

## AUS DER BANKEN- UND FINANZGESCHICHTE

# Pfandbrief und Finanzstabilität

Von der Gründungswelle der privatrechtlichen Hypothekendarlehen bis zur Weltwirtschaftskrise 1929/31

Von Friederike Sattler

Börsen-Zeitung, 30.1.2020

Durch eine Kabinettsorder Friedrichs des Großen vom 29. August 1769 ist vor 250 Jahren die Schlesische Landschaft errichtet worden, die seit Dezember 1770 frei übertragbare landschaftliche Pfandbriefe ausgab, um dem bereits hoch verschuldeten Grundbesitzenden Adel in Schlesien zusätzlichen Kredit zu verschaffen. Anleger für die neuartigen Wertpapiere fanden sich vor allem deshalb, weil sie mit einem starken Gläubigerschutz ausgestattet waren.

Ob dieses Erfolges entwickelte sich die Schlesische Landschaft rasch zum Vorbild für die Etablierung weiterer Landschaften, die im ausgehenden 18. und 19. Jahrhundert maßgeblich zur Neubildung von landwirtschaftlichem Realkapital beitrugen. Die mit der Industrialisierung einhergehenden Finanzierungsanforderungen konnten sie allerdings nicht bewältigen. Hier brachten erst die privatrechtlichen Hypothekendarlehen auf Aktienbasis den Durchbruch, die sich in einem transnationalen Institutionenbildungsprozess herausbildeten, wie er für das Europa des 19. Jahrhunderts nicht untypisch war. Eine wichtige Mittlerrolle spielte dabei der aus Polen stammende französische Jurist und Nationalökonom Ludwik Wolowski, der maßgebliche Impulse für die französische Gesetzgebung auf dem Gebiet des Hypothekendarlehens gab und sich auf vielfältige, über Jahrzehnte mit den Landschaften in Preußen und Polen gewonnene Erfahrungen stützte.

War der 1854 in Frankreich gegründete Crédit Foncier de France auch klar Vorreiter der Hypothekendarlehen-Bewegung, so kam es in deutschen Staaten seit den 1860er Jahren ebenfalls zu Gründungsaktivitäten. Die erste, ganz auf das Hypothekendarlehen und Pfandbriefgeschft konzentrierte Hypothekendarlehenbank auf Aktienbasis war die 1862 zugelassene Frankfurter Hypothekendarlehenbank. Weitere Gründungen folgten in Meiningen und Berlin. Die schon 1835 entstandene Bayerische Hypothekendarlehen- und Wechselbank, die erste deutsche privatrechtliche Realkreditbank auf Aktienbasis, wurde 1864 mit dem Pfandbriefprivileg ausgestattet. Die rechtlichen Rahmenbedingungen, etwa mit Blick auf die Beleihungsgrenzen und die Vorschriften für die Bewertung der Beleihungsobjekte sowie die Festlegung von Obergrenzen für die Pfandbriefemissionen, fielen freilich sehr unterschiedlich aus. In Preußen waren die sogenannten Normativbestimmungen besonders restriktiv, was den Hypothekendarlehen-Grndungsboom der 1860er Jahre jedoch nicht aufhielt.

