

Eine Fachthemenreihe der DZ HYP | September 2021

# DER DEUTSCHE PFANDBRIEFMARKT 2021 | 2022

Umfeld für Neuemissionen unverändert  
gut – Pfandbriefgesetz stellt künftig  
EU-Premium-Status sicher

[dzhyp.de](https://dzhyp.de)



# INHALT

- 2 **Vorwort**
- 4 **Marktentwicklungen**
- 14 **ESG Standards im Covered Bond Markt**
- 24 **Pfandbriefratings**
- 28 **Rechtsrahmen für Pfandbriefe aus Deutschland**
- 54 **Überblick zur Geschichte des Pfandbriefs**
- 60 **Anleiheübersicht**
- 61 **Impressum**
- 66 **Anschriften der DZ HYP**

# VORWORT

Sehr geehrte Damen und Herren,

im zweiten Jahr der Corona-Pandemie haben sich die Entwicklungen am Pfandbriefmarkt differenziert gezeigt. Während der Markt weiter angewachsen ist, reduzierte sich die Anzahl großvolumiger, öffentlich platzierter Neuemissionen spürbar. Ursächlich dafür sind die günstigen Kredite der Europäischen Zentralbank (EZB), die die Primärmarktaktivitäten dämpfen. Zudem sind die Einlagenbestände bei den Kreditinstituten gestiegen. Vor diesem Hintergrund ist für das Gesamtjahr davon auszugehen, dass die hohen Neuemissionsvolumina der Jahre 2019 und davor nicht erreicht werden. Das vermag auch die Emittentengruppe der „traditionellen Hypothekenbanken“, die regelmäßig Pfandbriefe öffentlich platziert, nicht zu ändern. Die Anleihekaufprogramme der EZB trugen derweil dazu bei, dass sich die Covered-Bond Spreads nach ihrer pandemiebedingten Ausweitung im Frühjahr 2020 inzwischen wieder spürbar reduziert haben und seit Monaten auf niedrigem Niveau seitwärts bewegen.

Auch bei nachhaltigen Covered Bonds (oder ESG Covered Bonds), zu denen Grüne und Soziale Pfandbriefe zählen, hält der Wachstumstrend unverändert an. Damit einher geht eine stetige Zunahme der aktiven ESG Emittenten. Waren es Ende 2020 noch 20 Kreditinstitute, die mindestens einen ESG Covered Bond im Volumen von 250 Mio. Euro oder mehr ausstehen hatten, erhöhte sich die Anzahl der Emittenten bis Mitte 2021 auf bereits 26 Banken. Im Juli hat die EU-Kommission ihren lang erwarteten Vorschlag zur Definition von grünen Anleihen vorgelegt. Der sogenannte European Green Bond Standard (EUGBS), der ein Teil des Aktionsplans der EU-Kommission aus dem Jahr 2018 zur Finanzierung von nachhaltigem Wachstum ist, gehört zum European Green Deal, in dessen Rahmen die EU bis 2050 Klimaneutralität anstrebt. Alle Emittenten von grünen Anleihen weltweit können die EUGBS freiwillig befolgen, der perspektivisch zum „Goldstandard“ für grüne Anleihen werden soll. Bis es soweit ist, müssen jedoch noch einige Schritte erfolgen, denn der Vorschlag der EU-Kommission zu den EUGBS ist bisher nicht in Kraft getreten.

Schon im vergangenen Jahr haben wir über den Einfluss Europas auf deutsche Pfandbriefe berichtet. Im Mai 2021 wurde die Europäische Covered Bond Richtlinie über eine Novelle des deutschen Pfandbriefgesetzes in nationales Recht umgesetzt. Damit wird der Status der Pfandbriefe als European Covered Bond (Premium) gesetzlich abgesichert. Dafür musste jedoch das Pfandbriefgesetz als der zentrale Baustein für den Rechtsrahmen von gedeckten Bankanleihen in Deutschland geändert werden. Diese werden in zwei Stufen erfolgen. Zum 1. Juli 2021 sind bereits erste Änderungen in Kraft getreten. Dazu zählt die Ermächtigung des Sachwalters unter bestimmten Voraussetzungen die Laufzeit von Pfandbriefen um bis zu zwölf Monate zu verlängern. Die Einführung dieses gesetzlichen Soft Bullets ist wohl die Änderung, die in der öffentlichen Debatte am intensivsten diskutiert wurde. Zum 8. Juli 2022 werden weitere Änderungen in Kraft gesetzt, die wir im Rahmen dieser Studie bereits vorstellen.

Der Pfandbriefmarktbericht 2021/2022 liegt auch in der englischen Übersetzung vor. Alle aktuellen Berichte stehen Ihnen im Internet unter [www.dzhyp.de/de/ueber-uns/markt-research](http://www.dzhyp.de/de/ueber-uns/markt-research) zum Download zur Verfügung oder können bei uns angefordert werden.

Mit freundlichen Grüßen

**DZ HYP**

September 2021

## PFANDBRIEFGESETZ STELLT KÜNFTIG EU-PREMIUM-STATUS SICHER

- » **Weniger öffentlich platzierte Neuemissionen und doch wächst das Umlaufvolumen, weil Banken ihre gedeckten Anleihen selbst benötigen**
- » **Die Anleihekäufe der Zentralbank und die gedämpften Primärmarkt-aktivitäten schlagen sich in stabilen Risikoaufschlägen nieder**
- » **Die Umsetzung der Covered Bond Richtlinie, die den künftigen EU-Premium-Status des Pfandbriefs gesetzlich absichert, ist im Mai erfolgt**

### Zusammenfassung

Der Pfandbriefmarkt ist im ersten Halbjahr um 5,8 Prozent auf 391,5 Mrd. Euro angewachsen. Gleichzeitig sind vor allem großvolumige Neuemissionen, die öffentlich bei Investoren platziert wurden, selten geworden. Damit folgt der deutsche Pfandbriefmarkt einem Trend, der auch in vielen anderen europäischen Ländern zu beobachten ist. Ein Grund dafür ist in den günstigen Langfristendern der Europäischen Zentralbank (EZB) zu sehen, die für Banken zu attraktiv sind, um sie auszuschlagen. Gleichzeitig sind die Einlagenbestände bei den Kreditinstituten während der Coronapandemie gestiegen. Beides dämpfte den Refinanzierungsbedarf der Institute, der über den Kapitalmarkt gedeckt werden musste. Mithin ist das Neuemissionsvolumen großvolumiger Covered Bonds 2021 förmlich eingebrochen. Die Banken haben nicht selten eigene gedeckte Anleihen einbehalten und als Sicherheiten für die Zentralbankkredite hinterlegt. Aus diesem Grund wuchs in Deutschland und anderen Ländern das Umlaufvolumen.

Vor allem Hypothekenbanken gehören in diesem Jahr noch zu den regelmäßigen Gästen am Primärmarkt. Das Umfeld für Neuemissionen ist dank der Anleihekaufprogramme der EZB gut. Diese Covered Bond Käufe dürften – neben den geringen Primärmarktaktivitäten – nach der Ausweitung der Risikoaufschläge im Frühjahr 2020 maßgeblich dazu beigetragen haben, dass sich die Covered Bond Spreads zunächst wieder deutlich reduziert und seit einigen Monaten auf einem niedrigen Niveau seitwärts bewegt haben.

Abseits von Neuemissionen und Spreads sorgen neue europäische Standards für Furore. Die Europäische Covered Bond Richtlinie wurde im Mai 2021 über eine Änderung im Pfandbriefgesetz in deutsches Recht umgesetzt, womit der Status der Pfandbriefe als European Covered Bond (Premium) gesetzlich abgesichert wird. Darüber hinaus wird es bald mit dem European Green Bond Standard, der Bezug auf die strengen Vorgaben der EU-Taxonomie nimmt, einen neuen Goldstandard für nachhaltige Anleihen geben. Die Standards für Grüne und Soziale Pfandbriefe des Verbands deutscher Pfandbriefbanken (vdp) werden wohl nicht sofort auf diesen neuen Goldstandard gehoben, weil unter anderem praktische Probleme im Zusammenhang mit der notwendigen Datenerhebung dem noch im Wege stehen.

## MARKTENTWICKLUNGEN

### Das zweite Jahr in der Corona-Pandemie

Zur Jahresmitte 2021 ist die Corona-Pandemie weiterhin in den Schlagzeilen. Seit Juli 2021 steigen die Infektionszahlen in Deutschland wieder. Das Virus, dessen Delta-Variante sich bereits in der Welt ausgebreitet hat, scheint trotz einiger Fortschritte bei den Impfkampagnen noch lange nicht besiegt zu sein. Die Pandemie ist somit eines der wichtigsten Themen geblieben, welches auch Mitte 2020 im Mittelpunkt des Interesses der Marktteilnehmer stand. Was hat sich in den vergangenen zwölf Monaten mit Corona verändert? Damals ging die Sorge vor einer zweiten Welle in Europa und den damit verbundenen negativen Auswirkungen weiterer Lock-downs auf die wirtschaftliche Entwicklung um. In Amerika und Europa waren zu diesem Zeitpunkt noch keine Impfstoffe gegen Covid-19 zugelassen. Allerdings verbreiteten die vielversprechenden Kandidaten etwas Hoffnung auf eine Besserung der Situation. Abseits der Pandemie verhandelte die Europäische Union (EU) intensiv mit Großbritannien über ein Freihandelsabkommen, um damit die Handelsbeziehungen nach dem Brexit neu zu ordnen. Jenseits des großen Teichs liefen in den Vereinigten Staaten von Amerika die Kandidaten auf die Zielgeraden im Wahlkampf um das Amt des Präsidenten ein.

### Die Pandemie begleitet uns immer noch

#### CORONA, IMPFSTOFFE UND DER DOMINIERENDE EINFLUSS DER ZENTRALBANKEN AUF DEN PFANDBRIEFMARKT

##### Themen und Renditen Mitte 2020



- Corona-Pandemie, Sorgen um eine zweite Welle
- Verhandlungen zwischen der EU und UK über ein Freihandelsabkommen
- US-Präsidentenwahlen
- Bund-Renditen (10 Jahre): etwa -0,4 Prozent, Pfandbriefrenditen (10 Jahre): etwa -0,2 Prozent

##### Themen und Renditen Mitte 2021



- Geldpolitik, Anleihekäufe und Inflations Sorgen
- Vierte Infektionswelle, Delta-Variante und Impffortschritt
- Neue Marktstandards für nachhaltige Anleihen
- Bund-Renditen (10 Jahre): etwa -0,5 Prozent, Pfandbriefrenditen (10 Jahre): etwa -0,1 Prozent

Quelle: DZ BANK Research

Die Unsicherheit unter den Marktteilnehmern war Mitte 2020 insbesondere wegen der grassierenden Pandemie groß. Die wirtschaftliche Lage wurde stark durch die Corona-Pandemie belastet, was letztlich auch bei den Banken zu einem starken Anstieg der Risikovorsorge führte, um damit besser gegen drohende Kreditausfälle gewappnet zu sein. Dies belastete die Profitabilität der Kreditinstitute 2020 stark. Kreditnehmern (sowohl privaten als auch gewerblichen Kunden) wurde mit temporären Zahlungsmoratorien geholfen, wenn sie aufgrund von Kurzarbeit oder des heruntergefahrenen öffentlichen Lebens Einkommenseinbußen erlitten haben und ihre Kreditraten nicht mehr ohne weiteres leisten konnten. Die insgesamt schlechte Stimmung in der Wirtschaft und an den Kapitalmärkten ließ sich eindrucksvoll an den Aktienmärkten ablesen, deren Notierungen im ersten Halbjahr 2020 massiv einbrachen.

### Auswirkungen der Pandemie

Die Welt hat sich weitergedreht. Die 2020 meist pauschal gebildete Risikovorsorge konnte im ersten Halbjahr 2021 bei vielen Finanzinstituten zum Teil schon wieder aufgelöst werden. Mithin haben sich die Geschäftszahlen der Banken am Ende des

### Die Welt dreht sich weiter

zweiten Quartals 2021 schon wieder deutlich gebessert. Auch auf der internationalen Bühne ging es weiter, ohne dass es zum Beispiel zu einem von manchem befürchteten harten Brexit gekommen wäre. Zum Austritt Großbritanniens aus der EU am 1. Januar 2021 konnte in letzter Minute ein Handelsabkommen ausgearbeitet werden, welches einen harten Brexit – und die damit verbundenen negativen Auswirkungen auf den Handel dieser beiden Wirtschaftsräume – verhindert hat. Dieses Abkommen regelt allerdings noch nicht alle relevanten Fragen abschließend. Auch die US-Wahl wurde im November 2020 entschieden. Im Januar 2021 wurde der neue US-Präsident inauguriert, der in den ersten Monaten seiner Amtszeit ein gigantisches Konjunktur- und Investitionspaket zur Bekämpfung der Folgen der Pandemie in den USA auf den Weg gebracht hat, was auch die Stimmung der Marktteilnehmer positiv beeinflusst haben dürfte. Auch wenn die Corona-Pandemie die Schlagzeilen nicht mehr so stark dominiert wie noch vor zwölf Monaten, drehen sich immer noch viele Diskussionen um die Frage, wie das Leben mit der Pandemie langfristig weitergehen soll. Die Börsen scheinen ihr Urteil schon Mitte 2020 gefällt zu haben, indem sie recht schnell von Krisenmodus auf Hausse umgestellt haben. Nach dem Absturz der Aktienkurse im ersten Halbjahr 2020 stiegen von Sommer 2020 bis August 2021 die Aktienkurse wieder. Der DAX erklomm im genannten Zeitraum immer neue Rekordniveaus. Damals hat die Hoffnung auf wirksame Impfstoffe zum positiven Stimmungsumschwung beigetragen. Wichtig dürften dabei unserer Meinung nach auch die Konjunktur- und Infrastrukturprogramme der Regierungen und die expansive Geldpolitik der Zentralbanken gewesen sein.

### **Die ultra-expansive Geldpolitik und ihre Nebenwirkungen**

Der Einbruch des Wirtschaftswachstums ging 2020 natürlich nicht spurlos an den Anleihemärkten vorbei. Die Auswirkungen wurden aber stark durch die ultra-expansive Geldpolitik der Zentralbanken überlagert. In der Eurozone waren und sind es beispielsweise die im März 2020 initiierten massiven Anleihekäufe der EZB unter ihrem Pandemie-Notfallankaufprogramm (PEPP), die die Renditen und Risikoaufschläge am Rentenmarkt – inklusive des Pfandbriefmarktes – fest im Griff hatten und haben. In diesem Umfeld bewegten sich die Renditen für zehnjährige Bundesanleihen Mitte 2020 bei etwa -0,4 Prozent und gingen bis Ende 2020 sogar auf unter -0,6 Prozent zurück. Das Auf-und-Ab in den Monaten danach führte letztlich dazu, dass die Bundrenditen zur Mitte des Jahres 2021 zwischenzeitlich bei etwa -0,5 Prozent notierten. Parallel dazu sind die Renditen zweijähriger deutscher Staatsanleihen seit dem Frühjahr um mehr als 10 Basispunkte in die Nähe von -0,8 Prozent gesunken (Stand: 5. August 2021).

