

## Structured Covered Bonds sind **keine** Pfandbriefe

Im März 2007 hat die Landesbank Berlin (LBB) angekündigt, einen sogenannten Structured Covered Bond (SCB) zu emittieren. Covered Bonds sind Anleihen, die in der Regel durch Staats-, Hypotheken- oder Schiffsfinanzierungen gedeckt sind. In den meisten Fällen liegt der Emission ein Spezialgesetz zugrunde. In Deutschland ist dies das Pfandbriefgesetz. In einigen Ländern gibt es solche Gesetze nicht. Daher versuchen Emittenten, mit Hilfe vertraglicher Konstruktionen deren Wirkung nachzubilden, wie etwa bisher in Großbritannien (ein Gesetzesentwurf liegt seit Kurzem vor), den Niederlanden und den USA. Diese Produkte werden dann am Kapitalmarkt als Structured Covered Bonds bezeichnet.

### „Finanzierungs- und Besicherungsvariante“

Ist der LBB SCB wirklich mit dem Pfandbrief vergleichbar? Der Basisprospekt für die Daheim Nr. 1 Anleihe der LBB behauptet dies zumindest. So attestiert er dem SCB „pfandbriefähnliche Wirkungsmechanismen“. Vor diesem Hintergrund bietet es sich an, die Struktur und die Funktionsweise des SCB näher zu beleuchten und dem Pfandbrief gegenüberzustellen.

Der LBB SCB existiert in zwei Varianten. Er kann entweder der Refinanzierung eines anderen Kreditinstituts (insbesondere Sparkassen) oder der Refinanzierung der LBB selbst dienen. Im ersten Fall spricht der Prospekt von der „Finanzierungsvariante“, im zweiten Fall von der „Besicherungsvariante“. Ziel beider Varianten soll es sein, den Investor vor den Folgen einer Insolvenz der Emittentin beziehungsweise der Sparkasse zu schützen. Die Zielrichtung des LBB SCB stimmt daher mit dem Pfandbrief überein. Wird dieses Ziel vom LBB SCB erreicht?

Im Rahmen der Finanzierungsvariante gewährt die LBB einer Sparkasse zu deren Refinanzierung ein Darlehen (Abbildung 1 Ziffer 1). Zur Besicherung der Ansprüche der LBB gegen die Sparkasse aus diesem Darlehen tritt Letztere zunächst nur ihre Forderungen aus grundpfandrechtlich besicherten Retail-Kundendarlehen an einen Sicherheitentreuhänder ab (Abbildung 1 Ziffer 2).

Die Grundpfandrechte verbleiben dabei bei der Sparkasse und sollen erst übertragen werden, wenn diese eine bestimmte Bonitätsschwelle unterschreitet. Als weitere Sicherheit verpfändet die LBB dem Sicherheitentreuhänder ihre Forderungen gegen die Sparkasse aus dem Refinanzierungsdarlehen (Abbildung 1 Ziffer 3).

Im Fall einer Insolvenz der LBB soll der Sicherheitentreuhänder in die Lage versetzt werden, die ausstehende Anleihe den Anleihebedingungen entsprechend zu bedienen. Dazu muss er einen Zugriff auf die liquiden Mittel aus den Anleihesicherheiten (Refinanzierungsdarlehen und Kundenforderungen) haben. Die Voraussetzung dafür sollen verschiedene vertraglich festgelegte Ratingtrigger bieten.

Sinkt beispielsweise das externe Rating der LBB unter eine bestimmte Bonitätsstufe, ist die Sparkasse verpflichtet, Zins- und Tilgungsleistungen aus dem Refinanzierungsdarlehen nicht mehr an die LBB direkt, sondern auf ein Konto des Sicherheitentreuhänders bei einem dritten Kreditinstitut zu zahlen. Bei Insolvenz der LBB hat der Sicherheitentreuhänder als Pfandgläubiger gemäß § 50 Abs. 1 InsO ein Absonderungsrecht an den Zins- und Tilgungszahlungen des Kreditinstituts auf das Refinanzierungsdarlehen der LBB.

