbanken (vdp) schon ein paar Monate vorher, im April 2008, die Übernahme der Düsseldorfer Hypothekenbank durch den Einlagensicherungsfonds des privaten Bankgewerbes. *„Es entspricht dem ureigenen Interesse der privaten Banken, den Pfandbrief zu schützen“*, kommentiert später das Vorstandsmitglied des Bundesverbandes deutscher Banken (BdB) Thomas A. Lange, im Hauptberuf Vorstandsvorsitzender der Essener National-Bank, in einem Interview das damalige Einschreiten.¹ Und auch nicht ohne Grund erinnert dann im Oktober 2008 die Bundesregierung an die Sicherheit des Pfandbriefs und nimmt ihn deshalb von den da-

mals beschlossenen Maßnahmen zur Stabilisierung des Finanzmarktes aus – jedoch nicht, ohne zugleich für den Bedarfsfall Unterstützungsmaßnahmen in Aussicht zu stellen.

Im Zusammenhang mit der europäischen Staatsschuldenkrise und hier namentlich im Zuge des Schuldenschnitts Griechenlands sind dann schließlich mehrere Pfandbriefbanken auf Auffanglösungen angewiesen, und auch die Volatilität an den Finanzmärkten überschreitet die Risikotragfähigkeit einiger dieser Institute deutlich, wie die Autoren feststellen: *„Zum Jahresende 2011 überstieg der nicht realisierte Verlust auf die bis Fälligkeit im Anlagevermögen deutscher Pfandbriefbanken gebuchten Wertpapiere (vor allem Staatsanleihen aus dem Euroraum) mehrheitlich das Eigenkapital.“* Bei der Düsseldorfer Hypothekenbank habe dieser Zustand über sieben Geschäftsjahre angedauert.

Viele Familien haben ihre Sorgenkinder, warum soll es der Familie der Hypothekenbeziehungsweise Pfandbriefbanken anders gehen? Ein wenig provokant formuliert, zeigt die Geschichte des Bankwesens im Allgemeinen bei genauem Hinsehen ja sowieso, dass Krise eigentlich ein nur von zwischenzeitlichen Hochphasen unterbrochener Dauerzustand ist. Man hat offenbar gelernt, damit ganz gut zu leben. Belege gefällig? Blicken wir schlaglichtartig in die nachfolgend aufgeschriebene Pfandbriefhistorie: politisch bedingte Markturbulenzen; Überschuldung von Gutsbesitzern; Zahlungsmoratorien; Agrar- und als Folge Finanzkrisen; 1871 Konkurs der sieben Jahre zuvor gegründeten Sächsischen Hypothekenbank, die sich verspekuliert und ihre Pfandbriefgläubiger, die am Ende rund drei Fünftel ihres Investments verlieren, über den Tisch zieht; allzu leichtfertige Kreditvergabe, um die Nachfrage der ‚Kapitalisten‘ nach Pfandbriefen zu decken, und vieles mehr. Da kann man schon fast einen roten Faden erkennen.

Sogar von einer frühen ‚Bad Bank‘ berichten die Autoren, in die die 1866 gegründete Pommersche Hypotheken-Aktien-Bank nach zahlreichen Schuldnerinsolvenzen übernommene Grundstücke auslagert. Von den 40 bestehenden Hypothekenbanken geraten letztlich neun in die Bredouille, mit der Deutschen Grundschuldbank geht eine weitere in Konkurs. Aus jüngerer Zeit ist als eklatantes Beispiel einer hausgemachten Krise die milliardenschwere Schiefelage der Allgemeinen Hypothekenbank Rheinboden (AHBR) erinnerlich. Das Institut verzockt sich mit Zinsderivaten.

Nun sollte man denken, dass solche Vorkommnisse in einer gewissen Häufung nicht nur den jeweils direkt beteiligten Banken – bis hin zur Vernichtung der Existenz – und deren Stakeholdern schaden, sondern auf Dauer auch das Produkt, für das diese Häuser stehen, und den Markt, auf dem es gehandelt wird, in Misskredit bringen. Doch weit gefehlt. Stattdessen kann vdp-Präsident Louis Hagen kurz vor dem 250-jährigen Bestehen des Pfandbriefs unwidersprochen feststellen, dieser habe sich über die Jahrhunderte *„zu einem der wenigen Exportschlager des deutschen Finanzplatzes und zu einem Inbegriff von Zuverlässigkeit und Qualität entwickelt“*.² Hinzuzufügen ist, dass sich rechtzeitig zum Jubiläum die Mehrzahl jedenfalls der klassischen Hypotheken- beziehungsweise Pfandbriefbanken in recht ertrags- und kapitalstarker Verfassung präsentiert – trotz aller in

ihrer Ballung beispiellosen Herausforderungen durch Niedrig-, Null- und Negativzinsen, durch eine säkulare Regulierungswelle mit ungeahnten Kapital- und Meldeanforderungen sowie schließlich durch die disruptiven Brüche im alltäglichen Geschäft als Folge der Digitalisierung.

Wie sind die Pleiten, Pech und Pannen überdauernde Stabilität und das praktisch ungeschmälerte, allenfalls kurzzeitig gestörte Vertrauen zu erklären? Tatsächlich wissen die Marktteilnehmer offenbar zu differenzieren. Und so konstatieren die Autoren dieses Geschichtsbuchs völlig zu Recht, dass sich der Pfandbrief in der Finanz- und der Euro-Schuldenkrise bewährt habe. Auch auf dem Höhepunkt der Liquiditätsnöte 2008/09 hätten die Investoren ausreichend Vertrauen gezeigt, sodass sich die Pfandbriefbanken auf diese Refinanzierungsquelle verlassen konnten. *„Die Probleme mancher Pfandbriefbank – in Deutschland vor allem der HRE – entstanden nicht durch das Produkt ‚Pfandbrief‘, sondern waren durch eine verfehlte Geschäftsstrategie bedingt, die sich insbesondere durch eine hohe Abhängigkeit von der kurzfristigen Refinanzierung über den Geldmarkt und die Akkumulation hoher Wertpapierbestände kennzeichnen lässt. Das Anwachsen hoher Bestände an europäischen Staatsanleihen, zu dem auch der Öffentliche Pfandbrief als Refinanzierungsquelle beitrug, mag im Nachhinein als Fehlentwicklung in der Geschäftsstrategie mancher Pfandbriefbank erscheinen. Dafür aber den Pfandbrief verantwortlich zu machen, lässt sich nur schwerlich begründen.“*

Die dem Produkt gegenüber recht wohlwollende Einstellung der Akteure und anscheinend auch des überwiegenden Teils der Öffentlichkeit weist in der 250-jährigen Pfandbriefhistorie eine hohe Kontinuität auf, die sich an etlichen Exempeln festmachen lässt. *„Die Zurückhaltung des darleihenden Publikums machte [im frühen 20. Jahrhundert, Anmerkung des Verfassers] trotz der kurz zuvor aufgedeckten Mißwirtschaft der verkrachten Hypothekenbanken ziemlich schnell wieder vollem Vertrauen Platz“*, wird aus einer zeitgenössischen Untersuchung zu den damaligen Berliner Grundstückskrisen zitiert. Das gleiche Muster sehen wir dann zum Beispiel in der Weltwirtschafts- und Bankenkrise, in der sich – so meinen Sattler und Engelhard – gerade der Pfandbrief als relativ krisenfest erweist. Sein Ansehen sei in den Augen der Anleger durch die bisher schwerste, aber bestandene Bewährungsprobe sogar weiter gestiegen. Als die Börsen im Frühjahr 1932 wiedereröffnet werden, setzt sich der Pfandbrief im allgemeinen Aufschwung des Marktes für festverzinsliche Wertpapiere rasch an die Spitze der Kursentwicklung. *„Die Weltwirtschaftskrise hat so gesehen die Stärke des Pfandbriefs erst richtig erwiesen und sein Image als Inbegriff für Anlagensicherheit im kollektiven Gedächtnis der Deutschen fest verankert.“* Da ist man beinahe geneigt, sich noch mehr Krisen zu wünschen!