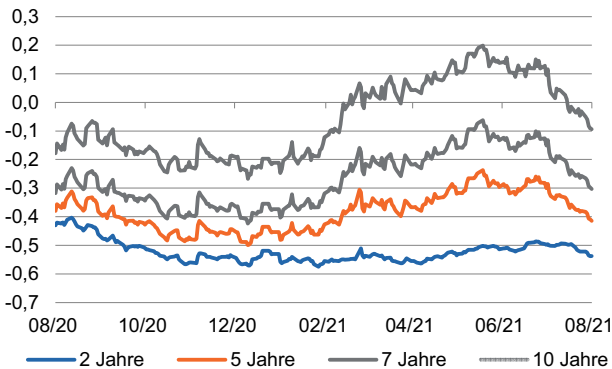
**Auswirkungen der Pandemie auf die Anleihemärkte wurden durch EZB-Anleihekäufe überlagert**

Deutsche Pfandbriefe beziehungsweise gedeckte Bankanleihen im Allgemeinen werden von der EZB im Rahmen ihres dritten Covered Bond Kaufprogramms (CBPP3) und PEPP erworben, sodass eigentlich anzunehmen ist, dass die Pfandbriefrenditen – die stellvertretend für den gesamten internationalen Covered Bond Markt stehen können – in den vergangenen zwölf Monaten einen ähnlichen Pfad wie die Staatsanleihen eingeschlagen hätten. Ganz so war es jedoch nicht. Mitte 2020 rentierten zehnjährige Pfandbriefe durchschnittlich bei etwas mehr als -0,2 Prozent und erhöhten sich bis Mai 2021 auf 0,2 Prozent – plus wohlgemerkt – wobei sie dem Trend der Bundesanleihen folgten. Allerdings haben sich die Pfandbriefrenditen seither wieder auf -0,1 Prozent reduziert. Damit liegt das Renditeniveau gedeckter Bankanleihen Anfang August immer noch etwas über dem Niveau von vor zwölf Monaten, während sich die Bundesrenditen im Vergleich zum Wert von vor einem Jahr per saldo um etwa 10 Basispunkte verringert haben. Die Pfandbriefrenditen in den mittleren Laufzeiten sind nach ein bisschen Hin und Her im Vergleich zu Anfang August 2020 fast unverändert geblieben (Stand: 5. August 2021). Nur die Renditen kurzlaufender

**Renditekurve der Pfandbriefe wurde etwas steiler**

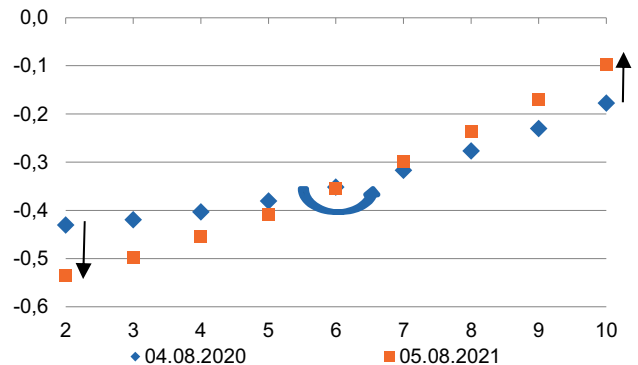
Pfandbriefe haben sich auf Jahresfrist um rund 10 Basispunkte im Durchschnitt (zwei Jahre Laufzeit) verringert. Entsprechend ist die vom DZ BANK Research berechnete generische Renditekurve für den Pfandbriefmarkt vom 4. August 2020 bis 5. August 2021 um rund 18 Basispunkte steiler geworden.

**NUR EINE GERINGE VERÄNDERUNG IM ABSOLUTEN RENDITENIVEAU VON PFANDBRIEFEN**  
X-ACHSE: MONAT/ JAHR, Y-ACHSE: GENERISCHE PFANDBRIEFRENDITE IN PROZENT



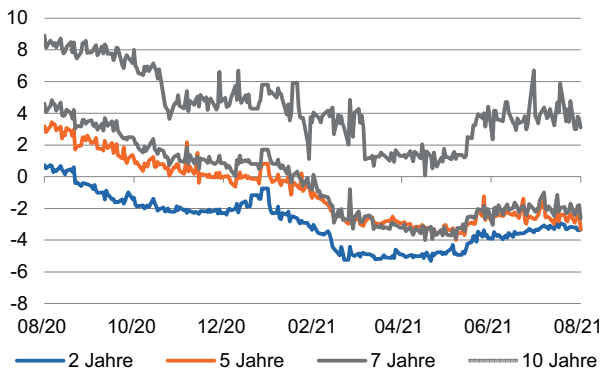
Quelle: Bloomberg, Berechnungen und Darstellung DZ BANK Research; Stand: 5. August 2021

**GENERISCHE RENDITEKURVE IM PFANDBRIEFMARKT VERSTEILTERE SICH INNERHALB VON 12 MONATEN UM RUND 18 BASISPUNKTE**  
X-ACHSE: RESTLAUFZEIT IN JAHREN, Y-ACHSE: GENERISCHE PFANDBRIEFRENDITE IN PROZENT



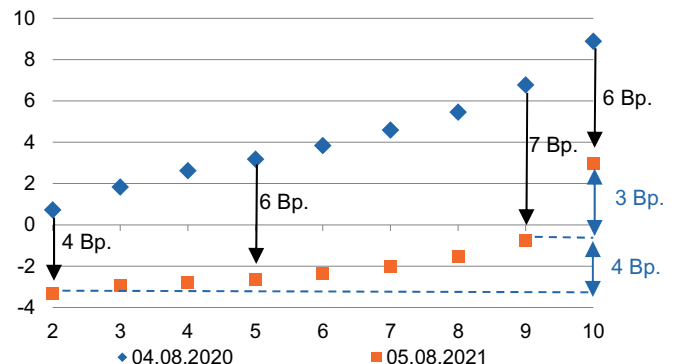
Quelle: Bloomberg, Berechnungen und Darstellung DZ BANK Research

**RISIKOPRÄMIEN FÜR PFANDBRIEFE HABEN SICH – DANK EZB-KÄUFEN – IN ZWÖLF MONATEN WEITER EINGEENGT**  
X-ACHSE: MONAT/ JAHR, Y-ACHSE: GENERISCHE SWAPSPREADS FÜR PFANDBRIEFE IN BASISPUNKTEN



Quelle: Bloomberg, Berechnungen und Darstellung DZ BANK Research; Stand: 5. August 2021

**SWAPSPREADS FÜR ZEHNJÄHRIGE PFANDBRIEFE HINKEN DER EINENUNGSBEWEGUNG ETWAS HINTERHER**  
X-ACHSE: RESTLAUFZEIT IN JAHREN, Y-ACHSE: GENERISCHE SWAPSPREADS FÜR PFANDBRIEFE IN BASISPUNKTEN (BP.)



Quelle: Bloomberg, Berechnungen und Darstellung DZ BANK Research

Die Auf- beziehungsweise Abschlüsse deutscher Pfandbriefe gegenüber der Swapkurve (Swapsreads) haben sich im genannten Zeitraum reduziert. Am kurzen Ende der Strukturkurve fiel die Einengung mit rund 4 Basispunkten etwas weniger stark aus als für die Pfandbriefe mit mittleren und längeren Laufzeiten, bei denen sich die Swapsreads um bis zu 7 Basispunkte verringert haben. Die aus den Swapsreads gebildete Creditkurve für Pfandbriefe ist infolge dessen flacher geworden. Besonders flach ist die Pfandbrief-Creditkurve im Bereich der Laufzeiten von zwei bis neun Jahren. Der Abstand zwischen dem jeweiligen Swapsread von Pfandbriefen mit einer Laufzeit von zwei und neun Jahren betrug am 5. August 2021 lediglich knapp 3 Basispunkte. Der durchschnittliche Swapsread für zehnjährige Pfandbriefe liegt demgegenüber noch einmal knapp 4 Basispunkte über dem der neunjährigen

**Creditkurve wurde flacher, allerdings gibt es einen Knick nach oben am langen Ende**

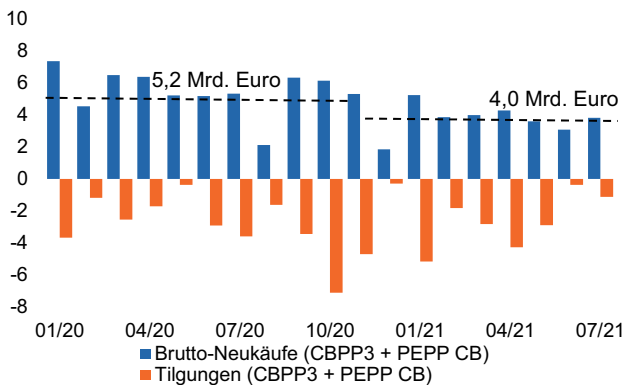


Pfandbriefe. Der Knick am langen Ende der Pfandbrief-Creditkurve zählt zwar bloß wenige Basispunkte, er sticht aufgrund der bis neun Jahre Laufzeit insgesamt sehr flach verlaufenden Kurve heraus. Erklären lässt sich diese Besonderheit damit, dass von Ende April bis Ende Juni recht viele Covered Bonds mit Laufzeiten von zehn Jahren oder länger aufgelegt wurden. In diesem Zeitraum spukte außerdem das Inflationsgespenst durch den Rentenmarkt. Aufgrund der Sorge vieler Investoren vor einer steigenden Inflation im Rahmen der wirtschaftlichen Erholung haben sich die Swapsreads von Covered Bonds mit langen Laufzeiten stärker als jene von Anleihen im kurzen und mittleren Laufzeitsegment ausgeweitet. Von dieser Ausweitung haben sich die Swapsreads der zehnjährigen Anleihen – im Gegensatz zu den Anleihen mit einer Laufzeit von bis zu neun Jahren – bis Anfang August nicht vollständig erholen können.

Die Käufe unter CBPP3 sind für die Spreadentwicklung maßgeblich und lohnen daher einen genaueren Blick. Ende Juli 2021 – in der Sommerpause am Primärmarkt für Covered Bonds – kamen die CBPP3-Käufe fast vollständig zum Erliegen. Die durchschnittlichen Käufe pro Handelstag lagen in der letzten Juli-Woche bei lediglich 14 Mio. Euro. Wegen der regen CBPP3-Käufe Anfang Juli und aufgrund der geringen Fälligkeiten in diesem Monat von gerade einmal 1,1 Mrd. Euro ist der CBPP3-Bestand unter dem Strich um rund 2 Mrd. Euro auf 293,8 Mrd. Euro angewachsen. Daraus ergeben sich für Juli CBPP3-Bruttokäufe in Höhe von 3,1 Mrd. Euro. Die Bruttokäufe sind die Bestandsveränderungen plus das Volumen der Rückflüsse ins CBPP3-Portfolio aufgrund von Anleiherückzahlungen. Um das Gesamtvolumen der EZB-Käufe am Covered Bond Markt zu ermitteln, müssen noch die Käufe unter PEPP berücksichtigt werden. Leider meldet die EZB diese Daten nur alle zwei Monate und dann auch nur für den gesamten Zweimonatszeitraum. Für Juni und Juli 2021 betrug diese Ziffer 1,3 Mrd. Euro. Wenn dieses Volumen gleichmäßig auf diese beiden Monate verteilt wird, ergeben sich rein rechnerisch 664 Mio. Euro pro Monat. Dadurch steigen die EZB-Bruttokäufe auf insgesamt knapp 3,8 Mrd. Euro im Juli. Im Jahr 2020 lagen die monatlichen Covered Bond Käufe der EZB unter CBPP3 und PEPP im Durchschnitt zusammen bei 5,2 Mrd. Euro. Der Monat Juli war für das laufende Jahr nicht untypisch. Der Monatsdurchschnitt ist 2021 auf rund 4 Mrd. Euro für den Zeitraum Januar bis einschließlich Juli gegenüber 2020 gefallen.

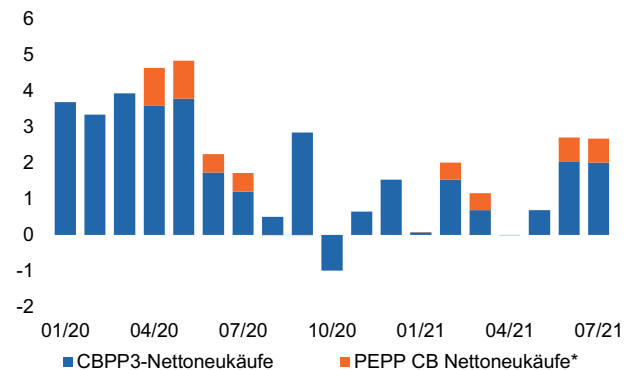
**EZB-Käufe gehen 2021 im Vergleich zum Vorjahr zurück**

**RELATIV STABILE BRUTTOKÄUFE, WENN CBPP3 UND PEPP GEMEINSAM BETRACHTET WERDEN**  
X-ACHSE: MONAT/ JAHR, Y-ACHSE: ANGABEN IN MRD. EURO



Quelle: Europäische Zentralbank, Darstellung DZ BANK Research; PEPP CB = Covered Bond Käufe unter PEPP

**MOMENTAN ERGÄNZEN DIE COVERED BOND KÄUFE UNTER PEPP LEDIGLICH DIE CBPP3-KÄUFE**  
X-ACHSE: MONAT/ JAHR, Y-ACHSE: ANGABEN IN MRD. EURO



Quelle: Europäische Zentralbank, Darstellung DZ BANK Research, \* Daten für zwei Monate wurden immer gleichmäßig auf die jeweils betroffenen Kalendermonate verteilt

Durch das verringerte monatliche Kaufvolumen können die Covered Bond Bestände der EZB – wenn überhaupt – nur langsamer wachsen. Gleichzeitig scheint das Volumen der Rückzahlungen im CBPP3-Portfolio mit 30,1 Mrd. Euro für das Gesamtjahr 2021 (im Vorjahr 33,2 Mrd. Euro) dauerhaft ein recht hohes Niveau erreicht zu haben, was einem Bestandswachstum ebenfalls entgegenwirkt. Die Covered Bond Bestände der EZB bewegen sich allerdings bereits auf einem außerordentlich hohen Niveau. Unter PEPP hat die Zentralbank inzwischen gedeckte Bankanleihen im Volumen von 5,4 Mrd. Euro angesammelt. Das ist jedoch fast nichts im Vergleich zu den Bestandsvolumina von CBPP 1 bis 3. Wenn die Bestände aller Portfolios aufaddiert werden, ergibt sich eine atemberaubende Summe von 302 Mrd. Euro (Zahlen zum PEPP und CBPP 1 bis 3 per Ende Juli 2021). Dies entspricht knapp der Hälfte des Marktwerts aller CBPP3-kauffähigen Anleihen im iBoxx € Covered Index zu diesem Zeitpunkt. Diese Zahlen belegen das Ausmaß der gigantischen Covered Bond Käufe der EZB in den vergangenen Jahren, seit CBPP3 im Oktober 2014 ins Leben gerufen wurde.

### Covered Bond Käufe der EZB in gigantischem Ausmaß

#### COVERED BOND BESTÄNDE DER EZB IM VERGLEICH ZUM IBOXX € COVERED INDEX

Angaben in Mrd. Euro	Ende Juli 2020	Ende Juli 2021
CBPP1	0,5	0,4
CBPP2	2,9	2,4
CBPP3	284,0	293,8
PEPP (nur Covered Bonds)	3,1	5,4
<b>Summe der EZB Covered Bond Bestände</b>	<b>290,5</b>	<b>302,0</b>
Marktwert der Anleihen im iBoxx € Covered Index	867,8	802,1
Marktwert CBPP3-fähiger Anleihen im iBoxx € Covered Index	655,4	612,7
<b>EZB Covered Bond Bestände/ Marktwert der CBPP3-kauffähigen Anleihen im iBoxx € Covered Index</b>	<b>44,3%</b>	<b>49,3%</b>

Quelle: EZB, Markit, Darstellung DZ BANK Research

Die rückläufigen EZB-Käufe am Covered Bond Markt haben natürlich einen Grund. Wir vermuten, dass es der Zentralbank wegen der geringeren Primärmarktaktivitäten in den vergangenen Monaten zunehmend schwerer fällt, das Kauftempo aus dem Jahr 2020 beizubehalten. Deshalb wäre es keine Überraschung, wenn die monatlichen Käufe wieder nach oben gehen, wenn es mehr kauffähige Neuemissionen gibt. Danach sieht es allerdings bis Ende 2021 vorerst nicht aus. Die EZB-Käufe sind allerdings auch auf dem im historischen Vergleich etwas niedrigeren Niveau eine wichtige Unterstützung für die Covered Bond Spreads. Durch sie werden nennenswerte Ausweitungen der Risikoaufschläge in den nächsten Monaten sehr unwahrscheinlich, trotz der zum Beispiel drohenden vierten Corona-Welle.