### Kreditvergabe ohne Sorgfalt

Schon bald zeigten sich allerdings auch problematische Folgen dieses stürmischen Aufschwungs: Manche der neu gegründeten Hypothekendarlehenbanken ließen bei der Bewertung der Beleihungsobjekte nicht die gebotene Sorgfalt walten und gewährten im Boom des Städte- und Wohnungsbaus viel zu großzügig Kredit. Als es 1873 zum „Grnderkrach“ kam, bei dem der Zusammenbruch zahlreicher Aktiengesellschaften heftige Turbulenzen an den Börsen in Wien, New York und Berlin auslöste, schienen die deutschen Hypothekendarlehenbanken damit zunächst zwar recht fertig zu werden. Ihre Pfandbriefe sanken kaum im Kurs, und weil sie als Anlagepapier mangels Alternativen nun besonders gefragt waren, wurden sogar noch mehr Hypothekendarlehen vergeben. Doch blieben die Folgen dieser Entwicklung nicht aus, wie die schwere Krise an den deutschen Grundstcksmrkten 1878/79 zeigte. Rasant ansteigende Zins- und Tilgungsrckstnde offenbarten, dass sich die Banken mit Hypothekendarlehen übernommen hatten; sie mussten hohe Abschreibungen vornehmen und Verluste bewältigen – nicht selten auch, weil sie ihren Pfandbriefglubigern wirtschaftlich betrachtet viel zu günstige Konditionen eingeräumt hatten. Weitere Probleme resultierten daraus, dass einige Hypothekendarlehenbanken im Boom damit begonnen hatten, ganz neue Geschäftsfelder aufzubauen, etwa indem sie in die Grundstckverwaltung und die

Immobilienverwertung einstiegen oder regelrechte Beleihungskonzernne aufzuziehen versuchten.

Nach Überwindung der Krise kam es in den frühen 1890er Jahren zu einer zweiten Gründungswelle: Innerhalb weniger Jahre verdoppelte sich die Zahl der Hypothekendarlehenbanken auf Aktienbasis auf 40. Weil diese Institute noch immer auf ganz unterschiedlichen Landesgesetzen beruhten, ergab sich für die Käufer von Pfandbriefen das Problem, dass sie die Sicherheit der angebotenen Wertpapiere nur schwer berschaun und beurteilen konnten, zumal die Banken ihre Konditionen mitunter kurzfristig veränderten.

Besonders hart konnte es Anleger treffen, wenn sie ihr Geld einer Hypothekendarlehenbank anvertraut hatten, deren Geschäftsführung im anhaltenden Boom des Städte- und Wohnungsbaus der 1890er Jahre nicht nur die üblichen Grundsätze des Geschäfts missachtete, sondern sogar strafrechtlich zu verfolgende Geschäftspraktiken entfaltet hatten. In den späten 1890er Jahren gerieten neun der 40 bestehenden Hypothekendarlehenbanken in finanzielle Schwierigkeiten. Mit vier von ihnen mussten sich die Gerichte beschäftigen, in zwei Fllen kam es zur Verhängung von Haftstrafen. Nur eine Hypothekendarlehenbank ging freilich in Konkurs.

Auch aus der eigenen Branche kam massive Kritik am missbräuchlichen Geschäftsgebaren. Man kommentierte die Vorgänge als „un glaubliche Misswirtschaft“, die das Vertrauen in die Hypothekendarlehenbanken und den Pfandbrief generell untergraben konnte und deshalb künftig unbedingt zu unterbinden sei. Tatsächlich ging der Pfandbriefabsatz 1900 und 1901 stark zurück, zugleich musste die Verzinsung für neue Pfandbriefe angehoben werden, um sie für Anleger attraktiv zu halten.

### DIE AUTORIN

## Finanzhistorikerin



Friederike Sattler

BZ – Dr. Friederike Sattler (55) ist Finanzhistorikerin und an der Goethe-Universität Frankfurt seit dem Herbst 2012 am Lehrstuhl für Wirtschafts- und Sozialgeschichte in Lehre und Forschung tätig. Ihre Promotion erwarb sie im Jahr 2001 an der Freien Universität Berlin. Sie ist Autorin zahlreicher Publikationen zur Finanz- und Wirtschaftsgeschichte. Im Juni 2019 erschien ihr Buch zur Geschichte des Pfandbriefs von 1769 bis 2019 – aus Anlass seines 250-jährigen Jubiläums – im Franz Steiner Verlag.