### Kein eigenes Verwertungsrecht

Dass es sich nur um ein Absonderungsrecht handelt, ist von großer Bedeutung. Denn dieses gewährt dem Sicherheitentreuhänder kein eigenes Verwertungsrecht. Er muss somit auf die Verwertung durch den Insolvenzverwalter warten und die diesem zustehenden Gebühren für die Verwertung bezahlen (§ 170 Abs. 1 und 2 InsO). Es entsteht also ein unbekannter Zeitverlust, den es liquiditätsmäßig zu überbrücken gilt, sowie ein zusätzlicher Liquiditätsbedarf aufgrund der zu zahlenden Gebühren, die zu berücksichtigen sind. Die Kosten für den Insolvenzverwalter werden laut Basisprospekt im Rahmen einer Übersicherung berücksichtigt. Durch die rechtzeitige Auslösung der Ratingtrigger sollen die Zahlungsströme bereits vor der Insolvenz umgeleitet werden, um den drohenden

*Dr. Kerstin Stünkel, MLE, Referentin für Bankaufsicht und Recht, und Bodo Winkler, Referent für Pfandbrief- und Kapitalmarktfragen, beide Verband deutscher Pfandbriefbanken (vdp) e.V., Berlin*

*Von (ausländischen) Wettbewerbern kopiert zu werden, bedeutet in gewisser Weise ein Kompliment, denn nachgeahmt werden nur Produkte und Dienstleistungen von hoher Qualität. So wurde sinngemäß im Frühjahr dieses Jahres an dieser Stelle die Lancierung eines strukturierten Covered Bond durch die Landesbank Berlin kommentiert (ZfgK 10-2007). Für die Interessenvertreter des Pfandbriefes ist diese Herausforderung aus dem Heimat- und Ursprungsmarkt offensichtlich ein besonderes Ärgernis, müssen sie doch durch lästige Konkurrenz aus dem eigenen Lager die intensive Imagepflege für ihr eigenes Produkt erschwert sehen. Die Autoren arbeiten zuerst die Struktur und Funktionsweise des Structured Covered Bond der LBB heraus und verdeutlichen darauf aufbauend die Unterschiede zum Pfandbrief. (Red.)*

Zeitverlust zu kompensieren. Der Insolvenzverwalter kann dies aber zunächst stoppen, da ihm das Verwertungsrecht zusteht.

**Sicherheitsvorkehrungen bei Bonitätsverschlechterung der Sparkasse**

Auch für den Fall, dass sich die Bonität der Sparkasse während der Anleihelaufzeit verschlechtert, sind bestimmte Sicherheitsvorkehrungen vorgesehen. So hat die Sparkasse die Wahl, entweder Bargeld beziehungsweise liquide Wertpapiere in Höhe des realisierbaren Wertes der abgetretenen Kundendarlehen an den Sicherheitstreuhänder zu übertragen oder das Refinanzierungsdarlehen vorzeitig zurückzuzahlen. Alternativ hat sie die Möglichkeit, ihren Kunden gegenüber die Abtretung der Darlehen offenzulegen und sie anzuweisen, Zins- und Tilgungszahlungen nur noch direkt an den Sicherheitstreuhänder zu leisten.

In diesem Fall muss die Sparkasse die Übertragung der Grundschulden an den Sicherheitstreuhänder veranlassen. Die letztgenannte Alternative erscheint noch als die wahrscheinlichste. Denn die vorzeitige Ablösung eines Refinanzierungsdarlehens beziehungsweise die zusätzliche Übertragung liquider Werte durch ein Kreditinstitut mit sinkender Bonität ist unwahrscheinlich und insolvenzrechtlich problematisch.

Da die Darlehensforderungen dem Sicherheitstreuhänder nur zur Besicherung der Ansprüche der LBB gegen die Sparkasse abgetreten wurden, verfügt er bei Insolvenz der Sparkasse nur über ein Absonderrrecht an den Zins- und Tilgungszah-

lungen der Darlehenskunden (§ 51 Nr. 1 InsO). Es stellt sich damit die gleiche bereits dargelegte Problematik wie für die Insolvenz der LBB. Hinzukommt, dass dem Darlehensnehmer etwaige Aufrechnungsansprüche zustehen können, die der Sicherheitstreuhänder gegen sich gelten lassen muss.