Spaß beiseite: Zur Vertrauensbildung oder Vertrauenswahrung trägt maßgeblich bei, dass die Hypotheken- beziehungsweise Pfandbriefbanken bei erkennbaren Fehlentwicklungen nicht tatenlos abwarten, bis der Gesetzgeber oder die Aufsichtsbehörden das jeweilige Regelwerk anpassen, sondern vielmehr selbst ihre Hausaufgaben machen, indem sie beispielsweise die Sicherheit und die Transparenz im Sinne der Anleger verbessern.

Oder indem sie bei Schieflagen einzelner Häuser entschlossen Sanierungs- oder gegebenenfalls auch solidarische Stützungsaktionen einleiten, um einen drohenden Vertrauensschaden von vornherein zu vermeiden oder wenigstens in Grenzen zu halten.

Jenseits solcher Selbsthilfe in schwierigen Situationen sind staatliche Regulierung, manchmal bis hart an die Grenze zur Strangulierung, und oft leider auch politisch motivierte sachfremde Interventionen ständige Begleiter des Pfandbriefs und der emittierenden Banken. Die grundsätzlich ja sinnvolle und notwendige Rechtssetzung fängt schon mit dem Reglement für die Schlesische Landschaft an. 250 Jahre danach sehen wir die gerade für kleinere und mittelgroße Institute sowie für Pfandbriefbanken mit ihrem grundsätzlich risikoaversen Geschäftsmodell vielfach kontraproduktiven Folgen einer historisch beispiellosen Regulierungswelle, mit der Gesetzgeber und Behörden auf die Finanzkrise reagieren. Der Zwang zur Eigenkapitalunterlegung nicht nur nach den risikogewichteten Aktiva, sondern zusätzlich gemäß einer starren Leverage Ratio in Relation zur absoluten Bilanzsumme ist ein Beispiel für einen regulatorischen Rückfall in alte Zeiten. Zugleich beginnt mit jetzt immer konkretere Formen annehmenden Themen wie Kapitalmarktunion, Harmonisierung von Covered Bonds oder auch dem Aktionsplan ‚Finanzierung nachhaltigen Wachstums‘ der EU-Kommission eine neue Dimension der Regulierung auf europäischer Ebene.

Nebenbei bemerkt: Der Harmonisierung des Hypotheken- und Grundpfandrechts in der damaligen Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft (EWG) wandte sich schon sehr früh der 1967 entstandene Europäische Hypothekenverband zu, wie der Geschichte zu entnehmen ist. Als dieses Buch ein gutes halbes Jahrhundert nach dessen Gründung geschrieben wird, ist die Angleichung der Regelwerke für gedeckte Schuldverschreibungen in Europa – ein über den Daumen gepeilt 2,5 Billionen Euro schwerer Markt – immerhin in greifbare Nähe gerückt. Europas Mühlen mahlen langsam.

Zurück in die Vergangenheit: Mit dem in Kernelementen wie dem Deckungsprinzip und dem Gläubigervorrecht im Konkursfall bis heute erhaltenen deutschen Hypothekensbankgesetz von 1899 kommt es – immerhin 130 Jahre nach der Kabinettsorder Friedrichs des Großen – zur ersten grundlegenden und umfassenden Kodifizierung einschlägiger Normen für diese Institutsgruppe. Aus Sicht der Autoren ist dies ein maßgeblicher Beitrag zum langfristigen Überleben des Pfandbriefs als Refinanzierungs- und Anlageprodukt am deutschen Kapitalmarkt. 1927 folgt ein Gesetz, das die Ausgabe von ‚Pfandbriefen‘ der öffentlich-rechtlichen Kreditanstalten regelt, wobei deren Emissionen etwa vom Schutzzumfang der Gläubiger her den Pfandbriefen der privaten Hypothekensbanken zunächst unterlegen sind.

Im Lauf der bisherigen zweieinhalb Jahrhunderte des Pfandbriefs gibt es immer wieder Novellierungen des branchenspezifischen ‚Grundgesetzes‘ von 1899, die mal mehr, mal weniger ans Eingemachte gehen, die die Banken das eine Mal in ihren Aktivitäten einschränken und ihnen das andere Mal neue geschäftliche Spielräume eröffnen. Zu den

weitreichendsten Reformen gehört ohne Frage das 2005 in Kraft tretende einheitliche Pfandbriefgesetz im Zusammenhang mit der Abschaffung von Anstaltslast und Gewährträgerhaftung der Landesbanken. Das lange verteidigte Spezialbankprinzip wird damit über Bord geworfen. Seither kann jedes Institut, das die rechtlichen Anforderungen an das Geschäft erfüllt und über eine entsprechende Lizenz der Finanzaufsicht verfügt, Pfandbriefe ausgeben.

Wovon reichlich Gebrauch gemacht wird: Von rund 40 Emittenten bei Inkrafttreten des neuen Gesetzes verdoppelt sich deren Zahl bis zum Frühjahr 2018 auf knapp 80. *„Der Pfandbrief hat sich – nicht zuletzt dank der in der Finanzkrise bewiesenen hohen Stabilität – vom Hauptrefinanzierungsinstrument der Spezialinstitute zu einem strategisch wichtigen Instrument der gesamten Kreditwirtschaft weiterentwickelt“*, so vdp-Präsident Louis Hagen.³ Für die traditionellen Hypothekenbanken entfallen zugleich die mit dem alten Rechtszustand vorgegebenen Beschränkungen der Geschäftstätigkeit.

Regulierung kann, wie die Geschichte zeigt, für die Anbieter eben auch unterstützend wirken. Bisweilen läuft sie, wie zum Beispiel schon die Novelle des Hypothekenbankgesetzes von 1974, eher auf Deregulierung hinaus. Mit ihr wird das Kommunalgeschäft der Hypothekenbanken als zweites Hauptgeschäft definiert, die Institute dürfen fortan Kommunalkredite an europäische Staaten vergeben, die Umlaufgrenzen für die Refinanzierung werden ausgedehnt, ‚Finanzierungen aus einer Hand‘ können angeboten werden und manches mehr. Eine *„ganz beträchtliche Erweiterung des Geschäftskreises der Hypothekenbanken“* erkennen die Autoren in dem überarbeiteten Regelwerk. Ein früheres Beispiel einer entgegenkommenden Regulierung ist das Kapitalmarktförderungsgesetz von 1952, das unter anderem zur Steuerbefreiung von Zinserträgen aus Wertpapieren zur Förderung des sozialen Wohnungsbaus (‚Sozialpfandbriefe‘) führt – freilich nur für kurze Zeit.