(Börsen-Zeitung, 30.1.2020)

Zur Wiederherstellung des Vertrauens sollte nicht zuletzt das Hypothekendarlehenbankgesetz beitragen, das am 1. Januar 1900 in Kraft trat. Reichseinheitlich wurde nun verbindlich festgelegt, dass sich die deutschen Hypothekendarlehenbanken in der Rechtsform der Aktiengesellschaft auf die beiden Geschäftsfelder der Beleihung von Immobilien und der Vergabe von Kommundarlehen sowie auf die zur Refinanzierung notwendige Ausgabe von Pfandbriefen und ähnlichen Schuldverschreibungen zu beschränken hatten. Neu zugelassene Hypothekendarlehenbanken durften künftig nur noch einen sehr eng umrissenen Katalog zusätzlicher Bankgeschäfte betreiben. Abgesehen von diesen Beschränkungen, der staatlichen Aufsicht und der Einsetzung eines Treuhänders für die Pfandbriefgläubiger betrafen die wichtigs-

ten Bestimmungen des Gesetzes die Vereinheitlichung der Regeln für die Ausgabe von Pfandbriefen, durch die der Gläubiger- und Anlegerschutz deutlich verstärkt wurde. Damit wurde eine neue Rechtsgrundlage für die Tätigkeit der Hypothekendarlehenbanken im Deutschen Reich geschaffen, die insbesondere durch die Bestimmungen zum Vorrecht der Pfandbriefgläubiger im Konkurs für hohe Sicherheit sorgte. Auf dieser Basis konnte das Vertrauen breiter Anlegerschichten zurückgewonnen werden.

Der Aufstieg der Hypothekendarlehenbanken im letzten Drittel des 19. Jahrhunderts fand seine Entsprechung im Bedeutungsgewinn des Pfandbriefs an den deutschen Börsen. Pauschal betrachtet lag der Anteil der Pfandbriefe an sämtlichen Wertpapieremissionen, die zwischen 1883 und 1914 im Deutschen Reich platziert wurden und zusammen ein Volumen von knapp 51 Mrd. Mark ausmachten, mit rund 12 Mrd. Mark bei 24% – etwas höher als der Anteil der Aktien von 22%. Den Löwenanteil am Emissionsvolumen beanspruchten mit 46% allerdings die öffentlichen Anleihen.

### Strukturelle Lasten

Doch diese Durchschnittswerte sind abstrakte Großen. In der Realität verliefen die Pfandbriefemissionen mit starken Schwankungen, abhängig zum einen von der wirtschaftlichen Konjunktur, zum anderen von der Inanspruchnahme des Kapitalmarktes durch die öffentliche Hand. So konnten Pfandbriefe bei einsetzender Rezession, wenn Aktien generell an Attraktivität verloren, stets gut untergebracht werden, freilich begrenzt durch den jeweiligen Forderungsbestand an nun tendenziell ebenfalls weniger stark gefragten Hypothekendarlehen. Und da die öffentliche Hand diese Phase ebenfalls zu nutzen verstand und zudem immer neue Aufgaben übernahm, die finanziert werden mussten, ergaben sich auch strukturelle Verschiebungen zu Lasten des Pfandbriefs.

Durch den Ersten Weltkrieg, der zu einer Kapitalvernichtung bislang unbekanntes Ausmaßes führte, wurde dieses allgemeine Muster nicht vollständig beseitigt, aber doch vielfach überlagert und verändert. Auch nach der gelungenen Wrungsanpassung von 1923, die den sachenrechtlich besicherten Pfandbrief gegenüber anderen Schuldverschreibungen privilegierte, blieb die Lage am Kapitalmarkt sehr angespannt. Vor diesem Hintergrund erschien es den Zeitgenossen fast wie ein Wunder, dass der Pfandbrief erneut das Vertrauen der Anleger gewinnen, sich am Markt für langfristige Gelder behaupten und damit zu dessen Konsolidierung beitragen konnte. Dies lag nicht zuletzt an der Einführung des „Gold-Pfandbriefs“. Anfangs tatsächlich in Gramm Feingold dominiert, wurde er bald auf Goldmark lautend ausgegeben, aber weiterhin ergänzt um die daraus errechnete exakte Menge an Feingold. Die Bindung an das wertbeständige und zugleich symbolisch aufgeladene Gold war wohl der eigentliche Grund dafür, dass die Anleger trotz der in den frühen 1920er Jahren erlittenen Inflationspsychose allmählich wieder Vertrauen zu Wertpapieranlagen fassten. An der Emission von Gold-Pfandbriefen hielt man auch dann noch fest, als sich die Reichsmark als neue Währung gefestigt hatte.