### EZB-Käufe sind eine wichtige Stütze für die Covered Bond Spreads

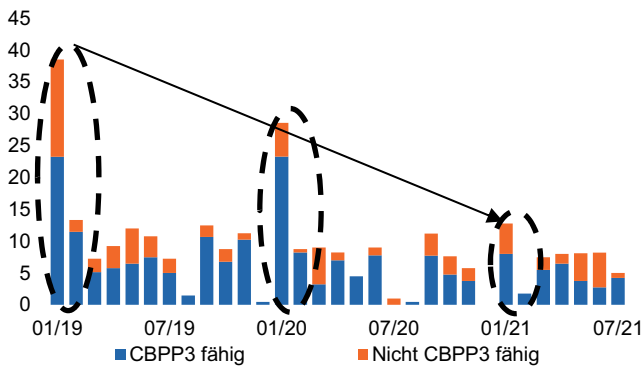
#### Günstige Zentralbankkredite statt Covered Bond Neuemissionen

Wegen der aus unserer Sicht sehr wahrscheinlichen Wechselwirkung der Primärmarktaktivitäten und dem Volumen der EZB-Käufe lohnt sich ein genauer Blick hier ganz besonders. Dabei sind die Neuemissionsaktivitäten im Markt für Euro-Benchmark-Covered-Bonds mit einem Emissionsvolumen von mindestens 500 Mio. Euro ein guter Startpunkt, weil die großvolumigen Neuemissionen in den letzten zehn Jahren – von zwei Ausnahmen abgesehen – jeweils ungefähr die Hälfte aller auf Euro lautenden Neuemissionen eines Jahres ausgemacht haben. In den ersten sieben Monaten des laufenden Jahres wurden Covered Bonds im Euro-Benchmark-Format im Volumen von insgesamt 51,3 Mrd. Euro aufgelegt oder aufgestockt. Dies ist im Vergleich zum Vorjahreszeitraum mit 69,1 Mrd. Euro bereits deutlich weniger. Die

### Historisch niedriges Neuemissionsvolumen bei öffentlich platzierten Benchmark Covered Bonds

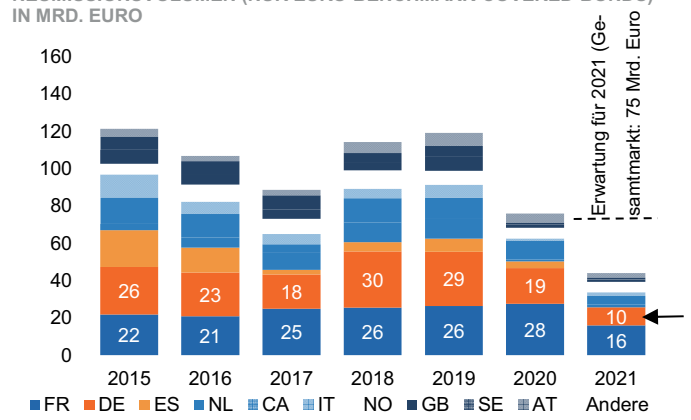
Werte aus den Jahren 2015 bis 2019, in denen die Neuemissionsvolumina von Januar bis einschließlich Juli von 78,8 Mrd. Euro bis 102 Mrd. Euro schwankten, zeigen im längeren historischen Vergleich deutlich, wie stark die Neuemissionsaktivitäten 2021 eingebrochen sind. Dies zeichnete sich bereits zu Beginn des Jahres ab. Das Neuemissionsvolumen im Januar und Februar lag 2021 stark unter den Niveaus der Vorjahre. Ein schwacher Start in das Jahr ist am Covered Bond Markt erfahrungsgemäß nur schwer im weiteren Verlauf des Jahres aufzuholen. Wir gehen daher davon aus, dass das im Vergleich der vergangenen zehn Jahre geringe Neuemissionsvolumen für das Gesamtjahr 2020 in Höhe von 94,1 Mrd. Euro 2021 nicht annähernd erreicht wird und vermutlich eine Größenordnung von 75 Mrd. Euro annehmen wird.

**VOR ALLEM WEGEN GERINGER PRIMÄRMARKTAKTIVITÄTEN ZU BEGINN DES JAHRES UND LANGER SOMMERPAUSEN ...**  
NEUEMISSIONSVOLUMEN (NUR EURO-BENCHMARK-COVERED-BONDS) IN MRD. EURO



Quelle: Bloomberg, Berechnungen und Darstellung DZ BANK Research

**... IST DAS NEUEMISSIONSVOLUMEN 2020 UND BESONDERS 2021 STARK GESUNKEN, AUCH BEI PFANDBRIEFEN**  
NEUEMISSIONSVOLUMEN (NUR EURO-BENCHMARK-COVERED-BONDS) IN MRD. EURO



Quelle: Bloomberg, Berechnungen und Darstellung DZ BANK Research  
Angaben für 2021 bis einschließlich Ende August 2021

Der Grund für die Primärmarktschwäche ist wiederum bei der EZB zu finden. Zwar unterstützt die Zentralbank mit ihren Anleihekäufen das allgemeine Marktumfeld und Emittenten können sich trotz Corona-Pandemie über einen gut funktionierenden Primärmarkt freuen. Allerdings bietet die Zentralbank über ihre aktuellen Langfristtender (TLTRO III) reichlich billiges Geld an. Die bis Mitte 2022 verlängerten Sonderkonditionen für Kredite unter TLTRO III (50 Basispunkte unterhalb des Einlagensatzes der EZB) sind so sagenhaft attraktiv, dass Banken sich dieses geschenkte Geld nicht entgehen lassen. Die TLTRO III Angebote hatten bereits im Verlauf des Jahres 2020 zu rückläufigen Neuemissionen geführt. Im Jahr 2021 wirkte dieser Effekt jedoch bereits seit Jahresanfang. Die Sonderkonditionen für den TLTRO III stehen im Zusammenhang mit der Bekämpfung möglicher negativer Auswirkungen auf die Kreditvergabe der Banken. Je besser die Wirtschaft in den kommenden Monaten wieder Tritt fasst, desto wahrscheinlicher wird ein Ende der Sonderkonditionen und mithin eine Wiederbelebung der Primärmarktaktivitäten. Diese sind jedoch frühestens für 2022 zu erwarten. Die allgemeinen Aussagen für den Covered Bond Markt lassen sich im Grundsatz auf den deutschen Pfandbriefmarkt übertragen. Es ist unwahrscheinlich, dass 2021 das Neuemissionsvolumen (nur Euro-Benchmark-Pfandbriefe) des Vorjahres erreicht wird. Es dürfte deutlich unter den Volumina der vergangenen Jahre zurückbleiben, auch wenn es mit den spezialisierten Hypothekenbanken eine Emittentengruppe gibt, die regelmäßig Pfandbriefe öffentlich platziert. Es waren auch zwei deutsche Hypothekenbanken, die Mitte August 2021 mit Euro-Benchmark-Neuemissionen die Sommerpause am Primärmarkt beendeten.

**Günstige Zentralbankkredite führen zu gedämpften Primärmarktaktivitäten**

Deshalb konnten die deutschen Pfandbriefbanken bislang ihren Platz als zweitstärkstes Ländersegment hinter den französischen Banken bei den großvolumigen Neuemissionen verteidigen.

Trotz eines rückläufigen Volumens an öffentlich platzierten Neuemissionen wächst der Covered Bond Markt. Dies klingt zunächst paradox, wenn nur der Markt für gedeckte Anleihen im Euro-Benchmark-Format betrachtet wird. Dieser ist 2020 tatsächlich um knapp 24 Mrd. Euro geschrumpft. Wenn unsere Primärmarktprognose für 2021 mit 75 Mrd. Euro für das Gesamtjahr zutrifft, dann geht das Umlaufvolumen großvolumiger Euro-Covered-Bonds in diesem Jahr nochmals um knapp 57 Mrd. Euro zurück. Laut den Zahlen des European Covered Bond Council (ECBC) ist das Umlaufvolumen der auf Euro lautenden gedeckten Bankanleihen im Verlauf des Jahres 2020 um rund 100 Mrd. Euro oder 5,7 Prozent auf 1,8 Bio. Euro angestiegen. Der weltweite Covered Bond Markt wuchs im gleichen Zeitraum sogar – auf Euro umgerechnet – um etwa 200 Mrd. Euro oder 7,4 Prozent auf ein neues Rekordvolumen von 2,9 Bio. Euro. Aktuellere Zahlen vom ECBC liegen uns hierzu leider nicht vor. Des Rätsels Lösung zu den unterschiedlichen Entwicklungen am Markt für Euro-Benchmarks und am Gesamtmarkt liegt im stark gestiegenen Volumen einbehaltener Covered Bonds. Banken haben 2020 im großen Umfang eigenen gedeckte Anleihen aufgelegt und soweit möglich als Sicherheit für günstige TLTRO III Kredite bei der Zentralbank hinterlegt. Diese Anleihen gehen in die Primärmarktstatistik für Euro-Benchmark-Neuemissionen nicht ein. Sie haben aber das Umlaufvolumen des Gesamtmarktes in die Höhe getrieben.

### Banken verwenden vermehrt eigene Covered Bonds als Sicherheiten für die Zentralbank

#### PARADOXES MARKTWACHSTUM AUFGRUND EINBEHALTENER COVERED BONDS

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Neuemissionen und Aufstockungen (brutto, nur Euro-Benchmark-Covered-Bonds), in Mrd. Euro	146,0	125,5	111,6	136,6	138,1	94,1	75,0*
Neuemissionen und Aufstockungen (netto, nur Euro-Benchmark-Covered-Bonds), in Mrd. Euro	-0,9	-27,5	-11,4	47,2	35,1	-23,9	-56,9
Neuemissionsvolumen aller auf Euro lautenden Covered Bonds, in Mrd. Euro	275,0	252,1	235,4	271,8	257,5	302,8**	--
Anteil der Euro-Benchmark-Covered-Bonds an allen Euro-Covered-Bond-Neuemissionen	53%	50%	47%	50%	54%	31%**	--
Umlaufvolumen aller auf Euro lautenden Covered Bonds, in Mrd. Euro	1.593,0	1.580,9	1.578,5	1.673,7	1.740,1	1.840,5	--
Umlaufvolumen aller Covered Bonds (alle Währungen, umgerechnet auf Euro), in Mrd. Euro	2.499,0	2.491,3	2.460,6	2.576,9	2.707,6	2.907,8	--

Quelle: Bloomberg, European Covered Bond Council, Berechnungen und Darstellung DZ BANK Research, \* Bruttoneuemissionen für 2021 ist ein Prognosewert (bis Ende Juli 2021 wurden Euro-Benchmark-Covered Bonds im Volumen von insgesamt 51,3 Mrd. Euro aufgelegt), \*\* Effekt durch einbehaltene Covered Bonds

Am deutschen Pfandbriefmarkt haben 2020 ähnliche Entwicklungen stattgefunden, wie oben zum weltweiten Covered Bond Markt dargestellt. Das Bruttoneuemissionsvolumen war laut vdp 2020 mit 59,8 Mrd. Euro knapp der höchste Wert seit 2012. Nach Angaben des Verbands entfielen allerdings von den Neuemissionen rund 31 Mrd. Euro auf vom Emittenten einbehaltene Pfandbriefe, die höchstwahrscheinlich als Sicherheiten für die EZB verwendet wurden. Gleichzeitig ging das Volumen öffentlich platzierter Benchmark-Pfandbriefe 2020 auf 19 Mrd. Euro zurück (2019: 29,2 Mrd. Euro). Im laufenden Jahr sieht es am Primärmarkt für großvolumige Pfandbriefe nach den ersten sieben Monaten mit einem Bruttoneuemissionsvolumen von knapp 9 Mrd. Euro nicht besser aus (Stand 5. August 2021). Es ist aus unserer Sicht sehr unwahrscheinlich, dass 2021 bei den großvolumigen Pfandbriefneuemissionen ein ähnlicher Wert wie die Marke von 19 Mrd. Euro aus 2020 erreicht wird. Der Anteil der einbehaltenen Pfandbriefe an den Neuemissionen dürfte jedoch unserer Meinung

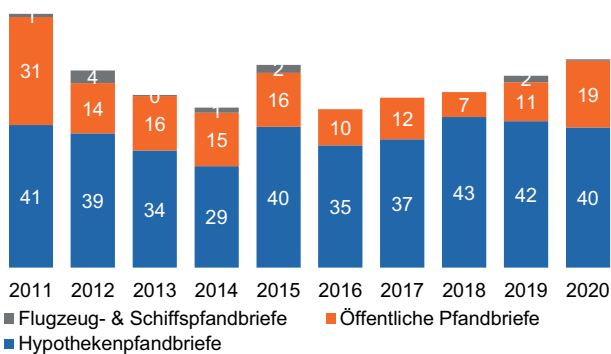
### Hohes Emissionsvolumen, aber großer Anteil einbehaltener Pfandbriefe

nach hoch bleiben. Dies ergibt sich aus den Zahlen des vdp: Ähnlich wie im letzten Jahr haben die Pfandbriefbanken zwar in den ersten sieben Monaten des Jahres 2021 ein beeindruckendes Neuemissionsvolumen von rund 41 Mrd. Euro aufgelegt (davon entfielen 12,9 Mrd. Euro auf Öffentliche Pfandbriefe und 28,1 Mrd. Euro auf Hypothekendarlehen). Laut Bundesbank wurden jedoch rund 21 Mrd. Euro dieser Neuemissionen im Monat März und damit in jenem Monat aufgelegt, in dem die siebte Tranche unter TLTRO III ausgereicht wurde. Wir vermuten daher, dass ein Großteil dieser Neuemissionen von den Pfandbriefbanken einbehalten und als Sicherheiten für die EZB verwendet wurde.

Die Geschichte am Markt für Namenspfandbriefe aus 2020 scheint sich auch in diesem Jahr zu wiederholen. Namenspfandbriefe können nur mit der Zustimmung des Emittenten übertragen werden und werden meistens mit recht kleinen Emissionsvolumina und mit für den Investor maßgeschneiderten Anleiheausstattungsmerkmalen aufgelegt. Aufgrund der mit dem Investor meistens abgestimmten Laufzeiten sowie des höheren Aufwands auf der Seite des Emittenten sind Namenspfandbriefe aus Investorensicht etwas teurer als Benchmark-Pfandbriefe mit vergleichbaren Ausstattungsmerkmalen. Im aktuellen Niedrigzinsumfeld und vielleicht aufgrund der Tatsache, dass Benchmark-Neuemissionen im vergangenen und im laufenden Jahr im Vergleich zu den Vorjahren immer längere Laufzeit aufweisen, ist der Anteil von Namenspfandbriefen am Neuemissionsvolumen laut Bundesbank 2020 und auch in den ersten fünf Monaten des Jahres 2021 auf 3 Prozent eingebrochen. Dadurch fiel der Anteil der Namenspfandbriefe am Gesamtmarkt weiter und erreichte Ende Mai 2021 rund 32 Prozent. Die Zahlen legen nahe, dass Investoren im aktuellen Umfeld den liquideren Euro-Benchmark-Pfandbriefen den Vorzug zu geben scheinen.

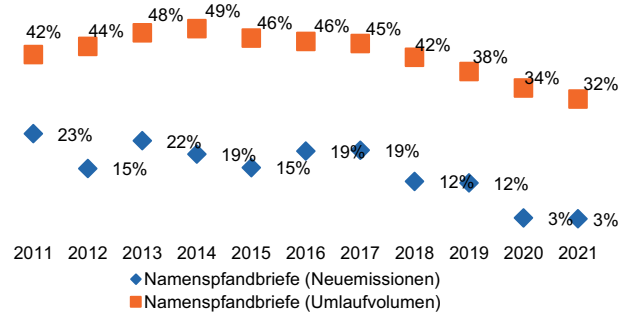
### Namenspfandbriefe verlieren weitere Marktanteile

#### STARKE NEUEMISSIONSTÄTIGKEIT, ALLERDINGS WURDEN DIE MEISTEN NEUEN PFANDBRIEFE VOM EMITTENTEN EINBEHALTEN BRUTTONEUEMISSIONSVOLUMEN IN MRD. EURO



Quelle: Verband deutscher Pfandbriefbanken, Berechnungen und Darstellung DZ BANK Research

#### BEDEUTUNG VON NAMENSPFANDBRIEFEN GEHT WEITER ZURÜCK ANTEIL DER NAMENSPFANDBRIEFE AM UMLAUF- UND NEUEMISSIONSVOLUMEN



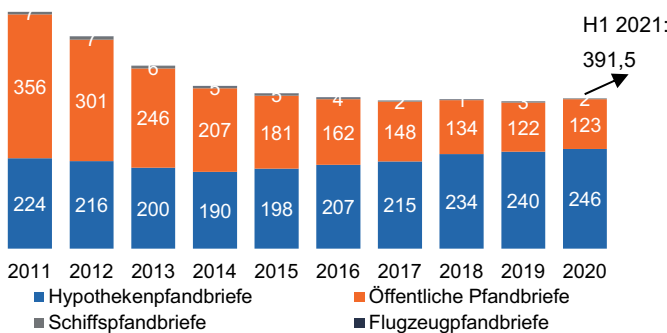
Quelle: Bundesbank, Berechnungen und Darstellung DZ BANK Research, Angaben für 2021 per Ende Mai

Obwohl Euro-Benchmark-Pfandbriefe bei Investoren derzeit en vogue zu sein scheinen, nutzen bei weitem nicht alle Pfandbriefbanken dieses Refinanzierungsinstrument. Ende 2020 hatten 22 der insgesamt 82 aktiven Pfandbriefbanken in Deutschland gedeckte Anleihen im Euro-Benchmark-Format ausstehen. Seit Jahresbeginn hat sich noch kein neuer Benchmark-Emittent dazugesellt (Stand 5. August 2021). Allerdings erhöhte sich die Zahl der Pfandbriefbanken mit mindestens einem ausstehenden Sub-Benchmark-Pfandbrief (eine Anleihe mit einem Umlaufvolumen von mindestens 250 Mio. Euro, aber weniger als 500 Mio. Euro) im ersten Halbjahr 2021 auf neun (von acht Ende 2020). Trotz der mit 82 recht hohen Zahl aktiver Pfandbriefbanken konzentriert sich der Löwenanteil des Umlaufvolumens auf die