Doch allzu oft sind die staatlichen Interventionen für die Hypothekenbanken und die Pfandbriefgläubiger belastender Art. Der Weg durch die ersten 250 Jahre scheint mit Eingriffen in den Wohnungsmarkt, der Beschneidung von Eigentümer- und Gläubigerrechten, Kontrollen des Kapitalmarktes, politischer Zinssteuerung, der Anordnung von Zahlungsmoratorien und anderem Teufelszeug regelrecht gepflastert zu sein.

Das alles ist indes nichts gegen die Eingriffe in Wirtschaft und Kapitalmarkt während des dunkelsten Kapitels auch der 250-jährigen Pfandbriefgeschichte, der Zeit des Nationalsozialismus von 1933 an. Der Kapitalmarkt wird zunehmend politisch gelenkt, um ihn vor allem für die öffentlichen Hände und damit für die Belange des NS-Regimes in Anspruch nehmen zu können, die Kapitalströme werden im Interesse der Aufrüstungspolitik gesteuert. So kommt es, dass auch ein eigentlich unverdächtiges Finanzprodukt wie der Pfandbrief für die Zwecke der NS-Diktatur instrumentalisiert und missbraucht wird, ebenso wie die emittierenden Banken. Und nicht wenige dieser Banken lassen sich offenbar mehr oder weniger freiwillig instrumentalisieren und missbrauchen: In die Vor-

bereitungen diskriminierender Maßnahmen gegen deutsche Juden auf dem Gebiet des Immobilienbesitzes wird die ‚Fachgruppe Private Hypothekenbanken‘ durch das Reichswirtschaftsministerium früh mit einbezogen, wie es heißt.

Dass Verbandsvertreter oder Mitgliedsinstitute damals Bedenken grundsätzlicher Art geäußert hätten, ist bisher nicht überliefert. *„Die Hypothekenbanken“*, so lesen wir, *„hatten seit 1933 selbst einen Prozess der schrittweisen Verdrängung ihrer jüdischen Leitungsmitglieder und Mitarbeiter durchlaufen.“* Dass im Arisierungsprozess die privaten Hypothekenbanken und die öffentlich-rechtlichen Realkreditinstitute bei Zwangsversteigerungen des Immobilienbesitzes emigrierender und schließlich deportierter Juden mitwirkten und den neuen Eigentümern mit Krediten zur Verfügung standen, stehe außer Zweifel.

Eine aus der jüngeren Vergangenheit stammende Intervention sui generis kann an dieser Stelle nicht unerwähnt bleiben. Wer geglaubt haben sollte, in seinen wahrhaft nicht gerade ereignisarmen ersten 240 Jahren habe der Pfandbrief alles ‚erlebt‘, was es für ihn zu erleben gibt, der hätte sich schwer getäuscht. Denn 2009 startet die Europäische Zentralbank (EZB) schon vor Staatsschuldenkrise und Euro-Rettungsmaßnahmen eine Serie von Ankaufprogrammen auch für Covered Bonds. Die Aktionen sind, wie die von der EZB betriebene Geldpolitik der quantitativen Lockerung insgesamt und namentlich die Staatsanleihekäufe, in höchstem Maße umstritten. Wie auch immer man die Ankaufprogramme im Nachhinein aus politischer und wirtschaftlicher Sicht beurteilt: Fest steht, dass die EZB mit ihren unkonventionellen Eingriffen in diesen Jahren eine fragwürdige Rolle als überaus aktiver Marktteilnehmer spielt, die Liquidität an den betroffenen Märkten verknappt, das Marktgeschehen, die Preisbildung und das Verhältnis von Risiko und Rendite verzerrt.

Die Geschichte des Pfandbriefs wäre nicht vollständig ohne einen Blick auf die ihrerseits bewegte und spannende Verbandsgeschichte. Den ersten – wegen brancheninterner Meinungsverschiedenheiten noch erfolglosen – Anlauf zur Bildung einer gemeinsamen Interessenvertretung der Hypothekenbanken datieren die Autoren auf das Jahr 1876. Diese kommt dann endlich bald nach Inkrafttreten des deutschen Hypothekenbankgesetzes von 1899 zustande. Ende 1902 wird innerhalb des ein Jahr zuvor konstituierten Centralverbandes des Deutschen Bank- und Bankiergewerbes ein ‚Sonderausschuss für das Hypothekenbankwesen‘ gebildet. Später geht daraus ein eigenständiger Verband hervor.

Zu den traurigen Kapiteln dieses Teils der Geschichte gehört zweifellos die im Februar 1934 eingeleitete ‚Neuordnung‘ des wirtschaftlichen Verbandswesens. Sie dient der politischen Gleichschaltung mit der NSDAP und der Durchsetzung des autoritären ‚Führerprinzips‘. Auch am Sonderausschuss für das Hypothekenbankwesen geht die nationalsozialistische ‚Neuordnung‘ nicht vorbei. Bis 1938 wird er sukzessive in die bereits erwähnte Fachgruppe Private Hypothekenbanken innerhalb der Wirtschaftsgruppe des privaten Bankgewerbes überführt, die den Centralverband ersetzt und der ‚Reichsgruppe Banken‘ untersteht.

Nach dem Zweiten Weltkrieg kommt es zu einer Wiederbelebung der Zusammenarbeit der Hypothekenbanken zunächst in Gestalt einer Arbeitsgemeinschaft, ehe 1953 in Bonn der Verband privater Hypothekenbanken, der Vorläufer des Verbandes deutscher Hypothekenbanken (VDH), aus der Taufe gehoben wird. Er erweist sich schon bald als eine wahrnehmbare Stimme der Branche, die nicht zuletzt in der Politik Gehör findet. Bereits in den Fünfzigerjahren des vergangenen Jahrhunderts treten die privaten Hypothekenbanken und die öffentlich-rechtlichen Kreditanstalten mit vom Fachpublikum sehr geschätzten und auch in der Breite der Öffentlichkeit stark beachteten gemeinsamen Kommunikationsinitiativen in Sachen Pfandbriefe und Kommunalobligationen, den späteren Öffentlichen Pfandbriefen, hervor. In den Siebzigerjahren baut der Verband, auch unter dem Eindruck kritischer Stimmen von Verbraucher- und Sparschützern, eine eigenständige und, wie der Verfasser dieser Einleitung aus eigener Anschauung weiß, im Lauf der Jahrzehnte zunehmend professionalisierte Presse- und Öffentlichkeitsarbeit auf. In den Neunzigerjahren macht sich der Verband dann unter anderem um ein systematisches, auch internationales Pfandbriefmarketing verdient.