Allerdings gaben die Gold-Pfandbriefe, die zumeist mit einem Nominalzins von 5% versehen waren, im Kurs schon sehr bald nach. Angesichts des Kapitalmangels und steigender Zinsen sahen sich die Hypothekendarlehenbanken gezwungen, 1924 vermehrt Pfandbriefe mit einem Nominalzins von 8% auszugeben. 1925 gaben manche Emittenten sogar zu Nominalzinsen von 10% über, wobei niedriger verzinsten Pfandbriefe mit starkem Disagio in Umlauf blieben. Die wachsende Konkurrenz um das knappe Kapital führte also zu einer starken Ausdifferenzierung des Zinsspektrums, die man vor dem Ersten Weltkrieg nicht gekannt hatte. Für die Anleger wurde es infolge der schwankenden Marktentwicklungen und der häufigen Revisionen der Zinsausstattung immer schwieriger, den Überblick über das Angebot an unterschiedlich verzinsten und mit



Mit einem Nominalzins von 8%: Goldpfandbrief des Mecklenburgischen Ritterschaftlichen Kreditvereins von 1925. Foto: dpa

Kursabschlgen ausgegebenen Pfandbriefen zu gewinnen.

Ein großer Vorteil der Gold-Pfandbriefe bestand darin, dass sie bei ausländischen Anlegern Interesse fanden, wenn sich auch die Erwartungen der deutschen Hypothekendarlehenbanken, die Unzulänglichkeiten des inländischen Kapitalmarktes durch Auslandsemissionen ausgleichen zu können, nicht erfüllten. Die Kosten der Beschaffung des Auslandskapitals, die an die inländischen Hypothekendarlehennehmer weitergegeben werden mussten, erwiesen sich als zu teuer. Für die Pfandbriefemittenten blieben die inländischen Anleger also von hoher Bedeutung.

Die Bereitschaft der Deutschen, ihr neu erspartes Vermögen in Wertpapieren anzulegen, nahm in der zweiten Hälfte der 1920er Jahre merklich zu. Die Anlage erfolgte nun allerdings meist nicht mehr – wie in der Vorkriegszeit üblich – auf direktem Wege, sondern vermittelt durch Kapitalsammelstellen, also Banken, Sparkassen, Kreditgenossenschaften und Versicherer. Diese bernahmen das Risiko der Fristentransformation, das sich daraus ergab, dass die Anleger wegen der unübersichtlichen Zinsentwicklung ganz überwiegend an kurzen Laufzeiten interessiert waren, während die Wertpapieremittenten nach mittel- und langfristigen Geldern für Investitionszwecke suchten. Hypothekendarlehenbanken und andere Pfandbriefinsti-

### Das IBF

Auftrag des IBF – Institut für Bank- und Finanzgeschichte e.V., das die in loser Reihe erscheinenden Artikel „Aus der Banken- und Finanzgeschichte“ beisteuert, ist die wissenschaftliche Aufarbeitung und Vermittlung der historischen Entwicklung unseres Geld- und Finanzwesens. Im November hat das IBF 50-jähriges Bestehen gefeiert.