In der Besicherungsvariante reicht die LBB der Sparkasse kein Darlehen aus, sondern schließt mit der Sparkasse einen Sicherheitengewährungsvertrag ab (Abbildung 2 Ziffer 1). Danach ist die Sparkasse gegenüber der LBB verpflichtet, Forderungen aus grundpfandrechlich besicherten Darlehen an den von der LBB bestellten Sicherheitstreuhänder abzutreten (Abbildung 2 Ziffer 2). Als Gegenleistung zahlt die LBB der Sparkasse eine Prämie. Die LBB verwendet die Forderungen zur Deckung des SCB. Auch bei der Besicherungsvariante verbleiben die Grundpfandrechte zunächst bei der Sparkasse.

**Vertrag zur Sicherheitengewährung**

Entscheidender Unterschied zur Finanzierungsvariante ist, dass dem Sicherheitstreuhänder für den Fall der Insolvenz der LBB mangels fehlendem Refinanzierungsdarlehen kein Pfandrecht an einem solchen zur Verfügung steht. Aus diesem Grund sind zwar für den Fall von Bonitätsverschlechterungen der Sparkasse keine Unterschiede im Hinblick auf die Ratingtrigger gegenüber der Finanzierungsvariante vorgesehen. Im Hinblick auf die Insolvenz der LBB sind die Ratingtrigger jedoch strenger ausgestattet. So ist die LBB beispielsweise im Falle einer Ratingherab-

stufung verpflichtet, eine Barreserve als Sicherheit auf ein Konto des Sicherheitstreuhänders zu zahlen.

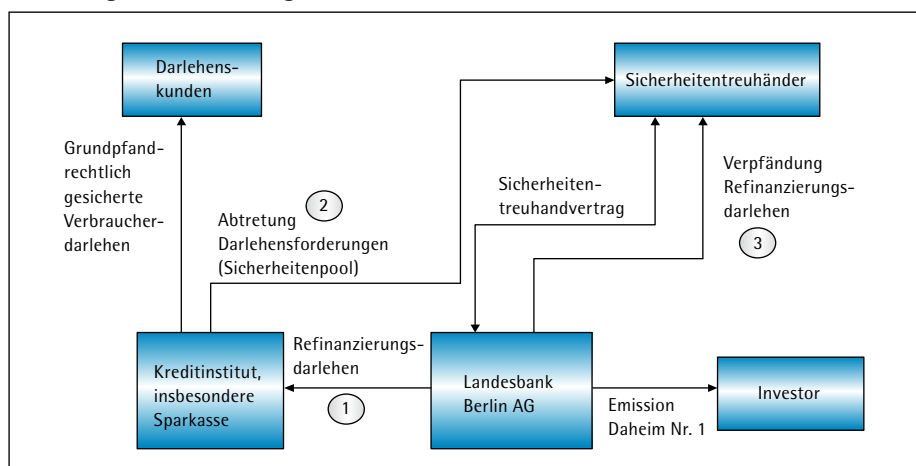
Nach Darstellung der grundsätzlichen Funktionsweise ist festzustellen, dass bei der Strukturierung des SCB insoweit „pfandbriefähnliche Wirkungsmechanismen“ angestrebt wurden, als dem Investor eine bevorrechtigte insolvenzrechtliche Position eingeräumt werden soll. Gegenüber der gesetzlich eindeutig geregelten Position des Pfandbriefgläubigers in der Insolvenz der Pfandbriefbank bleibt die Position des LBB-SCB-Gläubigers insolvenzrechtlich jedoch weit zurück, was durch vertragliche Gestaltungen ausgeglichen werden soll. Entscheidend ist damit, ob die aufgezeigten vertraglichen Sicherungsmechanismen in der Praxis überhaupt Wirkung zeigen können.