Schon früh bringen sich die deutschen Interessenvertreter der Pfandbriefemittenten in die Verbandsarbeit auf europäischer Ebene ein. 1968 erfolgt der Beitritt zu dem im Jahr davor gegründeten Europäischen Hypothekenverband. 1992 wird dort auf deutsche Initiative ein eigenständiger Pfandbriefausschuss ins Leben gerufen, aus dem 2004 der European Covered Bond Council (ECBC), eine gemeinsame Plattform und Interessenvertretung der Emittenten und anderer Marktteilnehmer, hervorgeht. Dem ECBC sitzt der heutige vdp-Präsident Hagen, damals Hauptgeschäftsführer des VDH beziehungsweise des vdp, bis 2007 vor. Eingedenk der Verbreitung des Pfandbriefgedankens auch an angelsächsisch geprägten Finanzplätzen in und außerhalb Europas, der von Boston bis Peking veranstalteten Roadshows sowie der Eröffnung ständiger Verbindungsbüros in New York und Tokio bescheinigen die Autoren dem VDH, sich schon in den frühen Jahren des 21. Jahrhunderts „*längst zu einem Verband für alle deutschen Pfandbriefemittenten gewandelt*“ zu haben.

Das ist er dann vor dem Hintergrund der Abschaffung von Anstaltslast und Gewährträgerhaftung sowie des Inkrafttretens des neuen Pfandbriefgesetzes und der Aufgabe des Spezialbankprinzips von 2005 an auch formal, jetzt als Verband deutscher Pfandbriefbanken (vdp) – ein Name, der zugleich Programm ist. Die Metamorphose des Verbandes, der nun immer stärker mit den Herausforderungen insbesondere der europäischen Regulierung konfrontiert ist, erweist sich als erfolgreich, wie die Verfasser der Pfandbriefgeschichte festhalten.

Der vdp, einer von fünf Spitzenverbänden der deutschen Kreditwirtschaft, ist säulenübergreifend aufgestellt, integriert also private, genossenschaftliche und öffentlich-rechtliche Mitglieder unter einem Dach. Er zeichnet sich in seiner Interessenvertretung und Öffentlichkeitsarbeit durch hohe fachliche Kompetenz aus, agiert auf der politischen

und der regulatorischen Bühne, ob in Brüssel, Berlin, Bonn oder andernorts, ebenso wie gegenüber den Medien souverän, unaufdringlich und wirkungsvoll. Der Verband „*scheint in sich zu ruhen. Der Wechsel im Präsidentenamt von Jan Bettink zu Louis Hagen vor eineinhalb Jahren ging geräuschlos über die Bühne, und der seit 2009 amtierende Hauptgeschäftsführer Jens Tolckmitt [...] ist ohnehin die Stabilität in Person*“, kommentiert die Börsen-Zeitung 2017 in einem Leitartikel.⁴

250 Jahre Pfandbrief: Das ist, wie eingangs erwähnt und wie die Leser dieser Jubiläumsschrift feststellen werden, eine Erfolgsgeschichte. Es ist – wie könnte es anders sein – eine bewegte und gelegentlich auch bewegende Geschichte mit vielen Höhen und Tiefen. Denn auch ein an sich erst einmal vergleichsweise ‚langweiliges‘ Finanzprodukt ist eben genauso wie die beteiligten und betroffenen Interessengruppen – Kreditnehmer und Kreditgeber, Bauherren beziehungsweise ‚Häuslebauer‘ und Bauunternehmen, überhaupt die gesamte Immobilienwirtschaft, private und institutionelle Anleger, Börsen, Intermediäre, Aufseher, der Staat und seine Gebietskörperschaften et cetera, nicht zu vergessen die adeligen Grundbesitzer – den politischen, wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Zeitläuften ausgesetzt und wird in seiner Entwicklung von diesen geprägt. Das macht die Sache dann auch für das Produkt selbst und für seine Stakeholder so überaus spannend.

Entscheidend ist, dass der Pfandbrief über allen Strukturwandel, über Kriege, Krisen, Staatsbankrotte, Währungsreformen und andere Schicksalsschläge hinweg, von kurzen Phasen der politischen Instrumentalisierung und des Missbrauchs hier einmal abgesehen, seine bank- und volkswirtschaftlichen Aufgaben im Interesse der unterschiedlichen Anspruchsgruppen bravourös erfüllt hat. Diese Erfolgsgeschichte wird nicht zuletzt dank der in 250 Jahren nachgewiesenen Innovationskraft, Flexibilität und Krisenresistenz der Hypotheken- und Pfandbriefbanken weitergehen. *Ad multos annos!*

Friederike Sattler

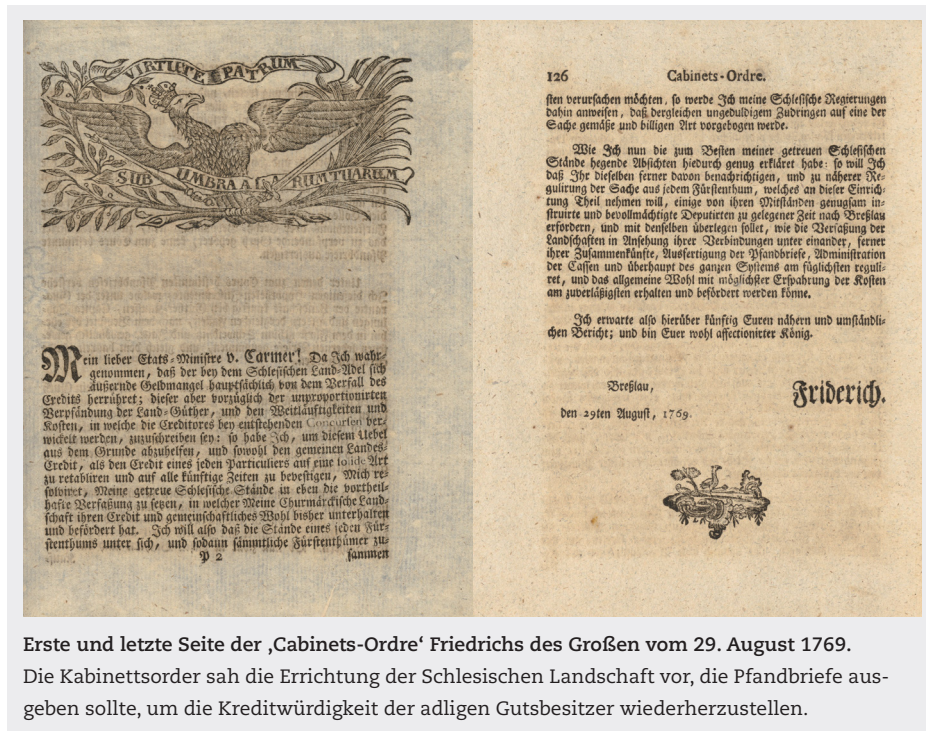
Von den Anfängen bis zum Boom der Hypothekenbanken (1769 bis 1914)