### Umlaufvolumen pendelt seit 2016 um die Marke von 370 Mrd. Euro

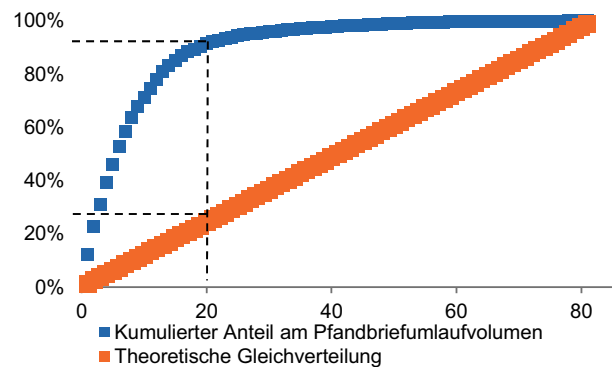
regelmäßigen Benchmark-Emittenten. Ende 2020 betrug das Pfandbriefumlaufvolumen nach unseren Recherchen und Berechnungen 372 Mrd. Euro. Davon entfielen bereits 71 Prozent auf die zehn volumenstärksten beziehungsweise 91 Prozent auf die 20 volumenstärksten Pfandbriefemittenten. Aufgrund von Fusionen von deutschen Benchmark-Emittenten in den vergangenen Monaten und Jahren hat die Konzentration des Umlaufvolumens zugenommen, obwohl immer wieder neue Geschäfts- und Regionalbanken mit der Emission von Pfandbriefen begonnen haben. Beides dürfte sich fortsetzen. Das heißt, die Konzentration des Umlaufvolumens auf die großen Emittenten dürfte weiter zunehmen. Dazu trug zuletzt beispielsweise die Verschmelzung der Deutschen Hypo mit ihrer Muttergesellschaft Norddeutsche Landesbank bei. Gleichzeitig werden weitere kleinere Kreditinstitute das Pfandbriefgeschäft aufnehmen, wodurch sich die Zahl der aktiven Pfandbriefbanken trotz Fusionen künftig weiter leicht erhöhen dürfte. Abschließend bleibt noch festzustellen, dass das Umlaufvolumen im Pfandbriefmarkt seit 2016 bis Ende 2020 um die Marke von 370 Mrd. Euro herum pendelte. Allerdings gab es im ersten Halbjahr 2021 einen wahren Wachstumsschub auf 391,5 Mrd. Euro, wobei der Marktanteil der Hypothekendarlehen seit Jahren wächst und Mitte 2021 einen Wert von 66,6 Prozent erreichte. Wegen der umfangreichen Nutzung von einbehaltenen Öffentlichen Pfandbriefen als Sicherheiten für die EZB hatte sich dieser Trend zuletzt allerdings abgeschwächt. Öffentliche Pfandbriefe hatten somit Marktanteil am Umlaufvolumen von 32,8 Prozent, die restlichen 0,5 Prozent entfallen auf Schiffspfandbriefe.

**UMLAUFVOLUMEN STIEG IM ERSTEN HALBJAHR 2021 AUF 391,5 MRD. EURO (VOR ALLEM AUFGRUND VON EINBEHALTENEN ANLEIHEN)**  
PFANDBRIEFUMLAUFVOLUMEN IN MRD. EURO



Quelle: Verband deutscher Pfandbriefbanken, Emittenten, Berechnungen und Darstellung DZ BANK Research

**MEHR ALS 90 PROZENT DES UMLAUFVOLUMENS ENTFALLEN AUF DIE 20 VOLUMENSTÄRKSTEN PFANDBRIEFEMITTENTEN**  
X-ACHSE: ANZAHL DER PFANDBRIEFBANKEN; Y-ACHSE: MARKTANTEILE AM UMLAUFVOLUMEN IN PROZENT, STAND: Q4 2020



Quelle: Verband deutscher Pfandbriefbanken, Emittenten, Berechnungen und Darstellung DZ BANK Research

Der Wachstumstrend bei nachhaltigen Covered Bonds (oder ESG Covered Bonds), zu denen auch Grüne und Soziale Pfandbriefe aus Deutschland zählen, hält nach wie vor an. Das weltweite Neuemissionsvolumen von ESG Covered Bonds hat bereits im ersten Halbjahr 2021 mit 9,25 Mrd. Euro das Neuemissionsvolumen des Gesamtjahres 2020 in Höhe von 8,15 Mrd. Euro übertroffen (beide Zahlen beziehen sich auf in Euro denominated Neuemissionen mit einem Volumen von mindestens 250 Mio. Euro oder Aufstockungen dieser ESG Anleihen). Entsprechend kletterte das Umlaufvolumen von ESG Covered Bonds auf 32,9 Mrd. Euro zur Mitte des Jahres 2021 (Ende 2020: 24,1 Mrd. Euro). Das dynamische Wachstum ist beeindruckend. Es findet jedoch auf einem recht geringen Ausgangsniveau statt. Zum Vergleich: Das Umlaufvolumen unbesicherter ESG Bankanleihen betrug am 30. Juni 2021 bereits über 100 Mrd. Euro (Ende 2020: 71 Mrd. Euro) und das Neuemissions-

**ESG Covered Bonds: Dynamische Wachstum auf niedrigem Niveau**

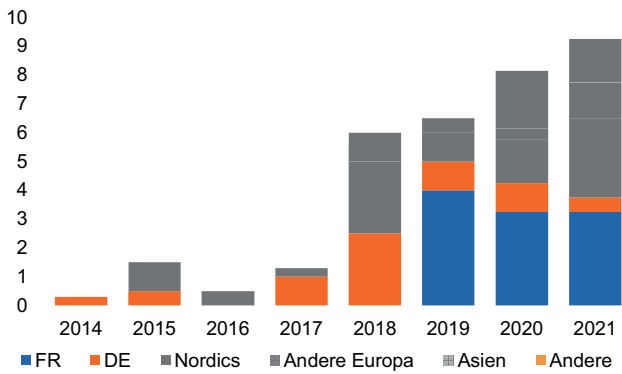
volumen im ersten Halbjahr 2021 erreichte einen Wert von 31,3 Mrd. Euro (Gesamtjahr 2020: 23 Mrd. Euro). Es gibt also noch Luft nach oben für ESG Covered Bonds, auch für Grüne Pfandbriefe. Der Markt für ESG Covered Bonds wurde zwar von einer deutschen Pfandbriefbank 2014 eröffnet. Inzwischen ist Deutschland bezüglich der Marktanteile am Umlaufvolumen der ESG Covered Bonds hinter Frankreich und Norwegen auf Rang 3 zurückgefallen.

Nicht nur das Umlaufvolumen des ESG Covered Bond Marktes wächst, auch die Zahl der aktiven ESG Emittenten nimmt stetig zu. Mitte 2021 waren es bereits 26 Banken, die mindestens einen ESG Covered Bond im Volumen von 250 Mio. Euro ausstehen hatten. Ende 2020 waren es noch 20 Kreditinstitute. Mehr Emittenten bedeuten eine Verbreiterung des Marktes. Diese Entwicklung lässt auf eine Verstärkung beziehungsweise weiteres Wachstum beim Neuemissionsvolumen hoffen. Der Großteil der ESG Covered Bond Emittenten stammen aus Europa, entsprechend lauten die meisten nachhaltigen gedeckten Bankanleihen auf Euro. Laut ECBC waren Ende 2020 ESG Covered Bonds im Gesamtvolumen von 28,7 Mrd. Euro im Umlauf (alle Währungen). Der Anteil der auf Euro lautenden ESG Covered Bonds lag zu diesem Zeitpunkt nach unseren Berechnungen bei 84 Prozent. Wir gehen deshalb davon aus, dass in den nächsten Jahren die entscheidenden Wachstumsimpulse für den ESG Covered Bond Markt weiterhin von auf Euro lautenden Anleihen herrühren werden.

**Wachstumsimpulse durch auf Euro lautende gedeckte Anleihen ...**

**WEGEN BISLANG GERINGER NEUEMISSIONSAKTIVITÄTEN IM MARKT FÜR ESG COVERED BONDS ...**

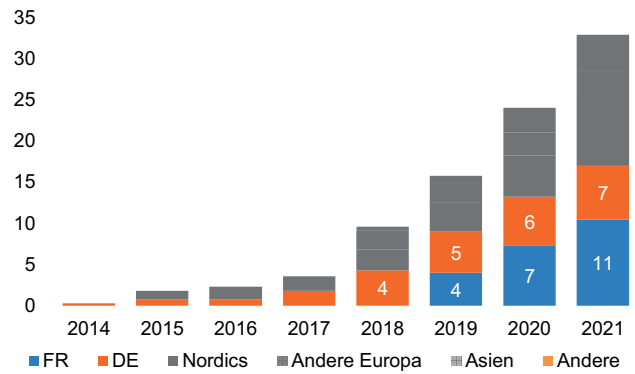
ESG COVERED BONDS (BRUTTONEUEMISSIONEN) IN MRD. EURO (EURO-ANLEIHEN, MINDESTENS 250 MIO. EURO EMISSIONSVOLUMEN)



Quelle: Bloomberg, Berechnungen und Darstellung DZ BANK Research, Angaben für 2021 seit Jahresbeginn bis einschließlich 5. August 2021

**... FÄLLT DEUTSCHLAND BEIM MARKTANTEIL AM UMLAUFVOLUMEN AUF RANG 3 HINTER FRANKREICH UND NORWEGEN ZURÜCK**

UMLAUFVOLUMEN VON ESG COVERED BONDS IN MRD. EURO (EURO-ANLEIHEN, MINDESTENS 250 MIO. EURO EMISSIONSVOLUMEN)



Quelle: Bloomberg, Berechnungen und Darstellung DZ BANK Research, Angaben für 2021 per 5. August 2021

Die weitere Entwicklung des ESG Covered Bond Marktes wird maßgeblich davon abhängen, inwieweit einheitliche Rahmenbedingungen, zum Beispiel bezüglich nachhaltiger Vermögenswerte, die im nächsten Kapitel vorgestellt werden, eine positive Entwicklung unterstützen.

**... und durch einheitliche Rahmenbedingungen**

## ESG STANDARDS IM COVERED BOND MARKT

### Grüne und Soziale Pfandbriefe

In den vergangenen zwölf Monaten haben sich die Standards im ESG Covered Bond Markt weiterentwickelt, auch in Deutschland. Der Verband deutscher Pfandbriefbanken (vdp) hat im März 2021 erstmals Mindeststandards für Soziale Pfandbriefe veröffentlicht, die sich an das Konzept der Grünen Pfandbriefe von August 2019 anlehnen und auf den Social Bond Principles der International Capital Market Association (ICMA) aufbauen. Die aus dem Erlös der Sozialen Pfandbriefe refinanzierten geeigneten Vermögenswerte müssen laut vdp einen sozialen Mehrwert bieten, wobei sich dieser von den Nachhaltigkeitszielen der Vereinten Nationen (Sustainable Development Goals, SDG) ableitet, zu denen laut vdp insbesondere die folgenden Bereiche gehören:

- » Finanziell tragbare Basisinfrastruktur (zum Beispiel sauberes Trinkwasser, Kanalisation, Verkehr und Energie)
- » Zugang zur Grundversorgung an sozialen Dienstleistungen (zum Beispiel Gesundheitswesen, Schul- und Berufsbildung)
- » Bezahlbarer Wohnraum
- » Schaffung von Arbeitsplätzen durch die Finanzierung von kleinen und mittelständischen Unternehmen und Mikrokrediten
- » Nahrungsmittelsicherheit
- » Sozioökonomische Weiterentwicklung und Befähigung

Der Emittent eines Sozialen Pfandbriefs verpflichtet sich, regelmäßig (mindestens jährlich) über seine sozialen Deckungswerte zu informieren (inklusive einer Wirksamkeitsstudie, Impact Reporting). Das Programm für Soziale Pfandbriefe muss entsprechend den Vorgaben des vdp außerdem laufend von einem unabhängigen Dritten extern beurteilt werden (Second Party Opinion, SPO). Diese Aufgabe wird üblicherweise von ESG-Ratingagenturen übernommen.

### Mindeststandards für Soziale Pfandbriefe wurden 2021 veröffentlicht

### Regelmäßige Informationen und externe Kontrolle

#### BITTE NICHT VERWECHSELN: SOZIALPFANDBRIEFE UND SOZIALE PFANDBRIEFE

Sozialpfandbriefe waren Pfandbriefe und Kommunalobligationen, deren Erlöse zu mindestens 90 Prozent in die Förderung des sozialen Wohnungsbaus flossen. Sie dienten in der Nachkriegszeit der Linderung der Wohnungsnot in Deutschland. Mit dem ersten Gesetz zur Förderung des Kapitalmarktes wurden 1952 die Zinsen der Sozialpfandbriefe von der Steuer befreit. Die steuerlich begünstigten Sozialpfandbriefe wurden bereits alle zurückgezahlt.

Quelle: DZ BANK Research

Soziale Pfandbriefe ergänzen Grüne Pfandbriefe, für die der Verband seit 2019 über das Markenrecht verfügt. Für Grüne und Soziale Pfandbriefe gilt, dass keine separaten Deckungsmassen geführt werden. Ferner fallen selbstverständlich auch die nachhaltigen Pfandbriefe einer Pfandbriefbank unter die allgemeinen Vorschriften des Pfandbriefgesetzes und die relevanten Verordnungen. Es bleibt also in beiden Fällen bei dem Grundsatz, dass es je Pfandbriefgattung nur eine Deckungsmasse gibt, für welche die gleichen gesetzlichen Anforderungen gelten. Ein grüner Hypothe-

### Pfandbriefgesetz gilt, keine separaten Deckungsmassen



kenpfandbrief ist deshalb zum Beispiel mit denselben Deckungswerten wie alle anderen ausstehenden Hypothekendarlehen eines Emittenten besichert. Allerdings enthalten die Deckungsmassen von grünen oder sozialen Pfandbriefemittenten Forderungen in mindestens der Höhe ihrer umlaufenden Grünen beziehungsweise Sozialen Pfandbriefe. Grüne Pfandbriefe unterliegen denselben zusätzlichen Transparenzanforderungen wie Soziale Pfandbriefe, die auch eine SPO umfasst. Die Mindeststandards für Grüne und Soziale Pfandbriefe entsprechen unserer Meinung nach in jeder Hinsicht den Vorstellungen der ICMA. Der vdp sieht eine kontinuierliche Weiterentwicklung seiner Mindeststandards für nachhaltige Pfandbriefe vor, die sich an internationalen Standards – wie beispielsweise den ICMA-Richtlinien – orientieren.

#### ANFORDERUNGEN AN DIE FINANZIERTEN IMMOBILIEN, WENN DIE KREDITE ALS GEEIGNETE DECKUNGSWERTE FÜR GRÜNE PFANDBRIEFE VERWENDET WERDEN SOLLEN (GEMÄß VDP MINDESTSTANDARDS)

Bei Neubauten werden die zum Zeitpunkt der Finanzierung gültigen gesetzlichen energetischen Standards des jeweiligen Landes eingehalten

Für gewerbliche Bestandsimmobilien muss mindestens eines der folgenden Kriterien erfüllt sein:

- Die einschlägigen Vergleichswerte\*, die von der Bundesregierung veröffentlicht wurden, werden eingehalten.
- Ein etablierter Anbieter bestätigt, dass die Gewerbeimmobilie in eine der Top-Kategorien des Anbieters fällt (Nachweis über Nachhaltigkeitszertifikat).
- Die Gewerbeimmobilie zählt im Energieverbrauch/-bedarf zu den Top 15 Prozent des nationalen Gewerbeimmobilienbestands.

Für wohnwirtschaftliche Bestandsimmobilien muss mindestens eines der folgenden Kriterien erfüllt sein:

- Das Wohngebäude kann mindestens der Energieeffizienzklasse B zugeordnet werden.
- Der Energiebedarf von 75 kWh/m<sup>2</sup> wird nicht überschritten.
- Es liegt eine Kofinanzierung über KfW-Förderprogramme für energieeffizientes Bauen beziehungsweise Sanieren vor.
- Das Wohngebäude zählt im Energieverbrauch/-bedarf zu den Top 15 Prozent des nationalen Wohngebäudebestands.

Bei Renovierungen/Sanierungen von Gebäuden gelten die folgenden Kriterien.

- Mit den baulichen Maßnahmen wird eine Reduzierung des Energieverbrauchs von mindestens 30 Prozent erreicht und ...
- ... die energetische Sanierung führt dazu, dass der Energieverbrauch/-bedarf ein Niveau erreicht, das im Einklang mit den Klimazielen der Europäischen Union steht.