**Unterschiede zum Pfandbrief**

Zu der beabsichtigten Umlenkung der Zahlungsströme von dem insolventen Institut zu dem Sicherheitstreuhänder kommt es nur, wenn die Ratingtrigger ordnungsgemäß ausgelöst und die jeweiligen Sicherungsmaßnahmen eingeleitet werden. Dies geschieht jedoch nur, wenn die Bonitätsverschlechterungen bei den beteiligten Kreditinstituten tatsächlich festgestellt werden. Im Fall eines Absinkens der Kreditwürdigkeit der LBB muss sich dieses in einer Verschlechterung des Ratings der Bank durch eine externe Ratingagentur ausdrücken, damit erste Sicherungsmaßnahmen eingeleitet werden. In diesem Zusammenhang ist darauf hinzuweisen, dass nur Ratingherabstufungen von Moody's laut Basisprospekt dazu geeignet sind, Ratingtrigger auszulösen. Ein Downgrade der LBB durch Fitch oder S&P hingegen hat keine Konsequenzen für den SCB.

Erfolgt die Auslösung der Ratingtrigger nicht, etwa weil die Ratingagentur die Bonitätsverschlechterung nicht wahrnimmt oder diese sehr plötzlich erfolgt, so werden die Zins- und Tilgungsleistungen der Sparkasse auf das Refinanzierungsdarlehen nicht auf ein Konto des Sicherheitstreuhänders bei einem dritten Kreditinstitut umgeleitet. Dies würde eine Absonderung erheblich verzögern und erschweren. Im Hinblick auf die Sparkasse entscheidet die LBB über die Auslösung der Ratingtrigger. Wird die Bonitätsverschlechterung der Sparkasse durch die LBB nicht rechtzeitig

**Abbildung 1: Finanzierungsvariante SCB der LBB**





festgestellt, kommt es nicht zur Offenlegung der Abtretung der als Sicherheiten dienenden Darlehen. In der Folge zahlen die Darlehenskunden Zinsen und Tilgung weiterhin an die Sparkasse und nicht an den Sicherheitentreuhänder. Da auch die Grundpfandrechte in diesem Fall nicht übertragen werden, stünden bei Insolvenz der Sparkasse keine Leistungen aus den Hypothekendarlehen zur direkten Bedienung des Investors zur Verfügung. Die Geltendmachung des Absonderungsrechts wäre auch in diesem Fall extrem aufwendig.

### Keine besondere Aufsicht durch die BaFin

Vergleicht man diese Sicherungsmaßnahmen, die einzig auf der Feststellung von Bonitätsverschlechterungen beruhen, mit dem Pfandbrief, so stellt man fest, dass eine Pfandbriefbank die strengen Vorgaben des PfandBG unabhängig von ihrer Bonität jederzeit erfüllen muss und dabei der besonderen Aufsicht der BaFin unterliegt. Da das PfandBG sicherstellt, dass die Deckungsmasse im Fall der Insolvenz von dem übrigen Vermögen der Pfandbriefbank abgetrennt wird, bedarf es keiner Ratingtrigger.

Die BaFin ist in den Prozess der Durchführung und laufenden Verwaltung des Ablaufs der Transaktion insbesondere in die Kreditwürdigkeitsüberwachung nicht eingebunden. Als Kreditinstitut unterliegt die LBB nur der allgemeinen Bankaufsicht. Eine besondere Aufsicht findet jedoch weder über den SCB und dessen Deckungswerte noch über den Sicherheitentreuhänder statt. Ganz anders beim Pfandbrief: Neben der Überwachung durch einen von der BaFin bestellten Treuhänder unterliegt eine Pfandbriefbank regelmäßigen Deckungsprüfungen (§ 3 PfandBG) und der permanenten besonderen Aufsicht der BaFin hinsichtlich der Einhaltung der Regelungen des PfandBG. Diese besondere Aufsicht setzt sich auch und besonders intensiv im Hinblick auf die Deckungsmassen und ihren Sachwalter fort.

Grundsätzlich wird eine Anleihe bei Insolvenz des Emittenten fällig (§ 41 InsO). Der Versuch, für das LBB-Instrument eine parallel laufende eigenständige Zahlungsverpflichtung des Sicherheitentreuhänders zu begründen und der insolvenzrechtlichen

Fälligkeit damit die Wirkung zu entziehen, setzt Zahlungsmittel voraus und damit wiederum die ordnungsgemäße Auslösung der Ratingtrigger. Gelingt dies jedoch nicht, besteht die Gefahr, dass die Renditerwartungen des Investors enttäuscht werden.