I. Die ‚Cabinets Ordre‘ Friedrichs des Großen vom 29. August 1769

Nach dem Ende des Siebenjährigen Krieges im Jahr 1763 stand der preußische Staat vor dem Problem, seine Landwirtschaft wiederzubeleben, denn diese hatte unter den langjährigen militärischen Operationen des Krieges schwer gelitten. Die Instandsetzung von Wohn- und Wirtschaftsgebäuden sowie die Beschaffung von Vieh, Futter, Saatgut und Geräten war keineswegs nur eine bedeutende wirtschaftliche, sondern auch eine eminent politische Aufgabe, zählten die adeligen Großgrundbesitzer doch zu den wichtigsten gesellschaftlichen Stützen der preußischen Monarchie. Nicht wenige von ihnen, die als Landjunker einen Gutsbetrieb führten, waren jedoch hoch verschuldet und vom Bankrott bedroht. Besonders in der zuvor österreichischen Provinz Schlesien, um die seit 1740 drei Kriege geführt worden waren, bewegten sich zahlreiche Rittergüter auf den Ruin zu.¹ Fast alle preußischen Gutsbesitzer aber standen vor erheblichen Schwierigkeiten, die für den Wiederaufbau ihrer Betriebe erforderlichen langfristigen Kredite aufzubringen. Denn der Kredit, der sich bisher hauptsächlich aus den drei Quellen Familie, Kirche und Kaufleute gespeist hatte, lag am Ende des Siebenjährigen Krieges darnieder. Verschärft wurde die Lage noch durch eine schwere Finanzkrise, die sich aus dem Zusammenbruch europaweiter, spekulativer Handelsgeschäfte in der Schlussphase des Siebenjährigen Krieges ergab und sich 1763, ausgehend von Amsterdam, über Hamburg bis nach Berlin ausweitete. Sie wurde in Preußen mit einer Münzverschlechterung beantwortet und führte zu einer massiven Kreditverknappung für die Großgrundbesitzer.²

Eine Kabinettsorder Friedrichs des Großen vom 29. August 1769 versuchte, hier Abhilfe zu schaffen, indem sie die Errichtung einer Schlesischen Landschaft vorsah, die zur

Wiederherstellung der Kreditwürdigkeit des Adels neuartige Pfandbriefe ausgeben sollte.³ Schon zwei Jahre zuvor hatte der aus der Hansestadt Bremen stammende, eine Zeit lang in Amsterdam tätige, nun in Berlin ansässige Kaufmann Diederich Ernst Bühring, der auf reiche Erfahrungen mit dem Einsatz von hypothekarisch besicherten Wertpapieren zur Finanzierung von Geschäften unter anderem in den niederländischen Kolonien zurückgreifen konnte, einen in diese Richtung weisenden Plan ausgearbeitet.⁴ Bührings wichtigstes Anliegen war es, den Wert des vorhandenen Grund und Bodens durch die Ausgabe von Pfandbriefen zu mobilisieren, die frei übertragbar sein sollten, damit sie möglichst vielseitig als Zahlungsmittel eingesetzt werden konnten. Offenkundig stark beeinflusst von Johann Heinrich Gottlob von Justi, einem der wichtigsten Ökonomen dieser Zeit, wollte Bühring die Zirkulation des Geldes verbessern, um auf diese Weise den Wohlstand des Landes zu heben.⁵ Er schlug deshalb die Etablierung einer ‚Generallandschaftskasse‘ für ganz Preußen vor: Sie sollte einerseits für alle Kredit suchenden Grundbesitzer auf dem Lande wie in den Städten, unabhängig von ihrem sozialen Stand, die Ausgabe übertragbarer Pfandbriefe übernehmen, andererseits die regelmäßige, pünktliche Zinszahlung an die Gläubiger sicherstellen. Doch dazu kam es nicht, denn der preußische Justiz- und Finanzminister Johann Heinrich Casimir von Carmer favorisierte stattdessen die Errichtung von administrativ besser zu kontrollierenden, territorial klar abgegrenzten ‚Landschaften‘ für die jeweils in einer Region ansässigen adeligen Großgrundbesitzer. Nach eingehenden Beratungen rief Friedrich der Große mit der Kabinettsorder vom 29. August 1769 deshalb eine adelige Landschaft nur für Schlesien ins Leben. Ein entsprechendes Reglement, das Casimir von Carmer, gestützt auf seinen Mitarbeiter Carl Gottlieb Svarez, ausgearbeitet hatte, wurde im Juli 1770 von dem eigens dafür seit vielen Jahren erstmals wieder einberufenen Generallandtag der Schlesischen Stände beraten, beschlossen und sodann vom König bestätigt.⁶ Die Schlesische Landschaft nahm ihren Sitz in Breslau und konnte im Dezember 1770 die ersten Pfandbriefe ausgeben.⁷ Da die Schlesische Landschaft für ihre Pfandbriefe sehr bald „*Liebhaberei in der Kapitalwelt*“ fand, wie es ein späterer Beobachter ausdrückte,⁸ das neue Kreditsystem also die erhofften günstigen Auswirkungen für die schlesischen Großgrundbesitzer zeigte, die endlich wieder Investitionen vornehmen und ihre Wirtschaften konsolidieren konnten, ließen weitere Neugründungen, auch außerhalb Preußens, nicht lange auf sich warten.⁹ Überall dort, wo sich der grundständige Adel als privilegierte Körperschaft hatte behaupten können, also auch in Hannover, Mecklenburg und Sachsen, ferner in Russland, im Baltikum, in Polen und Galizien sowie in Österreich-Ungarn, entstanden im späten 18. und frühen 19. Jahrhundert den preußischen Landschaften vergleichbare Einrichtungen, bei denen sich ständisch-feudale mit genossenschaftlichen und auch staatlichen Elementen mischten.¹⁰ Im Fall Preußens führte der König als Repräsentant des im Entstehen begriffenen modernen, aufgeklärten Staates selbst die oberste Regie bei der



Erste und letzte Seite der ‚Cabinets-Ordre‘ Friedrichs des Großen vom 29. August 1769.

Die Kabinettsorder sah die Errichtung der Schlesischen Landschaft vor, die Pfandbriefe ausgeben sollte, um die Kreditwürdigkeit der adligen Gutsbesitzer wiederherzustellen.

zweckmäßig erscheinenden Wiederbelebung ständisch-feudaler Strukturen zur besseren Kreditbeschaffung für die Gutswirtschaften.

Im Königreich Dänemark, das wirtschaftlich betrachtet schon recht weit entwickelt war, entstand im Jahr 1795 ebenfalls ein neues Realkreditinstitut, das sich auf die Ausgabe von Pfandbriefen stützte: die nach einem verheerenden Großbrand in Kopenhagen zum Wiederaufbau der Hauptstadt gegründete ‚Kreditkassen for Husejere i Kjøbenhavn‘. Sie verstand sich allerdings – anders als die Landschaften – nicht als eine genossenschaftlich-ständische Vereinigung von Schuldnern, sondern als gemeinnützige Vereinigung von Kreditoren. Sie wurde von der Dänischen Krone mit einem Kapitalstock ausgestattet, der als Garantie für die ausgegebenen Pfandbriefe diente. Ausgehend von dieser Weichenstellung, der die Gründung weiterer Hypothekenvereinigungen folgte und die zugleich einen neuen Kurs für bereits bestehende ländliche Kreditinstitute vorgab, entwickelte sich in Dänemark rasch ein sehr bedeutender Markt für Pfandbriefe; er galt bald als einer der größten nicht nur in Skandinavien, sondern in ganz Europa.¹¹