Quelle: Verband deutscher Pfandbriefbanken, \* Link zu den Vergleichswerten, Darstellung DZ BANK Research

#### Die Grundlagen für nachhaltige Pfandbriefe: ICMA-Richtlinien

Die wichtigsten internationalen Standards sind im Zusammenhang mit nachhaltigen Pfandbriefen die Rahmenwerke der ICMA für grüne, soziale und nachhaltige Anleihen (Green, Social, Sustainability, GSS). Für die einzelnen Themengebiete hat ICMA separate Richtlinien oder Grundsätze (Principles) geschaffen, die alle der gleichen Grundidee folgen und jährlich (zuletzt im Juni 2021) überarbeitet werden. Die Emittenten von GSS Anleihen verpflichten sich freiwillig, für ihre nachhaltigen Anleiheprogramme entsprechend der ICMA-Richtlinien vorzugehen. Diese stellen eine Orientierungshilfe für die wichtigsten Elemente des Anleiheprogramms dar, in deren Zentrum Transparenzempfehlungen stehen. Investoren sollen durch die Bereitstellung wesentlicher Informationen unterstützt werden, um den sozialen oder ökologischen Nutzen des Programms beurteilen zu können. Dabei gibt es vier Kernkomponenten, die gemeinsam die erste Säule der ICMA-Empfehlungen bilden:

- » In der Anleihedokumentation soll die Verwendung der Anleiheerlöse angemessen festgehalten werden. Die ausgewählten finanzierten Projekte sollen einen

#### ICMA fordert Transparenz

#### Verwendung der Emissionserlöse (Use of Proceeds)

klaren sozialen oder ökologischen Nutzen haben. Die ICMA-Richtlinien erkennen eine breite Palette von nachhaltigen Projekten an. ICMA hebt hervor, dass sie nicht bestimmte Technologien oder Umweltstandards favorisiert. Es sei vielmehr Sache der Länder und internationaler Organisationen, technische Standards oder Taxonomien zu entwickeln, die eine stärkere Vergleichbarkeit der nachhaltigen Vermögenswerte ermöglichen.

- » ICMA empfiehlt den Emittenten die Veröffentlichung eines eigenen Green oder Social Bond Framework. Dieses sollte darüber Auskunft geben, wie der Emittent bei der Auswahl der finanzierten nachhaltigen Projekte vorgeht und welche Zielsetzung damit verfolgt wird. In diesem Dokument sollten unter anderem die dazu verwendeten Eignungs- und Ausschlusskriterien klar benannt werden.
- » Die Verwendung der Anleiheerlöse sollte nachvollziehbar sein. Der Emittent hat durch einen internen Prozess sicherzustellen, dass die Anleiheerlöse ausschließlich den im Bond Framework beschriebenen, angestrebten nachhaltigen Projekten zugutekommen. Falls die Anleiheerlöse nicht sofort in entsprechende langfristige Projekte fließen können, sollte der Emittent darlegen, wie das Geld in der Übergangsphase verwendet beziehungsweise angelegt wird.
- » Transparenz ist nach Ansicht von ICMA unerlässlich. Bis zur vollständigen Allokation der Anleiheerlöse sollte der Emittent jährlich über Verwendung der Anleiheerlöse berichten. Soweit möglich sollten die Projekte konkret benannt und der erwartete Effekt (zum Beispiel die Einsparung von CO<sub>2</sub>-Emission) angegeben werden. Wenn dies nicht möglich ist (aufgrund von beispielsweise Vertraulichkeit oder der hohen Zahl an Projekten), sollten aussagekräftige Angaben auf Portfolioebene erfolgen.

#### **Prozess der Projektbewertung und Projektauswahl (Process for Project Evaluation & Selection)**

#### **Management der Erlöse (Management of Proceeds)**

#### **Berichterstattung (Reporting)**

Getreu dem Motto „Vertrauen ist gut, Kontrolle ist besser“ zielt die zweite Säule der ICMA-Empfehlungen auf die Überprüfung der Angaben des Emittenten ab. Die externe Prüfung sollte sich auf alle der vier genannten Kernkomponenten der ersten Säule beziehen, um ein möglichst hohes Maß an Transparenz zu erreichen. ICMA hebt dabei die unabhängige Prüfung bei der Projektauswahl sowie der Mittelverwendung für ihr Nachhaltigkeitsprogramm besonders hervor. Die Überprüfung kann zum Beispiel durch einen Wirtschaftsprüfer oder eine auf Nachhaltigkeitsthemen spezialisierte Ratingagentur erfolgen. Die unabhängigen externen Prüfungen können in ihrem Umfang laut ICMA variieren. Der Verband teilt die Prüfungen grob in vier Kategorien ein:

#### **Externe Kontrolle**

- » Die Organisation, die die SPO ausstellt, sollte unabhängig vom Berater des Emittenten für das nachhaltige Anleiheprogramm sein und eine unabhängige Einschätzung zur Einhaltung der ICMA-Richtlinien geben.
- » Ein Emittent kann eine unabhängige Verifizierung anhand eines festgelegten Kriterienkataloges einholen.
- » Ein Emittent kann sein nachhaltiges Anleiheprogramm zertifizieren lassen (zum Beispiel mit einem Gütesiegel oder Label). Die Einhaltung der zum Erlangen des Labels vorgeschriebenen Kriterien sollte wiederum nach der Vorstellung von ICMA durch einen externen Dritten geprüft werden.
- » Ein Emittent könnte auch seine Anleihen oder das nachhaltige Anleiheprogramm durch zum Beispiel eine Öko-Ratingagentur oder einen spezialisierten Researchanbieter überprüfen und bewerten lassen.

#### **Zweite Meinung (Second Party Opinion, SPO)**

#### **Verifizierung**

#### **Zertifizierung**

#### **Scoring/Rating**

Die Prüfung durch einen externen Dritten kann sich auch auf Teilaspekte beschränken. Ferner empfiehlt ICMA, dass der Prüfer seine allgemeinen Erfahrungen mit dem Thema Nachhaltigkeit genauso wie die konkreten Ergebnisse der Untersuchung offenlegen soll. Für die Veröffentlichung der Ergebnisse hat ICMA konkrete Formblätter ausgearbeitet.

### ICMA wünscht sich die Veröffentlichung der Ergebnisse

#### MISCHUNG VON GRÜNEN UND SOZIALEN ANLEIHEN SOWIE SUSTAINABILITY-LINKED BONDS

Manchmal ist eine klare Trennung entlang der Green Bond Principles (GBP) und Social Bond Principles (SBP) schwierig oder ein Emittent würde gerne Finanzierungen für grüne und soziale Projekte in einem ESG Covered Bond Programm vereinen. Hierfür hat die ICMA eigenständige Richtlinien geschaffen, die für Sustainability Bonds anzuwenden sind. Für diese Anleihen gelten die gleichen Empfehlungen wie für die GBP und SBP. Ein wichtiger Grundsatz bei all diesen Anleihen (Green Bonds, Social Bonds oder Sustainability Bonds) ist, dass die Erlöse aus der Anleiheemission nur zur Finanzierung bestimmter, vorab festgelegter Projekte genutzt werden können. Hiervon sind die Sustainability-Linked Bonds abzugrenzen, für die ICMA 2020 ein Rahmenwerk in Form von Leitlinien geschaffen hat. Im Falle der Sustainability-Linked Bonds verpflichtet sich der Emittent, bestimmte vorab definierte ESG-Ziele (Sustainability Performance Targets, SPT) zu erreichen. Dies wird anhand von Schlüsselindikatoren (Key Performance Indicators, KPI) überprüft. Bei der Verwendung der Anleiheerlöse ist der Emittent jedoch nicht an konkrete Projekte gebunden.

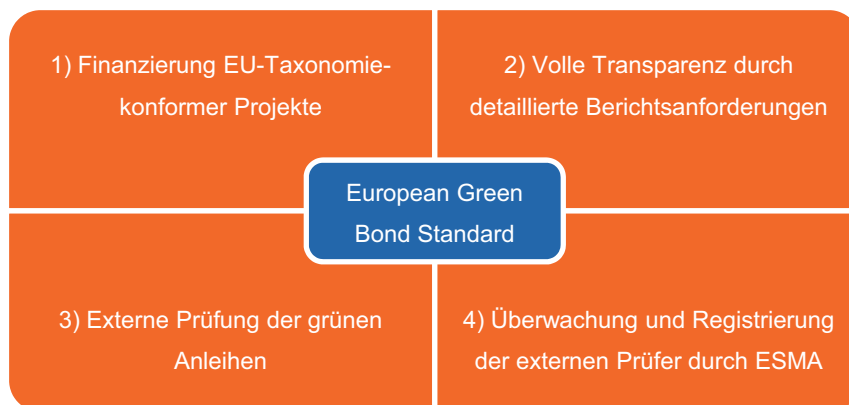
Quelle: ICMA, Darstellung DZ BANK Research

#### Vorschlag für EU-Standards für grüne Anleihen

Am 6. Juli 2021 hat die EU-Kommission ihren lang erwarteten Vorschlag zur Definition von grünen Anleihen vorgelegt. Der sogenannte European Green Bond Standard, (EUGBS), der ein Teil des Aktionsplans der EU-Kommission aus dem Jahr 2018 zur Finanzierung von nachhaltigem Wachstum ist und außerdem zum European Green Deal gehört, basiert auf den entsprechenden Vorschlägen der Technical Expert Group on Sustainable Finance. Konkret stellt der EUGBS vier Anforderungen an grüne Anleihen: 1) die Emissionserlöse aus der Anleihe müssen vollständig in Projekte fließen, die im Einklang mit der EU-Taxonomie stehen, 2) volle Transparenz durch detaillierte Berichtsanforderungen, 3) alle grünen Anleihen und deren Taxonomie-konforme Mittelverwendung müssen durch einen externen Prüfer überprüft werden und 4) Überwachung und Registrierung der externen Prüfer durch die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA).

### EU-Kommission legt Verordnungsentwurf für European Green Bonds vor

#### DIE VIER ECKPUNKTE DES EUROPEAN GREEN BOND STANDARDS



Quelle: EU Kommission, Darstellung DZ BANK Research

Alle Emittenten von grünen Anleihen weltweit können die EUGBS freiwillig befolgen, egal ob sie ihren Sitz innerhalb oder außerhalb der EU haben. Laut Vorstellungen der EU-Kommission soll der EUGBS zum „Goldstandard“ für grüne Anleihen werden, zum Nutzen von Emittenten (Nachweis zur Finanzierung von Taxonomie-konformen Projekten) und Investoren (leichteres Erkennen von nachhaltigen Investments und dadurch Reduzierung des Risikos von „Greenwashing“). Bis dieser künftige Goldstandard das Licht der Welt erblickt, müssen jedoch noch ein paar Schritte erfolgen, weil der Vorschlag der EU-Kommission zu den EUGBS noch nicht in Kraft getreten ist. Er wurde zunächst im Rahmen des europäischen Gesetzgebungsverfahrens an das EU-Parlament sowie den Rat der EU weitergeleitet und wird von diesen Institutionen geprüft. Wenn es bei den Vorschlägen der EU-Kommission bleibt, wären die ICMA-Richtlinien in den Punkten 2) und 3) klar wiederzuerkennen. Der Bezug zur EU-Taxonomie und die Anforderungen an die externen Dritten gehen wiederum formell und auch inhaltlich deutlich über die Vorstellungen der ICMA hinaus. Aufgrund der Verknüpfung der EUGBS mit der EU-Taxonomie lohnt sich deshalb ein etwas genauerer Blick in dieses komplexe Regelwerk.

### Ein kurzer Überblick zur EU-Taxonomie

Die EU Taxonomie Verordnung (EU Verordnung 2020/852 des Europäischen Parlaments und des Rates über die Einrichtung eines Rahmens zur Erleichterung nachhaltiger Investitionen) ist am 12. Juli 2020 in Kraft getreten. Sie richtet sich an Finanzmarktteilnehmer, die beispielsweise nachhaltige oder grüne Anleihen anbieten. Immobilienfinanzierungen oder das Pfandbriefgeschäft fallen nicht direkt unter die EU-Taxonomie-Verordnung. Die Verordnung ist Teil der Anstrengungen der Europäischen Union für den European Green Deal, in dessen Rahmen die EU bis 2050 Klimaneutralität anstrebt. Sie legt Kriterien dafür fest, ab wann wirtschaftliche Aktivitäten als ökologisch nachhaltig angesehen werden können. Zwei aus unserer Sicht wesentliche Kriterien sind:

- » Die Aktivitäten leisten einen wesentlichen Beitrag zur Erreichung von mindestens einem der sechs Umweltziele.
- » Die wirtschaftlichen Aktivitäten führen nicht zu einer erheblichen Beeinträchtigung eines der Umweltziele (Do No Significant Harm, DNSH).

Die EU-Taxonomie-Verordnung definiert sechs Umweltziele. Für zwei dieser Ziele (den Klimaschutz und die Anpassung an den Klimawandel) wurde eine detaillierte Taxonomie veröffentlicht. Im Rahmen des hierzu am 21. April 2021 veröffentlichten delegierten Rechtsakts hat die EU Kommission auch die Anforderungen beziehungsweise technischen Bewertungskriterien definiert, anhand derer beurteilt wird, ob eine wirtschaftliche Aktivität nachhaltig im Sinne der Taxonomie ist. Die vorliegende Fassung des delegierten Rechtsakts muss noch vom EU-Parlament und dem Europäischen Rat geprüft und genehmigt werden. Dafür haben sie bis spätestens Anfang Dezember 2021 Zeit. Änderungen können diese beiden europäischen Institutionen an der vorliegenden Taxonomie allerdings nicht mehr vornehmen. Es ist daher zu erwarten, dass der delegierte Rechtsakt nach der Veröffentlichung im EU-Amtsblatt zum 1. Januar 2022 in Kraft treten kann.

Im Rahmen des delegierten Rechtsakts wurden auch Kriterien für energetisch nachhaltige Gebäude vorgestellt. Wenn eine Pfandbriefbank solche Gebäude finanziert, wären diese Immobilienkredite „grüne Hypotheken“ im Sinne der Taxonomie. Diese grünen Hypotheken könnten dazu verwendet werden, Taxonomie-konforme Grüne Pfandbriefe aufzulegen, was auch eine wichtige Voraussetzung für die Einhaltung der European Green Bond Standard wäre.

### Goldstandard für grüne Anleihen

### European Green Deal als zentrales europäisches Projekt

### Konkretisierung der Bewertungskriterien

### Definition für grüne Gebäude ist für den Covered Bond Markt wichtig

### UMWELTZIELE DER EU-TAXONOMIE-VERORDNUNG



delegierter Rechtsakt zur Taxonomie der EU-Kommission liegt seit April 2021 vor

Quelle: DZ BANK Research

Um die Definition von energetisch nachhaltigen Gebäuden wurde lange gerungen. Im ursprünglichen Entwurf des delegierten Rechtsakts wurde unter anderem gefordert, dass Gebäude, die vor Ende 2020 gebaut wurden, mindestens einen Energieausweis der Klasse A aufweisen müssen, um als Taxonomie-konform eingestuft werden zu können. Das European Covered Bond Council verwies in diesem Zusammenhang in einer Stellungnahme darauf, dass in manchen Ländern nur 1 Prozent des Gebäudebestands diese Anforderung erfüllt. Letztlich wurden diese und andere Vorgaben gelockert. So werden zusätzlich auch Immobilien als Taxonomie-konform anerkannt, die zu den besten 15 Prozent in Bezug auf den Primärenergiebedarf des Gebäudebestands eines Landes oder einer Region zählen, unabhängig von der Klasse eines eventuell vorhandenen Energieausweises. Eine Regelung, die in ähnlicher Form bereits von der durch die EU-Kommission eingesetzten Expertengruppe (Technical Expert Group) im Jahr 2019 vorgeschlagen wurde und deshalb auch von zahlreichen europäischen Covered Bond Emittenten als Auswahlkriterium für grüne Hypothekendarlehen bereits vor der Veröffentlichung des delegierten Rechtsakts Verwendung fand. Ferner war im Entwurf des delegierten Rechtsakts für Neubauten ab dem Jahr 2021 noch ein maximaler Energieverbrauch vorgesehen, der 20 Prozent unterhalb der von jedem Mitgliedstaat zu definierenden Anforderungen für ein Niedrigstenergiegebäude (Nearly Zero-Energy Building) liegen sollte. Dieser Wert wurde auf 10 Prozent in der Fassung von April 2021 reduziert.