► Weitere Informationen unter [www.ibf-frankfurt.de](http://www.ibf-frankfurt.de)

tute sahen sich gezwungen, kürzere Laufzeiten für ihre Pfandbriefe zu akzeptieren, denn wenn sie es nicht taten, kam es zu unerwünschten schnellen Rückflüssen. Diese fielen generell höher aus als in der Vorkriegszeit und stiegen 1928/29 bei manchen Hypothekendarlehen auf Sätze von 20 bis 30%.

Trotz aller Schwierigkeiten erhöhte sich der Pfandbriefumlauf der

Hypothekendarlehenbanken in den späten 1920er Jahren mit stattlichen Raten. 1929 war er bereits wieder halb so groß wie 1913, als man auf mehrere Jahrzehnte mehr oder weniger ungestörter Emissionstätigkeit zurückblicken konnte. Gestützt vor allem auf die Hypothekendarlehenbanken auf Aktienbasis, aber auch auf andere Bodenkreditinstitute, hatte sich der Pfandbrief innerhalb von nur fünf Jahren seit dem Ende der Inflation zum Standardpapier entwickelt.

### Pfandbriefe dominieren

Der Anteil der Pfandbriefe am Gesamtvolumen aller Wertpapiere, die von 1924 bis 1931 in Höhe von 23,6 Mrd. Reichsmark am deutschen Kapitalmarkt platziert wurden, betrug stattdessen 40,6%, mit deutlichem Abstand gefolgt von Aktien und Anleihen der öffentlichen Hand. Zwischen 1883 bis 1914 hatte der Anteil der Pfandbriefe im Durchschnitt lediglich 23,7% betragen. Die Bodenkreditinstitute waren in der zweiten Hälfte der 1920er Jahre zu den wichtigsten Akteuren am Kapitalmarkt geworden, während sich die öffentliche Hand angesichts der Enge des Marktes inzwischen verstärkt anderer Finanzierungsquellen bediente. Entschloss sie sich freilich in Jahren mit guter konjunktureller Entwicklung, den Kapitalmarkt etwas stärker in Anspruch zu nehmen, hatten die Pfandbriefemittenten das Nachsehen. Nicht nur der Kapitalmarkt allgemein, auch der Pfandbriefmarkt, der sich vor dem Ersten Weltkrieg durch eine besonders hohe Stabilität ausgezeichnet hatte, unterlag nun stärkeren, teils abrupten Schwankungen – eine Folge auch der starken Präsenz institutioneller Anleger, die auf Marktbewegungen schneller als private Anleger reagierten und mit wesentlich groeren Volumina engagiert waren. Ein konjunkturelles Zusammenspiel zwischen dem Pfandbrief- und dem Aktienmarkt, wie es für die Vorkriegszeit typisch war, lässt sich in den 1920er Jahren kaum noch erkennen.

Die Weltwirtschafts- und Bankenkrise, die vom New Yorker Börsencrash am 24. Oktober 1929 ausgelöst wurde, aber viel tiefer liegende, strukturelle Ursachen hatte, strahlte von ihrem Epizentrum in den USA auf viele Länder aus. Nachdem man in Deutschland 1930 schon angenommen hatte, das Grote sei überstanden, löste die Bankenkrise 1931 auch hier eine weitere Abwärtsspirale aus. Die gesetzlich streng regulierten Hypothekendarlehenbanken bewährten sich in der Weltwirtschafts- und Bankenkrise jedoch erstaunlich gut: Sie profitierten zum einen von der ausgeglichenen Fristenstruktur zwischen den Hypothekendarlehen und