Die in Preußen seit dem späten 18. Jahrhundert nach dem schlesischen Vorbild gegründeten Landschaften dienten dagegen ausschließlich dem Agrarkredit. Sie können als ständische, zwangsgenossenschaftlich organisierte Bodenkreditanstalten für die ade-

ligen Großgrundbesitzer einer bestimmten Region betrachtet werden: Ein Wahlrecht bestand für sie nämlich nicht, sie mussten der Landschaft ihrer Provinz oder Region beitreten und eine so genannte Generalgarantie für alle von ihrer Landschaft ausgegebenen Pfandbriefe übernehmen, ganz unabhängig davon, ob sie selbst ein Darlehen in Anspruch nahmen oder nicht. Diese Generalgarantie ihrer Mitglieder gewährte der Landschaft als Institution – für den Fall, dass die Verwertung der Pfandobjekte und das landschaftseigene Vermögen nicht ausreichten, um die Ansprüche der Gläubiger zu befriedigen – ein Zugriffsrecht auf das Vermögen aller zwangsweise Inkorporierten, die nicht nur dinglich mit ihrem jeweiligen Gut, sondern unbeschränkt persönlich mit ihrem gesamten unbeweglichen und beweglichen Vermögen hafteten.¹² Mithin besaßen sie ein starkes Interesse an einer gedeihlichen Tätigkeit ihrer Landschaft. Dafür kamen sie in den Genuss langfristiger Kredite zu relativ günstigen Zinsen.

* * *

Die landschaftlichen Pfandbriefe selbst, deren Ausgestaltung im Reglement für die Schlesische Landschaft genauestens festgelegt und bei späteren Gründungen meist nur geringfügig angepasst wurde, stellten die eigentliche Innovation dar: Anders als ihre Vorläufer, etwa die ‚ledernen Briefe‘ der schlesischen Fürstentümer Schweidnitz und Jauer, denen sie vom Äußeren her nachempfunden waren, wurden sie leicht übertragbar gemacht. Es handelte sich bei ihnen nicht um Namens-, sondern um Inhaberpapiere, die mit einem festen Zinssatz und auch zu relativ kleinen Beträgen von 20, 40, 60, 80 bis 100 sowie außerdem von 1.000 bis 10.000 Reichstalern emittiert wurden.¹³ Mit ihrer Hilfe konnte der Wert des vorhandenen Bodens viel einfacher ‚mobilisiert‘ und zur Beschaffung von fest verzinstem, langfristig zur Verfügung stehendem Kapital genutzt werden. Denn die kleinen Nennbeträge und die leichte Übertragbarkeit verliehen dem landschaftlichen Pfandbrief eine geldähnliche Funktion und sorgten für seine rasche Verbreitung. Er musste zwar zunächst weiterhin vom Schuldner selbst vertrieben werden, also entweder vom einzelnen Großgrundbesitzer oder – unter Anrechnung eines Disagios – von der betreffenden Landschaft. Doch das tat seiner Verbreitung keinen Abbruch, zumal sich sehr bald erste, rudimentäre Sekundärmärkte entwickelten. Die landschaftlichen Pfandbriefe wurden anfangs mit unbegrenzter Laufzeit ausgegeben, konnten von den Schuldnern aber zurückgekauft und damit gelöscht werden; regelmäßige Tilgungszahlungen waren dagegen zunächst nicht vorgesehen.¹⁴

Die Kapitalgeber, darunter vor allem Kaufleute und Bankiers aus Breslau, Berlin und anderen Handelsstädten, waren vor allem deshalb bereit, vermehrt in die neuartigen Pfandbriefe zu investieren, weil diese doppelt besichert waren: zum einen mit dem landwirtschaftlichen Gut des Kreditnehmers, für das sie – wie der Name des Wertpapiers es sagte – ein rechtlich und wertmäßig einwandfrei ‚verbrieftes Grundpfandrecht‘ erhielten und das überhaupt nur zur Hälfte seines Wertes beliehen werden durfte; zum

anderen mit der gemeinschaftlichen Generalgarantie der Landschaft, also zusätzlich auch mit dem Vermögen ihrer sämtlichen Mitglieder.¹⁵ Die Kapitalgeber mussten sich also nicht eingehend mit der wirtschaftlichen Lage eines individuellen Schuldners auseinandersetzen, wenn sie sich besser absichern wollten, sondern sie konnten auf die erklärte Garantie einer genossenschaftlich-ständischen Einrichtung vertrauen, die fest in den bestehenden sozialen und politischen Strukturen verankert war und außerdem den Rückhalt des Königs besaß.¹⁶ Insbesondere die gemeinschaftliche Generalgarantie der Landschaft sollte sicherstellen, dass die Großgrundbesitzer – eben auch die nicht selbst Kredit aufnehmenden – gegenseitig auf eine gute Wirtschaftsführung achteten, die gewährten Kredite also produktive Verwendung fanden.¹⁷ Die Landschaften versprachen, für regelmäßige und pünktliche Zinszahlungen zu sorgen. Außerdem wurden die Pfandbriefe in die Grundbücher eingetragen und bekamen Priorität vor allen anderen Schulden eingeräumt. Dort bereits eingetragene Schulden wurden vor der Vergabe eines Pfandbriefs möglichst getilgt; wenn das nicht möglich war, musste das Pfandbriefvolumen entsprechend begrenzt werden.¹⁸ Sollte ein Schuldner mit seinen Zinszahlungen in Verzug geraten, konnte die Landschaft sein Gut unter Zwangsverwaltung nehmen; eine sofortige Zwangsversteigerung, wie Diederich Bühring sie vorgesehen hatte, war indessen zunächst nicht möglich.¹⁹

Praktisch betrachtet, konnte ein adeliger Großgrundbesitzer nun jederzeit einen Kreditantrag an seine Landschaft stellen. Diese nahm daraufhin – nach den Richtlinien des jeweils gültigen Reglements – die Schätzung des betreffenden Gutsbetriebes vor, um eine Kreditlinie festlegen zu können. Dass es vor allem in den östlichen Provinzen Preußens bereits ein amtliches Grundstückskataster gab, das für die Feststellung der Grund- und Gebäudesteuern angelegt worden war, erwies sich dabei als überaus hilfreich.²⁰ Die Bewertung orientierte sich entweder an der Ertragskraft der Gutswirtschaft oder am letzten Verkaufswert. Wurde die Ertragskraft zugrunde gelegt, indem ein Bevollmächtigter der Landschaft den so genannten Grundsteuerreinertrag schätzte, so konnte der Kredit – nach dem Reglement der Schlesischen Landschaft – maximal das 15- bis 20-fache des ermittelten Wertes betragen. Eine solche Schätzung war allerdings trotz der peniblen Bestimmungen des Reglements nur äußerst schwer genau vorzunehmen, denn sie galt als stark manipulationsanfällig: So mancher Gutsbesitzer hatte am Tag der Schätzung beispielsweise mehr Vieh im Stall stehen als er nach Recht und Gesetz tatsächlich sein Eigen nennen konnte. Nahm man stattdessen einfach den letztmalig erzielten Verkaufswert der Gutswirtschaft zum Ausgangspunkt, was in der Praxis anfangs überwiegend der Fall war, so durfte sich der Kredit nach den in Schlesien geltenden Bestimmungen auf maximal die Hälfte dieses Wertes belaufen.²¹ Wenn eine Kreditzusage erfolgt war, wurde dem Gutsbesitzer zum darauffolgenden Johannis- oder Weihnachtstag ein von der Landschaft ausgestellter individueller Pfandbrief ausgehändigt. Diesen Pfandbrief konnte der Großgrundbesitzer an einen Dritten weiterverkaufen oder aber bei seiner Landschaft in