**Um die Kriterien wurde lange gerungen**

Es reicht aber nicht aus, dass ein Gebäude die dargestellten und durchaus ambitionierten Kriterien erfüllt. Ein Gebäude wird nur dann Taxonomie-konform sein, wenn die erwähnten Kriterien und die DNSH-Regel eingehalten werden. Die Anforderung, ein Umweltziel zu unterstützen, ohne eines der anderen Umweltziele der EU-Taxonomie-Verordnung zu konterkarieren, ist zwar ein in sich schlüssiges Konzept. Es wirft momentan allerdings ganz praktische Probleme auf, weshalb im Zusammenhang mit dem Thema EU-Taxonomie von Seiten des vdp auch schon mal das Wort „Bürokratiemonster“ fällt, weil Banken bei Immobilienfinanzierungen immer mehr Daten erheben müssen. Ein prominentes Beispiel, welches immer wieder genannt wird, bezieht sich auf den Schutz von Wasser- und Meeresressourcen. Beim Bau oder der Renovierung von Gewerbeimmobilien dürfen der Wasserdurchfluss von WC-Spülungen, Duschen und Armaturen bestimmte Schwellenwerte nicht übersteigen. Diese Informationen dürften – um es vorsichtig zu formulieren – nicht für alle Bestandsimmobilien, die von Banken in der Vergangenheit finanziert wurden, griffbereit und in elektronischer Form zur Verfügung stehen. Für Banken – nicht nur für deutsche Pfandbriefbanken – dürfte es daher eine große Herausforderung sein, für diese Immobilienkredite die für den Nachweis einer eventuellen Taxonomie-Konformität

**Künftig müssen mehr Daten bei der Kreditvergabe erhoben werden**

notwendigen Daten zu erheben und ihre Prozesse für das künftige Neugeschäft entsprechend anzupassen.

#### ZUSAMMENFASSUNG WICHTIGER REGELN FÜR TAXONOMIE-KONFORME GEBÄUDE

Delegierter Rechtsakt vom 21. April 2021	
Kauf und Besitz von Gebäuden (gebaut bis Ende 2020*)	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Energieausweis mindestens der Klasse A, oder</li> <li>2. das Gebäude gehört zu den besten 15 Prozent des nationalen oder regionalen Gebäudebestands nach Primärenergiebedarf (Vergleich mit dem Bestand der bis Ende 2020 gebauten Häuser)</li> </ol>
Bau von neuen Gebäuden (gebaut ab 2021)	Der Primärenergiebedarf des Gebäudes liegt 10 Prozent unterhalb der Anforderungen an Niedrigstenergiegebäude (Nearly Zero-Energy Building, NZEB)
Renovierung von Gebäuden	Durch die Renovierung verringert sich der Primärenergiebedarf um mindestens 30 Prozent

Quelle: EU Kommission, DZ BANK Research, \* für ab 2021 errichtete Gebäude gelten die Anforderungen analog zum Bau von neuen Gebäuden

Unklar ist aus unserer Sicht zudem, wie Gebäude (und die entsprechenden Hypothekendarlehen) zu behandeln sind, die im Laufe der Zeit nicht mehr zu den besten 15 Prozent beim Energieverbrauch zählen. Oder was passiert, wenn sich die Taxonomie-Kriterien im Laufe der Jahre ändern? Schließlich sollen sie regelmäßig überprüft und falls notwendig an Veränderungen angepasst werden. Hier könnte ein wesentliches Problem für gedeckte Bankanleihen liegen, die den EUGBS genügen möchten (die wiederum Taxonomie-konforme Hypotheken benötigen). Das Kreditgeschäft, welches mit Covered Bonds refinanziert wird, ist in der Regel – dem Immobilienkreditgeschäft angemessen – langfristig ausgerichtet, bei privaten Eigenheimfinanzierungen nicht selten deutlich länger als zehn Jahre. Die Gebäude, die als Sicherheiten für die Hypothekendarlehen hinterlegt wurden, können nicht ohne weiteres durch moderne Gebäude ausgetauscht werden, wenn die ursprünglichen Häuser eventuell neuere, strengere Kriterien nicht mehr erfüllen. In diesem Szenario könnten Hypothekenkredite, die ursprünglich als grün und Taxonomie-konform angesehen wurden, diesen Status im Nachhinein verlieren. Ein Bestandsschutz könnte für Sicherheit sorgen. Das heißt, Immobilienkredite, die bei Kreditvergabe Taxonomie-konform gewesen sind, sollten dies auch bleiben, wenn die Kriterien danach verschärft würden.

Gewerbeimmobilienfinanzierungen, für die die Erbringung des Nachweises der Taxonomie-Konformität sehr aufwendig werden dürfte, spielen für viele bedeutende deutsche Pfandbriefbanken eine wichtige Rolle. Der vdp strebt daher zwar eine Annäherung an die Taxonomie-Kriterien im Rahme der Vorgaben für Grüne Pfandbriefe im Laufe der Zeit an. Allerdings nehmen die vdp-Mindestanforderungen derzeit keinen direkten Bezug auf die Taxonomie-Kriterien. Die Grünen Pfandbriefe können daher ihren Namen behalten und bleiben auch im Einklang mit den ICMA-Richtlinien. Sie werden allerdings nicht so schnell – so wie es momentan aussieht – den Status als European Green Bond erhalten.

#### Einige Stolpersteine müssen noch umschifft werden

#### Grüne Pfandbriefe und European Green Bond Standards

## EZB und Klimarisiken

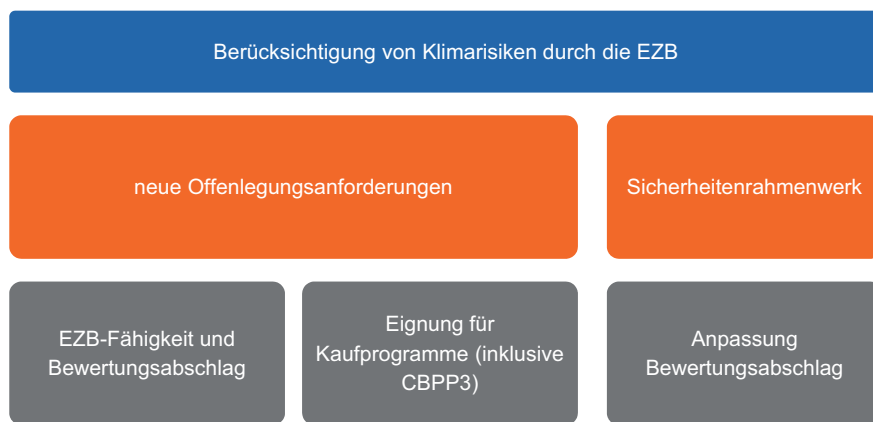
Auch die Europäische Zentralbank (EZB) möchte einen Beitrag zum Erreichen der europäischen Klimaziele leisten. Im Juli 2021 stellte die EZB diesbezüglich einen Plan für Maßnahmen zur Berücksichtigung von Klimaschutzaspekten in ihrer geldpolitischen Strategie vor, die zum Teil auch für Covered Bonds relevant sind.

Die geplanten EZB-Maßnahmen reichen beispielsweise von der Überarbeitung makroökonomischer Modelle, über die Entwicklung neuer Indikatoren für grüne Anleihen und den CO<sub>2</sub>-Fußabdruck von Banken bis zur Anpassung des Anforderungsprofils für notenbankfähige Sicherheiten und von der Zentralbank kaufbare Anleihen. Gerade die beiden letztgenannten Punkte sind für den Covered Bond Markt von Bedeutung. Die EZB wird für Vermögenswerte des privaten Sektors (zum Beispiel Unternehmens- und Bankenanleihen) Offenlegungsanforderungen zur ökologischen Nachhaltigkeit „als ein neues Zulassungskriterium oder als Grundlage für eine differenzierte Behandlung als Sicherheit“ einführen. Im Klartext bedeutet das, dass die Eignung von Covered Bonds als notenbankfähige Sicherheit oder deren in diesem Zusammenhang vorzunehmender Bewertungsabschlag (Haircut) neben den bisherigen Anforderungen künftig auch von der Erfüllung neuer Offenlegungspflichten bezüglich Nachhaltigkeitsthemen abhängen wird. Spezielle Transparenzvorgaben für Verbriefungen oder gedeckte Anleihen, die sich im Wesentlichen auf kreditrelevante Merkmale der Deckungsmassen beziehen, gibt es bereits seit Jahren. Bei den neuen Anforderungen will die EZB Offenlegungsmaßnahmen und Initiativen der EU berücksichtigen. Die neuen Transparenzvorgaben sollen darüber hinaus nach unserem Verständnis auch für die Anleihekaufprogramme gelten. Das heißt, nur wenn die geforderten Daten veröffentlicht werden, können Anleihen weiterhin unter dem dritten Covered Bond Kaufprogramm (CBPP3) erworben werden. Durch diese Maßnahmen will die EZB „eine einheitlichere Offenlegungspraxis am Markt fördern.“ Details zu den Offenlegungspflichten sind bislang nicht bekannt und sollen erst im nächsten Jahr vorgestellt werden. Laut dem EZB-Fahrplan zu den klimabezogenen Maßnahmen sollen Emittenten das Jahr 2023 als Anpassungszeitraum nutzen können, bevor die Regelungen im Jahr 2024 in Kraft treten.

### EZB möchte ihren Beitrag leisten

### Neue Offenlegungspflichten sollen ab 2024 gelten

#### IN WELCHEN BEREICHEN KÖNNTEN SICH DIE EZB-MAßNAHMEN ZUR BERÜCKSICHTIGUNG VON KLIMARISIKEN AUF DEN COVERED BOND MARKT AUSWIRKEN?



Quelle: EZB, Darstellung DZ BANK Research

Zudem sollen im Anforderungskatalog an EZB-fähige Sicherheiten bei deren Bewertung Klimaaspekte berücksichtigt werden, um damit alle relevanten Risiken abzude-

**Klimarisiken können Bewertungsabschläge von Sicherheiten beeinflussen**

cken. Dahinter dürfte sich nach unserer Lesart eine mögliche Anpassung der Bewertungsabschläge für die Sicherheiten in Abhängigkeit der identifizierten Klimarisiken verbergen, was auch gedeckte Bankanleihen betreffen kann. Sollten Änderungen am Sicherheitenrahmenwerk erforderlich sein, ist eine Umsetzung ab Mitte 2022 vorgesehen.

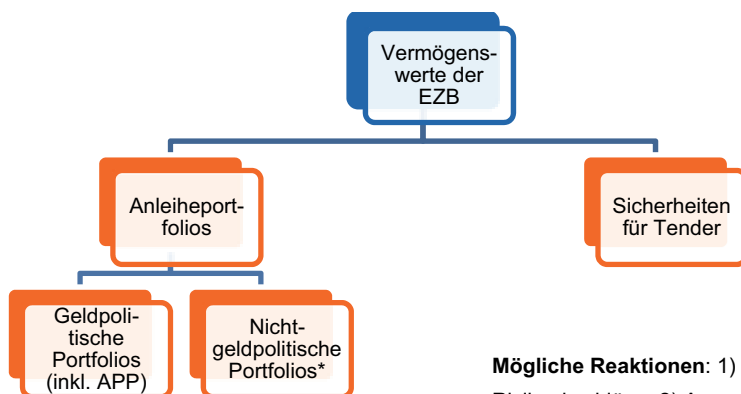
Klimarisiken werden künftig auch beim EZB Ankaufprogramm für Unternehmensanleihen (CSPP) als Auswahlkriterium eine Rolle spielen und sollen ab Mitte 2022 in die Ankaufbedingungen eingearbeitet werden. Dieser direkte Einfluss von ökologischen Überlegungen auf das Kaufverhalten der Zentralbank ist (zumindest derzeit) bei den Covered Bond Käufen unter CBPP3 nicht explizit vorgesehen.

Die von der EZB vorgestellten Maßnahmen zur Berücksichtigung von Klimarisiken sind vielfältig und können in Teilen von hoher praktischer Relevanz für den Covered Bond Markt werden, da mit der EZB- und CBPP3- Fähigkeit wichtige Themenfelder (Stichwort neue Offenlegungspflichten) für Emittenten und Investoren berührt werden. Ob sich die neuen Offenlegungsanforderungen und die Zeit für deren Umsetzung für die Emittenten als echte Hürde erweisen werden, lässt sich wegen fehlender Details noch nicht absehen. Aufgrund der hohen Bedeutung der EZB-Fähigkeit von Covered Bonds sowohl für Emittenten (durch die Nutzung von einbehaltenen gedeckten Anleihen als Sicherheit für Zentralbankkredite) als auch für Investoren aus der Bankenbranche sowie die Reduzierung des Platzierungsrisikos von Neuemissionen durch die CBPP3-Käufe der EZB dürften die Emittenten aber alle Hebel in Bewegung setzen, um die neuen Transparenzvorgaben termingerecht umzusetzen. Ähnlich wie die Institute es bereits in der Vergangenheit in Zusammenarbeit mit den Ratingagenturen getan haben, als die EZB die Anforderungen bezüglich kreditrisikorelevanter Kennzahlen eingeführt hatte. Den Währungshütern sollte es durch die neuen Maßnahmen gelingen, der angestrebten einheitlicheren Offenlegungspraxis von Klimarisiken einen kräftigen Schub zu verleihen, von dem letztlich alle Marktteilnehmer – vor allem ESG-Investoren – profitieren würden.

**Keine Bevorzugung von grünen Covered Bonds unter CBPP3 geplant**

**Hohe praktische Relevanz**

**AUSWIRKUNGEN DES KLIMAWANDELS AUF DIE WERTHALTIGKEIT DER EZB-VERMÖGENSWERTE**



**Mögliche Reaktionen:** 1) EZB verschiebt Käufe zugunsten grüner Anleihen, 2) Ausschluss von Emittenten, die klimabezogene Kriterien nicht erfüllen

**Mögliche Reaktionen:** 1) Höhere Risikoabschläge, 2) Ausschluss von Emittenten, die klimabezogene Kriterien nicht erfüllen, 3) **nur noch Ratings akzeptieren, die klimabezogene Risiken angemessen berücksichtigen**

Quelle: Europäische Zentralbank, Darstellung DZ BANK Research, \* zum Beispiel Pensionsgelder



Die Vermögenswerte der EZB, inklusive der zu ihren Gunsten gestellten Sicherheiten, sind Ausfallrisiken ausgesetzt, die auch von Klimarisiken beeinflusst werden können. Dazu findet sich in einer Pressemitteilung der EZB vom 8. Juli 2021 ein sehr interessanter Satz: *„Darüber hinaus wird die EZB prüfen, ob die vom Rahmenwerk für Bonitätsbeurteilungen im Eurosystem zugelassenen Ratingagenturen die Informationen offengelegt haben, die erforderlich sind, um zu verstehen, wie sie Klimarisiken in ihre Bonitätsbeurteilungen einfließen lassen.“* Die EZB berücksichtigt momentan die Bonitätsnoten von DBRS Morningstar, Fitch, Moody's und S&P. Diese Agenturen berücksichtigen ESG-Faktoren, zu denen auch Klimarisiken zählen, in ihren Analysen für Covered Bonds und haben bereits damit begonnen, diese Aspekte gesondert auszuweisen. Abzuwarten bleibt, ob die EZB die für die Agenturen aktuell geltenden Berichtstandards um weitere Kennzahlen bezüglich der Klimarisiken erweitern und auf diese Weise auch auf diesem Spielfeld für eine Standardisierung sorgen wird.

### **EZB prüft, inwieweit Agenturen Klimarisiken in ihren Ratinganalysen berücksichtigen**

## PFANDBRIEFRATINGS

### **Klimarisiken werden in der Kreditanalyse immer wichtiger**

Katastrophen wie die Waldbrände, die im August Südeuropa heimsuchten, oder die Überflutungen in Teilen Mitteleuropas im Sommer zeigen deutlich, wie verheerend die Naturgewalten sein können. Gebäude und teilweise ganze Siedlungen wurden weggespült, verbrannt oder mussten wegen zu starker Beschädigungen im Rahmen der Aufräumarbeiten aus Sicherheitsgründen abgerissen werden. Extreme Wetterlagen, für deren immer häufigeres Auftreten Experten den Klimawandel verantwortlich machen, begünstigen das Auftreten von Naturkatastrophen. Banken tun gut daran, die wachsenden Risiken durch den Klimawandel systematisch in ihrem Kreditvergabeprozess zu berücksichtigen. Allerdings sind diese Ausnahmeereignisse, die leider immer häufiger zu werden scheinen, schwer vorherzusagen. Und es dürfte keine Alternative sein, das Kreditgeschäft wegen eventuell drohender Naturkatastrophen in bestimmten Regionen einzustellen. Das Absichern der Risiken, bei denen zum Beispiel Elementarversicherungen helfen können, gewinnt aus unserer Sicht an Bedeutung. Bei der Zusammenstellung von Deckungsmassen für Pfandbriefe gibt es eine zusätzliche Möglichkeit: Durch eine möglichst ausgewogene geografische beziehungsweise regionale Streuung der Deckungswerte – soweit dies die Geschäftsaktivitäten des Emittenten zulassen – kann ebenfalls ein guter Schutz für die Werthaltigkeit der Deckungsmasse erreicht werden (unter der Annahme, dass die Naturkatastrophen nur regional begrenzt auftreten).