den zur Refinanzierung eingesetzten Pfandbriefen und zum anderen von der klaren Abgrenzung zum Einlagegeschäft wie zum Handels- und Industriekreditgeschft. Waren die Pfandbriefkurse in den Jahren 1929 und 1930 zunächst sogar noch angestiegen, so gaben sie seit dem Frühjahr 1931 nach; im Sommer beschleunigte sich der Kursverfall. Als die im Juli 1931 geschlossenen Börsen im September für einige wenige Handelstage vorübergehend wieder geöffnet wurden, hatte sich die Lage am Pfandbriefmarkt jedoch bereits etwas beruhigt. Der Kurs für die Hypothekendarlehen-Pfandbriefe mit einem Nominalzins von 6% lag zu dieser Zeit noch immer deutlich über 70 Punkten, während die Kurse für Kommunalobligationen, andere öffentliche Anleihen und für Industrieobligationen weiter dramatisch absanken. Am Pfandbriefmarkt blieb eine Panik aus. An Neuemissionen war angesichts des allgemeinen Kursverfalls zwar überhaupt nicht mehr zu denken, doch stand der Pfandbrief trotz weiterer Wertverluste besser da als alle anderen festverzinslichen Wertpapiere. Bei ihrem Tiefststand im Juli 1932 lagen die Pfandbriefe der Hypothekendarlehenbanken bei nur noch 64 Punkten, die der Landschaften bei 60 Punkten. Doch danach blieben die Kurse stabil.

### Politische Eingriffe

Diese Entwicklung beruhte allerdings nicht auf dem freien Spiel der Marktkräfte, sondern war das Ergebnis massiver politischer Interventionen am Kapitalmarkt. Die von Heinrich Bräuning geführte Reichsregierung hatte im Zuge der umstrittenen Deflationspolitik am 8. Dezember 1931 per Notverordnung die Konversion aller Schuldverschreibungen angeordnet, um eine niedrigere Verzinsung zu erreichen. Für die Hypothekendarlehenbanken war diese Maßnahme, durch die auch den durch die Wirtschaftskrise in Bedrängnis geratenen Schuldnehmern der Bodenkreditinstitute unter die Arme gegriffen werden sollte, eine zwiespältige Angelegenheit: Zusammen mit Zahlungsmoratorien, der Ausdehnung der Kündigungsrechte von Mietern und der Ausweitung des Vollstreckungsschutzes brachte sie ihren Schuldnehmern zwar gewisse Erleichterungen, stellte zugleich aber einen schweren Eingriff in die Rechte der Gläubiger dar und gefährdete die so mühsam wiedererlangte Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes.

Um den Pfandbriefmarkt zu entlasten, hatten die Schuldner der Hypothekendarlehenbanken mit der Notverordnung freilich auch das Recht erhalten, ihre Darlehen nicht nur mit Bargeld, sondern auch mit Pfandbriefen und anderen Schuldverschreibungen zurückzuzahlen. Und von diesem Recht zur „Natura-Tilgung“ machten sie offenkundig umso reger Gebrauch, je tiefer die Kurse sanken: Sie kauften Pfandbriefe, aber auch Kommunalobligationen am Markt auf und gaben sie zur Tilgung ihrer Verbindlichkeiten an die Hypothekendarlehenbanken zurück. Schätzungen zufolge verschwanden durch diese dem Kursdruck entgegenwirkende Praxis bis 1934 Pfandbriefe und Kommunalobligationen im Wert von etwa 800 Mill. Reichsmark vom Markt.

Auch wenn die genauen Ursachen der gelungenen Stabilisierung des Pfandbriefkurses in der Weltwirtschafts- und Bankenkrise der Jahre 1929/31 in der Forschung bis heute umstritten sind, so steht doch fest, dass sich der Pfandbrief als relativ krisenfest erwies: Bei Wiedereröffnung der Börsen im Frühjahr 1932 setzte er sich 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 Gedächtnis der Deutschen fest verankert. Dass er dieses Image nicht zu Unrecht besitzt, hat sich in der jüngsten globalen Finanzmarktkrise von 2007 bis 2010 gezeigt, als er trotz einiger Schwachstellen etwa bei der Liquiditätssicherung und der Markttransparenz im Wesentlichen als ein sehr verlässliches Refinanzierungsinstrument diente.