Bargeld einlösen. Dabei wurde zwischen den ‚Realisations-Briefen‘ und den ‚Capitals-Briefen‘ unterschieden. Erstere durften von der einzelnen Landschaft überhaupt nur im Umfang von zehn Prozent des Gesamtvolumens der emittierten Pfandbriefe herausgegeben werden; sie lauteten auf Beträge von 20, 40, 60, 80 oder 100 Reichstalern, die bei Vorlage des Pfandbriefs von der Landschaft sofort in bar auszuzahlen waren. Letztere dagegen wurden in Beträgen von 1.000 bis 10.000 Reichstalern ausgestellt, konnten ebenfalls als Zahlungsmittel eingesetzt werden, etwa bei Warenhandelsgeschäften, wurden vorzugsweise aber als Wertpapiere gehandelt oder dauerhaft aufbewahrt. Die ‚Capitals-Briefe‘ konnten von ihren Inhabern nur nach vorausgehender halbjähriger Kündigung bei der ausgebenden Landschaft in Bargeld eingetauscht werden. Der Haben-Zinssatz der ersten Schlesischen Pfandbriefe betrug fünf Prozent, änderte sich dann aber in Abhängigkeit von den Verhältnissen am Geldmarkt. Die Schlesische Landschaft gewährte ab 1777 nur noch $4\frac{2}{3}$ Prozent, ab 1788 nur noch vier Prozent. Der Großgrundbesitzer als Schuldner hatte dementsprechende halbjährliche Zinszahlungen an seine Landschaft zu leisten, zuzüglich eines Quittungsgroschen genannten Aufschlags von maximal einem Prozent bei den ‚Realisations-Briefen‘, der für die Deckung der Verwaltungskosten genutzt werden sollte. Alle Mitglieder besaßen ein starkes Interesse daran, den Verwaltungsaufwand möglichst gering zu halten.²² Denn nur so konnte die Landschaft schrittweise eigene Reserven aufbauen, um für Notfälle gewappnet zu sein. Zunächst aber musste sie mit einem gewissen Kapitalstock ausgestattet werden, der der Schlesischen Landschaft vom preußischen König in Höhe von 200.000 Reichstalern „auf ewige Zeit“ zur Verfügung gestellt wurde und mit zwei Prozent nur sehr niedrig verzinst werden musste, später sogar als Schenkung überlassen wurde. Die halbjährlichen Zinszahlungen des Schuldners wurden von der Landschaft sorgfältig auf der einzelnen Pfandbriefurkunde vermerkt, die anfangs auch den Namen des beliebigen Gutes enthielt – und deshalb ‚Güterpfandbrief‘ genannt wurde.²³

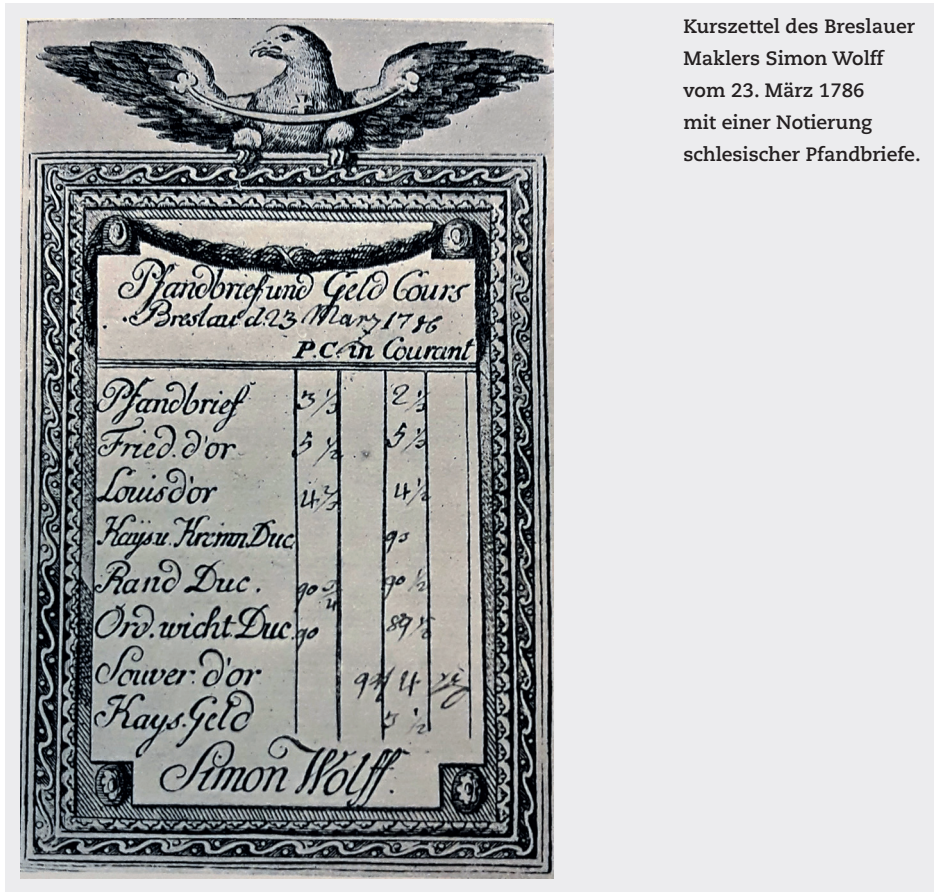
Um zusätzliche Gelder für die Kreditvergabe zu beschaffen, suchte die Landschaft, die zu diesem Zweck eine Kasse einrichtete, auch ihrerseits nach Abnehmern für Pfandbriefe und fand diese zumeist unter den städtischen Kaufleuten und Bankiers. In Breslau nahm zum Beispiel das Bankhaus Eichborn immer wieder größere Mengen an Pfandbriefen der Schlesischen Landschaft herein, um sie dann an verschiedene Interessenten zu verkaufen, insbesondere auch auf Rechnung der Seehandlung (Preußische Staatsbank).²⁴ Ursprünglich wurden die Pfandbriefe zu ihrem nominellen Wert gehandelt, doch erfreuten sie sich rasch wachsender Beliebtheit und stiegen deshalb im Kurs an, was man auch im Bankhaus Eichborn aufmerksam beobachtete.²⁵ Immer mehr Gutsbesitzer gingen deshalb dazu über, ihre Pfandbriefe direkt an Anlagesuchende zu verkaufen, sie also nicht als bloßes Zahlungsmittel zum Begleichen von Verbindlichkeiten zu nutzen oder wieder bei der Kasse ihrer Landschaft einzureichen. Auch in diesem Fall erfolgte die regelmäßige, halbjährliche Zinszahlung an die Kapitalgeber aber über die Kasse der Landschaft.²⁶

Pfandbrief der
Schlesischen
Landschaft vom
24. Juni 1773.