Der Großteil der rund 20 Millionen Wohngebäude in Deutschland ist in die Jahre gekommen und benötigt viel Energie – oft aus Öl und Gas – zum Heizen. Aber nicht nur die Immobilien in Deutschland spielen beim Klimawandel eine zentrale Rolle. Neubau und Nutzung sind zu fast 40 Prozent und damit in erheblichem Maße an der globalen Treibhausgasemission beteiligt. Banken können – wie weiter oben schon erwähnt – zur Senkung der CO<sub>2</sub>-Emissionen beitragen, indem sie klimafreundliche Neubauten und energetische Sanierungen von Bestandsgebäuden finanzieren. Dies mag gesellschaftlich per se sinnvoll und wünschenswert sein. Im Rahmen der Kreditanalyse stellt sich jedoch auch die Frage, ob die grünen Gebäudestandards auch zu geringeren Ausfallrisiken führen, sodass grüne Hypotheken auch als die besseren und weniger ausfallgefährdeten Vermögenswerte angesehen werden können. Dieses Thema beschäftigt den Covered Bond Markt schon seit geraumer Zeit, wobei sich in den vergangenen zwölf Monaten immer mehr Marktteilnehmer zu diesem Thema geäußert haben. Zum Beispiel konnte im Rahmen einer Studie der Ca' Foscari Universität in Venedig gezeigt werden, dass zwischen der Energieeffizienz von Immobilien und den Ausfallrisiken der dazugehörigen Hypothekendarlehen eine negative Korrelation besteht. Das bedeutet im Klartext, dass die Ausfallrisiken abnehmen, wenn die Energieeffizienz der Immobilien steigt. Leider ist der empirische Befund bislang nicht eindeutig. So hatte sich auch Scope Ratings in ihrer Publikation „Covered Bond Quarterly: Q2 2021“ zu diesem Thema geäußert. Die Agentur gibt darin zu Protokoll, dass sie keinen systematischen Zusammenhang zwischen Energieeffizienz eines Gebäudes und den Ausfallrisiken eines Kredits sieht. In eigenen Untersuchungen der Agentur auf Basis verfügbarer Daten zum norwegischen Covered Bond Markt konnten keine signifikanten Abhängigkeiten zwischen Ausfallwahrscheinlichkeit, Verlust bei Ausfall des Darlehens und Energieeffizienz festgestellt werden. Eine in die gleiche Richtung zielende Stellungnahme hatte im Sommer auch Fitch abgegeben. Wir gehen davon aus, dass dieses Thema in den nächsten Jahren noch häufiger Gegenstand von Studien sein wird, da sich Banken bei Nachweis einer negativen Korrelation geringere Eigenkapitalanforderungen für energieeffiziente Hypothekendarlehen erhoffen. Europäische Bankenaufseher haben in der

### **Naturkatastrophen sind ein Faktor für die Kreditanalyse**

### **Empirischer Befund zu den Ausfallrisiken von grünen Hypotheken noch nicht eindeutig**

Vergangenheit bereits deutlich gemacht, dass die negative Korrelation auf belastbaren Daten beruhen muss, bevor über eventuelle regulatorische Vorteile für grüne Hypotheken diskutiert wird.

### Pfandbriefratings und die Corona-Pandemie

Die Corona-Pandemie hat bis jetzt nicht dazu geführt, dass irgendein Pfandbriefprogramm herabgestuft wurde. Im Verlauf des Jahres 2020 hatten die Ratingagenturen vor dem Hintergrund der dramatisch schlechteren Wirtschaftslage und der stark gestiegenen Risikovorsorge vieler Kreditinstitute zwar die Ausblicke für die meisten Banken auf negativ gesetzt. Dies hatte jedoch keine Auswirkungen auf die Höhe der Pfandbriefratings. Inzwischen liegen die Geschäftszahlen für das erste Halbjahr 2021 vor und viele Banken haben die 2020 meist pauschal gebildete Risikovorsorge teilweise wieder auflösen können. Die Ertragslage der Banken hat sich zur Jahresmitte 2021 im Vergleich zu 2020 im Durchschnitt insgesamt spürbar verbessert. Die Ausblicke der Bankratings wurden deshalb von S&P & Co inzwischen auch wieder mehrheitlich auf stabil gesetzt. Nur in wenigen Fällen gab es tatsächlich Herabstufungen des Emittentenratings (vor allem in Deutschland), die sich jedoch nicht in niedrigeren Pfandbriefratings niedergeschlagen haben. Die nachstehende Tabelle fasst die Ratingentwicklung für gedeckte Bankanleihen aus Deutschland zusammen. Dazu ist anzumerken, dass die optische Verschlechterung der Ratingverteilung für deutsche Pfandbriefe von Mitte 2020 bis Mitte 2021 bei Fitch damit zusammenhängt, dass die Agentur neue AA Ratings an Pfandbriefe erteilt hat und für andere zuvor mit AAA bewerteten Programme die Bonitätsnote im genannten Zeitraum zurückgezogen hat. Bezogen auf alle Covered Bond Ratings weltweit lässt sich für alle drei in der Tabelle genannten Agenturen feststellen, dass sich die Ratingverteilung insgesamt leicht verbessert hat.

### Keine Herabstufung bei deutschen Pfandbriefen in den vergangenen Monaten

#### ENTWICKLUNG DER RATINGS DEUTSCHER COVERED BOND PROGRAMME

Anteil der jeweiligen Ratingkategorie Ende Juli 2021 (Ende Juli 2020)	Moody's	S&P	Fitch
<b>Deutschland: Anzahl Ratings</b>	39 (37)	6 (6)	13 (13)
Aaa/ AAA	77% (76%)	83% (83%)	69% (85%)
Aa/ AA	21% (22%)	17% (17%)	31% (15%)
< Aa/ AA	3% (3%)	--	--
<b>Weltweit: Anzahl Ratings</b>	249 (245)	99 (96)	103 (110)
Aaa/ AAA	61% (60%)	78% (75%)	75% (71%)
Aa/ AA	29% (29%)	14% (17%)	11% (11%)
< Aa/ AA	10% (11%)	8% (8%)	14% (18%)

Quelle: Ratingagenturen, Berechnungen und Darstellung DZ BANK Research

Etwas scheint sich jedoch verändert zu haben. Während der Corona-Pandemie wurden Covered Bonds in großem Umfang als Sicherheit für Zentralbankkredite – häufig in Form von eigenen einbehaltenen Covered Bonds – hinterlegt. Moody's weist in diesem Zusammenhang darauf hin, dass die Bedeutung der Zentralbankkredite als Krisenbewältigungsinstrument im Rahmen der aktuellen Pandemie stark zugenommen hat, während die Bedeutung von gedeckten Bankanleihen spiegelbildlich dazu abgenommen hat. Die Finanzmarktkrise nach der Insolvenz von Lehman Brothers 2009 und die dadurch ausgelöste Vertrauenskrise unter den Banken führte zu einem starken Anstieg der Risikoprämien für unbesicherte und gedeckte Bankanleihen. Teilweise waren die Risikoaufschläge für unbesicherte Anleiheemissionen so hoch, dass Banken aus Kostengründen Covered Bonds den Vorzug gegeben haben, wenn

### Hat die Corona-Pandemie die systemische Bedeutung von Covered Bonds geschwächt?

es um die Refinanzierung am Kapitalmarkt ging. Wegen der tiefen Vertrauenskrise unmittelbar nach der Lehman-Insolvenz kamen für einige Monate sogar die Neuemissionsaktivitäten im Covered Bond Markt zum Erliegen. Damals half die EZB mit ihrem ersten Covered Bond Kaufprogramm (CBPP1), den Primärmarkt für Covered Bonds wieder zum Leben zu erwecken. Gedeckte Bankanleihen waren zu jener Zeit ein wichtiger Bestandteil zur Überwindung der Finanzmarktkrise, bei der die Banken sich trotz stark gestiegener Risikoaufschläge viel mehr als heute über den Kapitalmarkt refinanziert haben. Zumindest war dies in der ersten Phase der Corona-Pandemie 2020 nicht zu beobachten. Die Risikoaufschläge für unbesicherte Bankanleihen hatten sich zwar im ersten Halbjahr 2020 zwischenzeitlich stark ausgeweitet. Im zweiten Halbjahr setzte jedoch – ähnlich wie an den Aktienmärkten – eine spürbare Erholung ein. Von einer Vertrauenskrise unter den Banken, wie zu den Zeiten der Finanzkrise 2009, konnte keine Rede sein. Dazu beigetragen haben die strengeren aufsichtsrechtlichen Vorgaben für Banken, die nach der Finanzmarktkrise eingeführt wurden (Stichwort Bail-in und Aufbau von verlusttragfähigem Kapital bei den Banken, um nur ein Beispiel zu nennen). Dadurch ist der Bankensektor stärker in die Corona-Pandemie hineingegangen, als in die Finanzmarktkrise 2009. Wichtig war aber auch, dass weltweit die Zentralbanken den Geschäftsbanken praktisch unbegrenzt Liquidität zur Verfügung gestellt hatten, um damit jeden Zweifel an der kurzfristigen Zahlungsfähigkeit der Finanzinstitute im Keim zu ersticken. Für die günstigen Zentralbankkredite haben Banken 2020 und 2021 teilweise in großem Umfang eigene Covered Bonds als Sicherheiten bei den Zentralbanken hinterlegt. Die Rolle der gedeckten Anleihen als Refinanzierungsinstrument im Rahmen der aktuellen Krise hat sich deshalb stark gewandelt. Wenn sich diese Entwicklung über einen längeren Zeitraum fortsetzt, sieht Moody's die Gefahr, dass die Bedeutung von Covered Bonds für den Kapitalmarkt und Investoren langfristig leiden könnte. Nach Ansicht der Agentur könnte die Wahrscheinlichkeit für eine Unterstützung der Covered Bond Programme beziehungsweise des Marktes durch den öffentlichen Sektor langfristig abnehmen, wenn sie nicht mehr als direktes Refinanzierungsinstrument in der Krise benötigt werden und damit einen Teil ihrer systemischen Relevanz verlieren. Ratingagenturen – nicht nur Moody's – haben die systemische Bedeutung und die daraus erwachsene Wahrscheinlichkeit für eine öffentliche Unterstützung (oder eine Unterstützung aus dem Bankensektor) bislang honoriert. In den Bonitätsnoten für gedeckte Bankanleihen sind deshalb einige Aufschläge aufgrund der unterstellten systemischen Bedeutung enthalten. Die Bewertungsboni aufgrund der Ausnahmeregelungen für Covered Bonds beim Bail-in (gedeckte Bankanleihen sind von einer Verlustbeteiligung explizit ausgenommen), sehen wir jedoch nicht gefährdet.

Neben der – unserer Meinung nach – zweifellos immer noch bestehenden systemischen Bedeutung von Covered Bonds werden von Ratingagenturen darüber hinaus die rechtlichen Grundlagen als bonitätsstärkender Faktor hervorgehoben. Für europäische Covered Bonds wurde durch die Covered Bond Richtlinie auf diesem Gebiet Anfang 2020 ein Harmonisierungsprozess offiziell gestartet. Der Umsetzungsprozess für diese Richtlinie läuft zum Teil noch in einigen Mitgliedsländern der Europäischen Union. In Deutschland wurde die Richtlinie mit der jüngsten Novelle des Pfandbriefgesetzes bereits pünktlich umgesetzt. Der Einfluss der Richtlinie wurde von den Agenturen unisono als tendenziell positiv goutiert. In einigen Ländern wie Österreich und Spanien, in denen größere Veränderungen anstehen, wird deshalb auch mit stärkeren Auswirkungen auf die Ratings gerechnet. In Deutschland gab es mit der Einführung eines gesetzlichen Soft Bullets eine weitreichende Änderung im Pfandbriefgesetz, die bei den Ratingagenturen für eine positive Resonanz gesorgt hat. Mit einem Soft Bullet – der Möglichkeit die Rückzahlung der gedeckten Anleihe im Bedarfsfall nach Insolvenz des Emittenten zu verschieben – wird die Liquidität der Deckungsmasse gestärkt und potenzielle Refinanzierungsrisiken reduziert. Bei Fitch

### **Gesetzliche Grundlagen bilden das Fundament für die Ratings**

---

führte dies dazu, dass der Payment Continuity Uplift (PCU) von Pfandbriefen angehoben wurde. Die Agentur erlaubt damit, dass sich das Pfandbriefrating künftig stärker von der Bonität des Emittenten entfernen kann (siehe Fitch Comment „Soft-Bullet Maturities to Improve German Pfandbriefe Payment Continuity“ vom 10. Mai 2021). Auch Moody's lobte die Änderungen im Pfandbriefgesetz. Neben den Regelungen zum gesetzlichen Soft Bullet nannte die Agentur die Einführung einer nennwertigen Überdeckung ab Juli 2022 als Verbesserung. Außerdem sieht Moody's auch die aktualisierten Regelungen für die Absicherung der Liquidität in den nächsten 180 Tagen (Liquiditätsreserve) und die Vorgaben zur Begrenzung von Forderungen in der Deckungsmasse gegen Institute aus derselben Gruppe wie der Emittent als Stärkung an (siehe Moody's Sector Profile „Germany: Legal framework for covered bonds“ vom 20. Juli 2021). Aufgrund der hohen Bedeutung der rechtlichen Grundlagen für Pfandbriefe – nicht nur für die Ratings – stellen wir das aktuelle Rahmenwerk für Pfandbriefe im nächsten Abschnitt im Format aus Fragen und Antworten ausführlich vor.

## RECHTSRAHMEN FÜR PFANDBRIEFE AUS DEUTSCHLAND

### Überblick der Rechtsgrundlagen

#### Was sind die Rechtsgrundlagen?

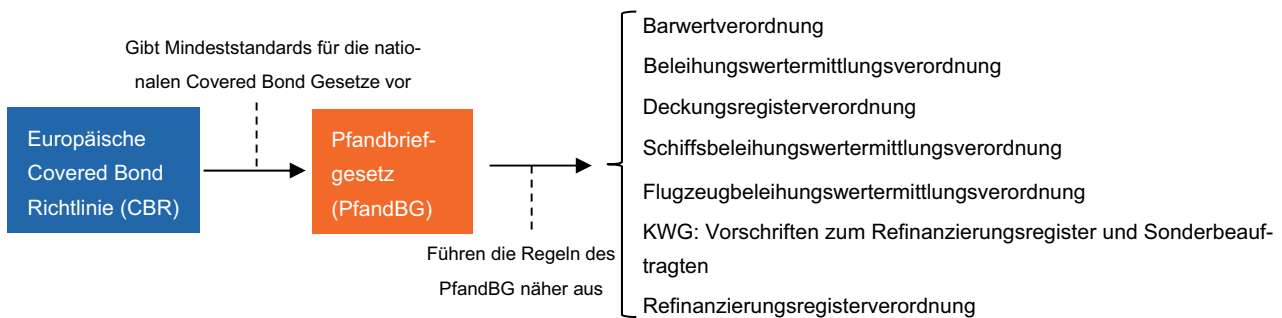
Das Pfandbriefgesetz (PfundBG) ist der zentrale Baustein für den Rechtsrahmen von gedeckten Bankanleihen in Deutschland. Es wurde im Mai 2021 geändert, um die Europäische Covered Bond Richtlinie (CBR) in deutsches Recht umzusetzen. Die Änderungen werden in zwei Stufen erfolgen. Zum 1. Juli 2021 sind bereits erste Änderungen in Kraft getreten. Dazu zählt die Ermächtigung des Sachwalters unter bestimmten Voraussetzungen die Laufzeit von Pfandbriefen um bis zu zwölf Monate zu verlängern. Die Einführung dieses gesetzlichen Soft Bullets ist wohl die Änderung, die in der öffentlichen Debatte am intensivsten diskutiert wurde. Zum 8. Juli 2022 werden weitere Änderungen in Kraft gesetzt, die wir im Rahmen dieser Studie bereits anklingen lassen.

**PfundBG bildet die gesetzliche Grundlage**

Neben dem PfundBG gibt es eine Reihe von Verordnungen, die von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) erlassen wurden (siehe nachstehende Grafik). Sie führen die teilweise allgemein gehaltenen Vorgaben des PfundBG näher aus. Bis zum 15. August 2021 lief eine Konsultationsphase, in der Marktteilnehmer die von der BaFin jüngst vorgeschlagenen Änderungen an einigen Verordnungen kommentieren konnten. Zu den wohl wichtigsten Änderungen zählt die Schaffung rechtlicher Grundlagen für eine stärkere Digitalisierung bei der Registerführung für die Deckungsmasse. Die Änderungsvorschläge zur Beleihungswertermittlungsverordnung sind jedoch auf starke Kritik der Pfandbriefbanken gestoßen, weil sie unter dem Strich zu administrativen Mehraufwand beitragen und gleichzeitig den Beleihungswert eher weiter vom Marktwert der Immobilien weg- als hinführen.