### Enttäuschte Renditerwartungen

Dies spielt umso mehr eine Rolle, wenn man berücksichtigt, dass Covered-Bond-Anleger zum Großteil sogenannte Buy-and-Hold-Investoren sind, das heißt Anleger, die ein Wertpapier kaufen, weil sie mit einem festen Fälligkeitstermin rechnen und so eine bestimmte, von vornherein feststehende Rendite erzielen. Bei Insolvenz einer Pfandbriefbank hingegen erhält der Pfandbriefinvestor durch die Fortführung der Deckungsmasse von dem Sachwalter Zins- und Tilgungsleistungen in voller Höhe zu den vereinbarten Terminen.

Die Renditerwartungen der Investoren können allerdings nicht nur im Fall einer Insolvenz der LBB enttäuscht werden, sondern auch dann, wenn die Emittentin von dem ihr unter bestimmten Umständen (siehe Anleihebedingungen Ziffer 5.3) zustehenden Recht zur vorzeitigen Rückzahlung des SCB Gebrauch macht.

### Aktiv-/Passiv-Inkongruenzen

Ein weiterer Unterschied des SCB gegenüber dem Pfandbrief besteht in der Struktur der zur Deckung verwendeten grundpfandrechtlichen Darlehen. Die Refinanzierungsdarlehen, die dem Sicherheitentreuhänder in der Finanzierungsvariante verpfändet werden, sind mit den

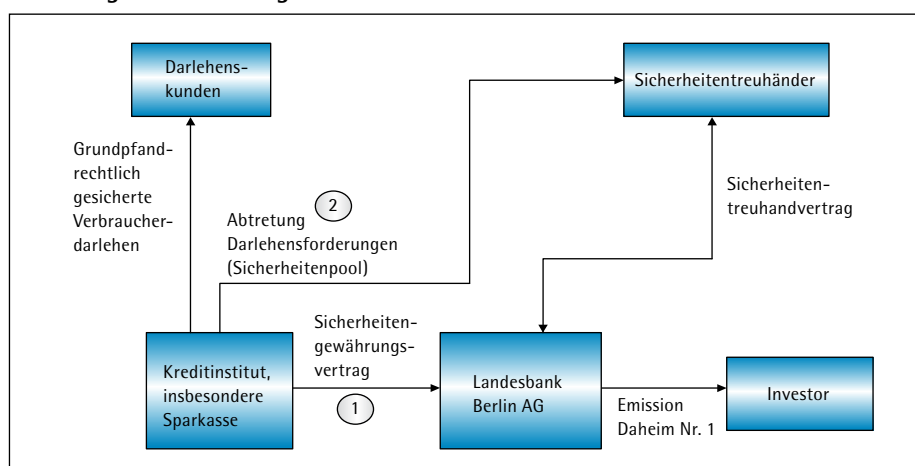
ausstehenden SCB laufzeiten- und volumenkongruent, sodass eine termingerechte Bedienung der ausstehenden Bonds ermöglicht wird, soweit die Zahlungsflüsse auch tatsächlich zur Verfügung stehen.

Die Kongruenz trifft jedoch nicht für die abgetretenen Kundenforderungen zu. Es gibt keinen Hinweis darauf, dass innerhalb des Portfolios der abgetretenen Kundenforderungen eine Steuerung stattfindet. Sollte es also auf die Verwertung der Kundendarlehen ankommen, findet der Sicherheitentreuhänder einen Pool von Kundenforderungen mit den unterschiedlichsten Zahlungsflüssen vor, die in keiner Weise auf die geschuldeten Zahlungsflüsse aus den SCB abgestimmt sind.