Diese Entwicklung stärkte nicht nur die lokalen Sekundärmärkte, sondern führte auch zur Notierung der ersten Pfandbriefe auf den Kurszetteln der Börsenmakler in Breslau, Königsberg und Berlin, sodass sie für eine breitere Schicht von Investoren zugänglich wurden.²⁷ Der erste schriftliche Beleg für den börsenartigen Handel mit Pfandbriefen ist ein Kurszettel des Breslauer Maklers Simon Wolff aus dem Jahr 1786, auf dem der Pfandbrief der Schlesischen Landschaft erschien. Eine Börse im eigentlichen Sinne gab es zu dieser Zeit in Breslau freilich noch nicht. Die Makler vermittelten Geld- und Wertpapiergeschäfte zwischen den Banken, indem sie täglich persönlich bei ihnen die Runde machten, um nach ihren Kauf- und Verkaufsinteressen zu fragen.²⁸

Auch von den Kaufleuten und Bankiers in Königsberg wurden die Pfandbriefe der Ostpreussischen Landschaft offenbar früh auf diese Weise untereinander gehandelt, lange bevor sich an der Königsberger Börse ein regulärer Wertpapierhandel etablieren konnte.²⁹ Für die im Jahr 1805 durch ein Dekret des preußischen Königs neu geregelte Berliner Börse ist ein erster amtlicher Kurszettel vom 9. August 1805 überliefert, auf dem verschiedene Pfandbriefe erscheinen: Neben Wechsel- und Geldkursen waren dort auch einige ‚Effekten‘ aufgeführt, darunter die Pfandbriefe aller fünf damals existierenden preußischen Landschaften, die ganz offenkundig auch zuvor schon lebhaft zwischen den Kaufleuten und Bankiers gehandelt worden waren.³⁰ Die Berliner Börse entwickelte sich in den folgenden Jahren zweifellos zum wichtigsten überregionalen Umschlagplatz für die landschaftlichen Pfandbriefe.



Kurszettel des Breslauer
Maklers Simon Wolff
vom 23. März 1786
mit einer Notierung
schlesischer Pfandbriefe.

II. Der Pfandbrief etabliert sich (1770er-Jahre bis 1806/15)

Bis zu den Napoleonischen Kriegen entwickelten sich die landschaftlichen Pfandbriefe zu einer ausgesprochen beliebten, ja zur bedeutendsten Anlageform für private Kapitalgeber. War das Liquiditäts- und Kursrisiko für ihre Inhaber zunächst noch recht hoch, so verringerte es sich mit der Ausweitung der Sekundärmärkte allmählich. Pfandbriefe galten bald als eine sehr sichere Anlage, die den Staatsanleihen nicht nachstand.³¹ Denn es erwies sich, dass die Pfandbriefschuldner recht zuverlässige Schuldner waren. Sie zahlten nicht nur regelmäßig die fälligen Zinsen. Eine Fallstudie zur Ostpreußischen Landschaft zeigt auch, dass es keinen Grund gab, an der überwiegend produktiven Verwendung der gewährten Kredite zu zweifeln. Die meisten Gutsbesitzer nutzten die Pfandbriefe, um zunächst einmal kurzfristige Verbindlichkeiten zu begleichen, und sie investierten

dann, wie vorgesehen, in den Auf- und Ausbau von Häusern, Scheunen und Ställen und nutzten das frisch aufgenommene Fremdkapital zur Anschaffung von Vieh, Geräten und Saatgut, um ihre Erträge zu steigern.³² Manche von ihnen liehen sich freilich auch Geld, einfach um zusätzliches Land – oft kleinere Güter oder Bauernhöfe – zu kaufen, damit sie auch dieses wieder beleihen konnten. Dies löste bei zeitgenössischen Beobachtern die ernste Besorgnis aus, eine große Spekulation könne in Gang kommen und die bisher übliche Weitergabe von Grund und Boden über den Erbgang gefährden. Begünstigt wurde dieser Eindruck durch die rasch steigenden Bodenpreise und die häufigen Eigentümerwechsel auf den Gütern und Höfen, zu denen es in den 1780er- und 1790er-Jahren kam. Die Versuche der Landschaften, die Verwendung der durch Pfandbriefe aufgebrachten zusätzlichen Geldmittel für Immobilienspekulationen zu unterbinden, erwiesen sich als wenig effizient.³³ Doch letztlich gingen hiervon keine großen Gefahren aus. Gestützt auf die Landschaften gelang es den Gutswirtschaften in diesen Jahrzehnten vielmehr, sich tatsächlich wirtschaftlich einigermaßen zu erholen. Die Preissteigerungen für Grund und Boden beruhten weitgehend auf realen Wertsteigerungen. Grundbesitz war nun allerdings definitiv auch zu einem handelbaren Wirtschaftsgut geworden.³⁴

Friedrich der Große nahm in seinen Memoiren für sich in Anspruch, die mit der Kabinettsorder vom August 1769 angestoßene Gründung der Landschaften habe mehr als 400 der angesehensten Adelsfamilien in Schlesien vor dem Ruin bewahrt.³⁵ Das ist vielleicht übertrieben. Doch es steht fest, dass die Landschaften mit ihren Pfandbriefen erheblich dazu beitrugen, das Zinsniveau für den so dringend benötigten Agrarkredit sukzessive zu senken: Lag es vor dem Siebenjährigen Krieg in Preußen bei etwa acht Prozent und stieg danach in der vom Kriegsgeschehen besonders betroffenen Provinz Schlesien auf bis zu zehn Prozent an, so konnte es hier ab 1770 mit Hilfe der Pfandbriefe schlagartig auf fünf Prozent, bis 1777 auf $4\frac{2}{3}$ Prozent und bis 1787 auf nur noch vier Prozent gesenkt werden.³⁶ Damit waren Weichen gestellt, die das allgemeine Zinsniveau in Preußen im gesamten 19. Jahrhundert unter dem der Nachbarstaaten hielten.³⁷

In Schlesien hatte sich das Volumen der umlaufenden Pfandbriefe rasch erhöht: Gleich bei der ersten Emission der Schlesischen Landschaft zu Weihnachten 1770 betrug es knapp 1,5 Millionen Reichstaler und stieg schon bei der zweiten Emission zum Johannistag 1771 um weitere drei Millionen Reichstaler an. 1776 lag das Umlaufvolumen der schlesischen Pfandbriefe bereits bei 10,5 Millionen Reichstalern, bis 1806 wuchs es auf rund 24 Millionen Reichstaler an.³⁸ Der Kurs für schlesische Pfandbriefe, die zu vier Prozent verzinst wurden, bewegte sich in den Jahren 1780 bis 1806 in Breslau stets zwischen 100 und 108 Prozent, nur 1799 sanken sie leicht unter die Marke von 100 Punkten. Der Durchschnittskurs betrug sehr stabil 104 bis 106 Punkte. Erst nach dem Krieg von 1806/07 sank der Kurs dann deutlich ab, unterlag danach heftigen, politisch bedingten Schwankungen, um im Juli 1812 mit nur noch $55\frac{1}{3}$ Prozent seinen tiefsten Stand zu erreichen. Noch tiefer sanken die Kurse für die Pfandbriefe der Ostpreußischen Landschaft, denn diese Provinz