Beim Pfandbrief hingegen findet der Sachwalter bei Insolvenz der Pfandbriefbank eine Deckungsmasse, die stets so gesteuert wurde, dass sie sowohl die Vorschriften zur nominalen als auch zur barwertigen Deckungsrechnung erfüllen konnte. Bestehende Inkongruenzen führen aufgrund der konservativen Stressszenarien der barwertigen Deckungsrechnung zu einer faktischen Überdeckung, die durch die gesetzliche sichernde Überdeckung flankiert wird. Zudem können Pfandbriefdeckungsmassen gemäß § 19 PfandBG einen Anteil weiterer, liquider Deckungswerte beinhalten, wie zum Beispiel Zentralbankguthaben oder Bankschuldverschreibungen, die durch den Sachwalter jederzeit verwertet werden können.

Ebenfalls nicht „pfandbriefähnlich“ ist die fehlende Produkthomogenität des SCB. Da alle Hypothekendarlehen einer Bank

Abbildung 2: Besicherungsvariante SCB der LBB



von einer einzigen Deckungsmasse besichert werden, können Investoren darauf vertrauen, dass die einzelnen Emissionen einer Pfandbriefbank qualitativ gleichwertig sind. Ganz anders gestaltet sich dies im Fall des SCB. Dadurch, dass jede Emission durch einen anderen Sicherheitenpool besichert wird, werden die einzelnen Emissionen unterschiedliche Risikoprofile besitzen. Dies bedeutet für den Anleger einen erhöhten Analyseaufwand im Vorfeld einer Kaufentscheidung.

Dabei ist noch gar nicht berücksichtigt, dass sich die LBB das Recht vorbehält, Sicherheitenpools, die sie von Kreditinstituten erhalten hat, zusammenzulegen oder einen Sicherheitenpool während der Laufzeit gegen einen anderen auszutauschen. Es ist also durchaus möglich, dass sich die regionale Zusammensetzung der Sicherheiten für eine Emission während der Laufzeit komplett ändert. Ferner kann jede Emission sowohl aus der Besicherungs- als auch aus der Finanzierungsvariante bestehen. Auch der Austausch eines Sicherheitenpools aus einer der beiden Varianten gegen einen aus der jeweils anderen ist während der Laufzeit möglich. Indessen ist fraglich, inwieweit der Investor solche Veränderungen überhaupt bemerkt.

### Transparenz und Beleihungswert

Die vorliegenden Unterlagen sehen nicht vor, dass der Investor über die Zusammensetzung des Sicherheitenpools informiert wird oder einen Anspruch darauf hätte. Hingegen verpflichtet § 28 PfandBG die Pfandbriefbanken zu weitgehenden quartalsmäßigen Veröffentlichungen der Zusammensetzung der Deckungsmassen. Damit leisten die Pfandbriefbanken einen wesentlichen Beitrag zu dem grundlegenden Bedürfnis der Investoren nach Transparenz hinsichtlich der Wirkungsmechanismen eines Instrumentes, wobei naturgemäß die Zusammensetzung der Sicherheiten eine wichtige Rolle spielt.

Ein weiterer Unterschied zwischen Pfandbrief und SCB findet sich in der Bewertung der den Hypothekarkrediten zugrunde liegenden Immobilien. Gemeinsam ist den Produkten zwar, dass nur Darlehen mit einem Beleihungsauslauf bis zu 60 Prozent als Sicherheiten verwendet werden können. Bei beiden Produkten bezieht sich dieser Beleihungsauslauf auf den Beleihungswert. Es gibt aber keinen Hinweis

darauf, dass es sich im Fall des SCB um den Beleihungswert nach den besonders strengen Grundsätzen der Beleihungswertermittlungsverordnung (BelWertV) handelt.

Der Beleihungswert nach BelWertV ist nur für Pfandbriefbanken verpflichtend. Vor diesem Hintergrund ist davon auszugehen, dass beim SCB eine andere, weniger klar und streng definierte Bemessungsgrundlage gewählt wurde.

Auch bei der Emission von Pfandbriefen können Deckungswerte, die sich auf den Bilanzen anderer Kreditinstitute (beispielsweise Sparkassen) befinden, zur Deckung verwendet werden, was der Intention der Refinanzierungsvariante des LBB SCB entspricht. Dies erfolgt durch die Nutzung des sogenannten Refinanzierungsregisters, das im KWG geregelt ist. Dabei erspart die Eintragung in das Refinanzierungsregister die zeitaufwendigen und kostenintensiven Änderungen der Grundbucheintragen, die bei der Übertragung der Grundpfandrechte von dem Kreditinstitut an die Pfandbriefbank sonst erforderlich wären.

So wurde bereits ein sogenanntes Poolingmodell entwickelt, auf dessen Basis einzelne Sparkassen gebündelte Hypothekarkredite an Pfandbriefbanken verkaufen, um sich mittelbar über die Emission von Pfandbriefen durch die Pfandbriefbank günstig refinanzieren zu können.

Refinanzierungsregister werden von Kreditinstituten für sich oder für andere Unternehmen geführt und durch einen gesondert bestellten Verwalter (§ 22e KWG) unter der Aufsicht der BaFin überwacht. Die Eintragung der Grundschulden in das Refinanzierungsregister hat gemäß § 22j KWG zur Folge, dass die Gegenstände des Refinanzierungsregisters im Fall der Insolvenz des Refinanzierungsunternehmens von der Pfandbriefbank (Übertragungsberechtigte) nach § 47 InsO ausgesondert werden können.

Bei Nutzung des Refinanzierungsregisters hat die Pfandbriefbank im Fall der Insolvenz der Sparkasse somit einen direkten Zugriff auf die im Refinanzierungsregister der Sparkassen eingetragenen Grundpfandrechte. Demzufolge müssen weder die Kosten für den Insolvenzverwalter im Rahmen einer Übersicherung berücksichtigt noch der drohende Zeitverlust durch ein gestuftes System von Ratingtrigger kompensiert werden.

Die Nutzung des Refinanzierungsregisters im Rahmen des sogenannten Poolingmodells führt nicht zu einer Bilanzverkürzung, sofern die Sparkassen als Refinanzierungsunternehmen nicht nur eine Veritätsgarantie für die übertragenen Darlehensforderungen übernehmen, sondern auch eine verschuldensunabhängige Bonitätsgarantie, die die Sparkassen zum Ausgleich bei Zahlungsausfällen verpflichtet. Denn nach der Gesetzesbegründung (Gesetz zur Neuorganisation der Bundesfinanzverwaltung und zur Schaffung eines Refinanzierungsregisters) steht auch die vollständige Übernahme des Werthaltigkeitsrisikos durch das Refinanzierungsunternehmen den Wirkungen der Eintragung der Gegenstände in das Refinanzierungsregister nicht entgegen.

### Refinanzierungsregister effizienter nutzen

Der SCB weist eine Reihe von Unterschieden zum Pfandbrief auf. Ob man tatsächlich von einer Pfandbriefähnlichkeit sprechen kann, mag dahin stehen. Entscheidend ist vielmehr, ob die gestalteten Sicherungsmechanismen rechtlich und tatsächlich greifen. Dies wirft – wie dargelegt – zumindest eine Vielzahl von Fragen auf. Ausschlag gebend wird daher sein, wie überzeugend die LBB diese Fragen den Investoren wird beantworten können.

Die Intention der LBB, Immobiliendarlehen von Instituten ohne die kritische Größe für eine Refinanzierung über selbst am Kapitalmarkt platzierte Pfandbriefe zu verwenden, ist nachvollziehbar. Es ist ökonomisch sinnvoll, diese Darlehen für die Reduzierung der Refinanzierungskosten oder der Erzielung von Provisionserträgen einzusetzen. Dabei ist aber zu bedenken, dass die Refinanzierungskosten umso geringer ausfallen, desto hochwertiger das Refinanzierungsinstrument ist.

Aufgrund der dargestellten Vorteile des Pfandbriefs gegenüber dem SCB erscheint es sinnvoller, die zahlreichen auf den Bilanzen von Nicht-Pfandbriefbanken liegenden Hypothekenkredite mit Hilfe des Refinanzierungsregisters über den Pfandbrief für den Kapitalmarkt nutzbar zu machen. Die Pfandbriefbanken stellen Überlegungen an, wie das Refinanzierungsregister noch effizienter nutzbar gemacht werden kann und sind für Anregungen dankbar.