**Verordnungen der BaFin führen das PfundBG näher aus**

#### ÜBERSICHT ZU DEN EINZELNEN RECHTSGRUNDLAGEN FÜR DEN DEUTSCHEN PFANDBRIEF



Quelle: DZ BANK Research

#### Wer ist für die öffentliche Aufsicht des Covered Bond Marktes zuständig?

Die Einhaltung der gesetzlichen Vorschriften erfolgt durch einen unabhängigen Kontrolleur (Treuhänder), der das relevante Tagesgeschäft der Pfandbriefbank überwacht (siehe auch Abschnitt „Anforderungen an die Deckungsrechnung“, Frage „Gibt es einen unabhängigen Kontrolleur der Deckungsmasse?“). Zusätzlich zur unabhängigen Kontrolle durch den Treuhänder übt auch die BaFin eine besondere öffentliche Aufsicht über die Pfandbriefgeschäfte einer Bank aus. Pfandbriefemittenten stehen somit nicht nur als Bank unter der Aufsicht der relevanten Bankaufsichtsbehörde wie zum Beispiel der Europäischen Zentralbank (EZB), sondern auch unter einer besonderen öffentlichen Aufsicht durch die BaFin hinsichtlich des Pfandbriefgeschäfts.

**Treuhänder kontrolliert das Tagesgeschäft**

### Wie ist die öffentliche Aufsicht ausgestaltet?

Die BaFin ist befugt, alle Anordnungen zu treffen, die geeignet und erforderlich sind, um das Geschäft der Pfandbriefbanken mit dem Pfandbriefgesetz und den dazu erlassenen Rechtsverordnungen im Einklang zu erhalten. Von zentraler Bedeutung ist das Recht der Aufsicht, stichprobenartig die Deckungswerte der Pfandbriefe und damit die Einhaltung der gesetzlichen Vorgaben zu prüfen. Für diese Prüfungen ist ein zeitlicher Turnus von in der Regel drei Jahren vorgesehen. Weiterhin kann die BaFin jederzeit eigene Maßnahmen treffen, wie zum Beispiel den Erlass von Anweisungen für die Geschäftsführung oder die Bestellung von Aufsichtspersonen in Bezug auf die Deckungsmasse. Die BaFin schlägt auch spätestens bei Insolvenzeröffnung der Bank einen unabhängigen Verwalter der Deckungsmasse (Sachwalter) vor.

Als zuständige Aufsichtsbehörde für das Pfandbriefgeschäft der deutschen Banken verfügt die BaFin über die Kompetenz, individuelle Deckungszuschläge (Deckungs-Add-Ons) für jede einzelne Deckungsmasse festzulegen. Dieser Deckungszuschlag kann per Verwaltungsakt angeordnet werden, wenn die allgemein gesetzlich festgeschriebene Mindestüberdeckungsanforderung von der BaFin als nicht ausreichend angesehen wird, um die Risiken aufgrund der konkreten Zusammensetzung der Deckungsmasse abzudecken. In der Begründung zu diesem Teil des Pfandbriefgesetzes werden unter anderen folgende Beispiele aufgeführt, die eine höhere Mindestdeckungsanforderung rechtfertigen könnten:

- » Es gibt erhebliche Abweichungen der Marktwerte der Vermögenswerte in der Deckungsmasse von den in der Deckungsrechnung verwendeten Wertansätzen.
- » Hohe Risikokonzentrationen innerhalb der Deckungsmasse
- » Es gibt in erheblichem Ausmaß Vermögenswerte in der Deckungsmasse, deren Werthaltigkeit von der Zahlungsfähigkeit von mit der Pfandbriefbank verbundenen Unternehmen abhängig ist.
- » Wesentliche zins- und währungsbezogene Inkongruenzen zwischen Deckungswerten und Pfandbriefverbindlichkeiten, soweit diese nicht bereits über die Anforderung der risikobarwertigen Deckung angemessen berücksichtigt werden.

### Anforderungen an die Emittenten

#### Wer darf Covered Bonds emittieren?

Grundsätzlich können alle Kreditinstitute in Deutschland Pfandbriefe auflegen. Sie müssen dazu als CRR-Kreditinstitut (CRR=Europäische Eigenmittelverordnung) in Deutschland zugelassen sein. Zum Betreiben des Pfandbriefgeschäfts bedarf es außerdem einer schriftlichen Erlaubnis der BaFin, wobei zusätzliche Anforderungen gelten (siehe nachstehende Frage). Banken, die Pfandbriefe auflegen, nennt das deutsche PfandBG „Pfandbriefbank“.

#### Gibt es spezielle (Lizenz-)Anforderungen an die Emittenten?

Ja. Zur Emission von Pfandbriefen ist die Erlaubnis der BaFin erforderlich, wobei die „Pfandbrieflizenz“ auf eine oder mehrere Pfandbriefarten – Hypothekendarlehenpfandbriefe, Öffentliche Pfandbriefe, Schiffspfandbriefe und/oder Flugzeugpfandbriefe – begrenzt werden kann. Für den Erhalt der Lizenz sieht das Pfandbriefgesetz kein Mindestemissionsvolumen in Bezug auf die Summe der zu begebenden Pfandbriefe vor. Die Pfandbrieflizenz wird erteilt, wenn das Kreditinstitut bestimmte Mindestanforderungen erfüllt. Zu den allgemeinen Anforderungen gehören unter anderem die folgenden Punkte:

**Deckungsprüfung durch die BaFin in der Regel nach jeweils drei Jahren**

**Informationsrechte und Eingriffsmöglichkeiten der BaFin**

**Erlaubnis der BaFin erforderlich**

**Anforderungen zum Erhalt einer Pfandbrieflizenz**

- » Das Kreditinstitut muss eine Erlaubnis für das Betreiben des Kreditgeschäfts besitzen. Durch einen Geschäftsplan ist der BaFin vom Pfandbriefemittenten nachzuweisen, dass das Pfandbriefgeschäft regelmäßig betrieben werden soll.
- » Das Kernkapital der Bank muss mindestens 25 Mio. Euro betragen.
- » Die Pfandbriefbank muss über ein für das Pfandbriefgeschäft geeignetes Risikomanagementsystem verfügen. Der organisatorische Aufbau und die Ausstattung des Kreditinstituts müssen auf das Pfandbriefgeschäft eingerichtet sein.

### **Regelmäßige Pfandbriefemissionen**

### **Mindestkapital und geeignetes Risikomanagement**

### **Anforderungen an das Risikomanagement**

Das PfandBG stellt spezifische Anforderungen an das Risikomanagement einer Pfandbriefbank. Dieses muss sicherstellen, dass sämtliche mit dem Pfandbriefgeschäft verbundenen Risiken wie Ausfallrisiken, Zinsänderungs- oder Währungsrisiken sowie operationelle Risiken und Liquiditätsrisiken identifiziert, beurteilt, gesteuert und überwacht werden können. Das Risikomanagementsystem muss deshalb unter anderem die folgenden Anforderungen erfüllen:

### **Limitsystem und Rückführung der Risiken, falls erforderlich**

### **Flexibilität und regelmäßige Überprüfung**

- » Die Begrenzung der Konzentration von Risiken anhand eines Limitsystems
- » Die Existenz eines Verfahrens, das bei starker Erhöhung eines Risikos die Risikorückführung und frühzeitige Information der Entscheidungsträger garantiert
- » Flexibilität und Anpassungsfähigkeit an sich ändernde Bedingungen neben einer mindestens jährlichen Überprüfung des Risikomanagementsystems
- » Regelmäßige, mindestens jedoch vierteljährliche, Vorlage eines Risikoberichts an den Vorstand der Pfandbriefbank
- » Das Risikomanagementsystem muss ausführlich und nachvollziehbar dokumentiert sein.

### **Lizenz kann auch wieder entzogen werden**

Eine einmal erteilte Pfandbrieflizenz kann auch wieder entzogen werden. Dies geht jedoch nur dann, wenn die Bank die qualitativen Anforderungen des Pfandbriefgesetzes nicht mehr erfüllt oder nachhaltig gegen Bestimmungen des PfandBG beziehungsweise begleitende Verordnungen verstoßen hat. Der Entzug ist auch möglich, wenn die Pfandbriefbank seit zwei Jahren keine Pfandbriefe mehr emittiert hat und die Aufnahme des Pfandbriefgeschäfts innerhalb der nächsten sechs Monate nicht zu erwarten ist. Im Fall des Lizenzentzugs kann die BaFin die Abwicklung der Deckungsmassen durch einen Sachwalter anordnen.

### **Öffentliches Register der BaFin**

#### **Existiert ein öffentliches Register aller Covered Bond Programme?**

Ja, die BaFin informiert auf ihrer Webseite, ob eine Bank die Erlaubnis zum Betreiben des Pfandbriefgeschäfts hat. Ab Juli 2022 wird die BaFin eine Liste der Pfandbriefbanken veröffentlichen. Diese Liste wird dann mindestens einmal in jedem Quartal aktualisiert.

#### **Ausgestaltung der Transaktionsstruktur**

#### **Welche Transaktionsstruktur liegt den Covered Bonds zugrunde?**

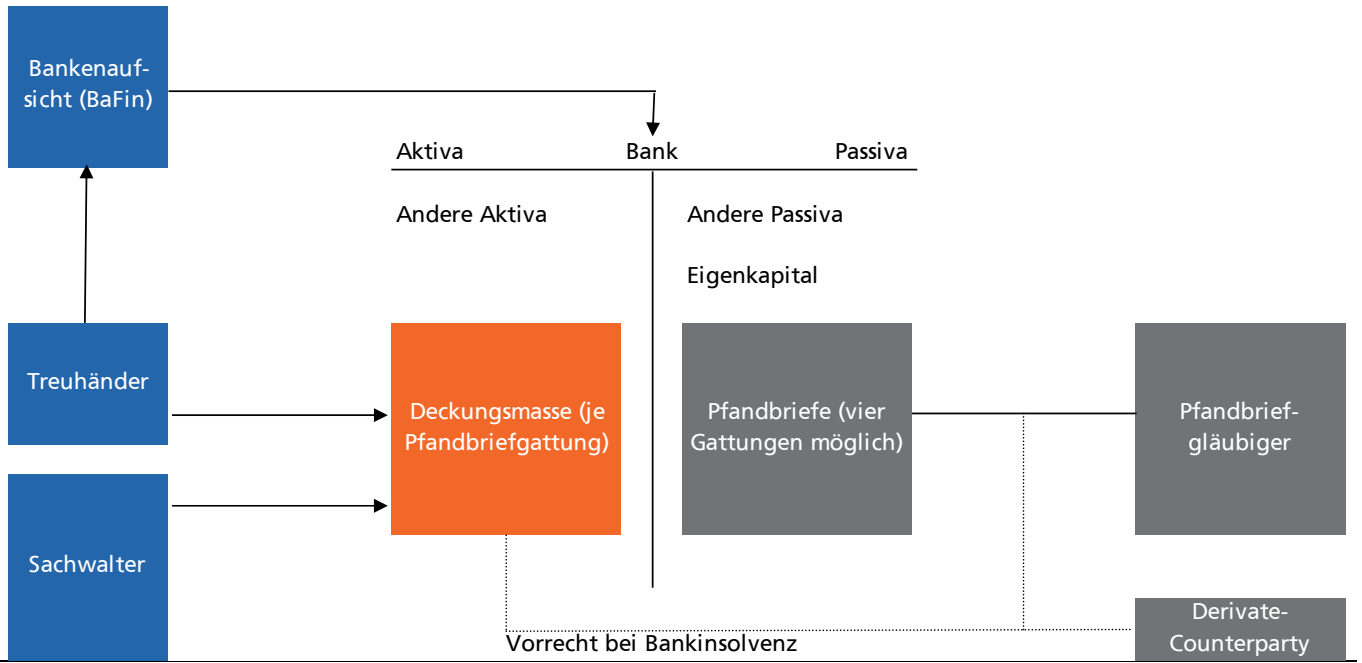
Das deutsche Pfandbriefrecht folgt dem integrierten Modell. Das heißt, die Deckungswerte bleiben auf der Bilanz des Emittenten. Durch die Eintragung aller Deckungswerte in ein Register wird sichergestellt, dass im Fall einer Insolvenz

### **Integriertes Modell, die Deckungswerte bleiben auf der Bilanz des Emittenten**



die Deckungsmasse für die Pfandbriefgläubiger eindeutig identifizierbar ist. Spätestens nach Insolvenz würde die Deckungsmasse vom restlichen Vermögen der Pfandbriefbank getrennt.

**VERALLGEMEINERTE TRANSAKTIONSSTRUKTUR EINES PFANDBRIEFS**



Quelle: DZ BANK Research

**Ist der doppelte Rückgriff gewährleistet?**

Ja. Pfandbriefe sind besicherte Bankanleihen und erfüllen deshalb das Prinzip des doppelten Rückgriffs. Die Pfandbriefgläubiger haben einen direkten Anspruch gegen die Pfandbriefbank als Emittent der Anleihen. Sollte die Pfandbriefbank zahlungsunfähig sein, hätte der Pfandbriefgläubiger ein vorrangiges Befriedigungsvorrecht bezüglich der Deckungswerte. Sollten sich auch die Deckungswerte als unzureichend herausstellen, um alle Forderungen der Pfandbriefgläubiger zu befriedigen, hätte der Pfandbriefgläubiger immer noch einen Anspruch gegenüber der Insolvenzmasse des Emittenten.

**Pfandbriefe sind besicherte Bankanleihen**

**Wurde ein aufsichtsrechtliches Emissionslimit festgelegt?**

Nein, das Pfandbriefgesetz sieht keine explizite Umlaufbegrenzung für Pfandbriefe einer Bank vor. Vielmehr ergibt sich eine implizite Begrenzung des Umlaufvolumens über das Aktivgeschäft der Bank, das heißt, inwieweit die Pfandbriefbank Vermögenswerte besitzt, die sich als Deckungsaktiva für die Pfandbriefe qualifizieren.

**Keine Umlaufgrenze**

**Zulässige Deckungswerte**

**Welche Deckungswerte sind zulässig?**

**a) Öffentliche Pfandbriefe**

Für Öffentliche Pfandbriefe dürfen nur Forderungen gegenüber Gebietskörperschaften oder Forderungen gegenüber Anstalten und Körperschaften des öffentlichen Rechts zur Deckung verwendet werden, wenn für diese eine Anstaltslast oder Gewährträgerhaftung beziehungsweise eine explizite Garantie einer Gebietskörperschaft gilt. Beispiele für die letzte Kategorie sind Forderungen gegenüber öffentlichen Förderbanken oder Anleihen und Geldforderungen gegenüber kommunalen

**Forderungen gegenüber Gebietskörperschaften**

Betrieben in der Rechtsform der Anstalt öffentlichen Rechts, die über eine Gewährträgerhaftung verfügen. Das PfandBG gibt detaillierte Anforderungen für mögliche ordentliche Deckungswerte für Öffentliche Pfandbriefe vor, die verkürzt wie folgt zusammengefasst werden können:

- » Forderungen gegenüber inländischen Gebietskörperschaften oder solchen Körperschaften und Anstalten des öffentlichen Rechts, die zur Erhebung von Gebühren, Umlagen oder anderen Abgaben berechtigt sind
- » Forderungen gegenüber Mitgliedsländern der EU oder Vertragsstaaten des Europäischen Wirtschaftsraums (EWR) sowie deren Zentralbanken und Forderungen gegenüber Regionalverwaltungen und Gebietskörperschaften aus den Mitgliedsländern der EU und des EWR
- » Forderungen gegenüber Großbritannien, den Vereinigten Staaten von Amerika, Japan, der Schweiz und Kanada sowie deren Zentralbanken, Regionalverwaltungen und Gebietskörperschaften, solange diese aufsichtsrechtlich der Bonitätsstufe 1 zugeordnet werden können
- » Forderungen gegenüber der EZB und anderen multilateralen Entwicklungsbanken und internationalen Organisationen laut der europäischen Bankenverordnung (CRR).
- » Öffentliche Stellen eines Mitgliedsstaats der EU oder des EWR
- » Öffentliche Stellen im Sinne der europäischen Bankenverordnung mit Sitz in den Vereinigten Staaten von Amerika, Japan, der Schweiz und Kanada, solange diese der Bonitätsstufe 1 der Bankenrichtlinie entsprechen
- » Forderungen, die von den oben genannten Staaten oder Gebietskörperschaften gewährleistet sind. Dies könnten zum Beispiel auch staatlich garantierte Forderungen gegenüber kleinen und mittelständischen Unternehmen sein.
- » Exportfinanzierungen, deren Erfüllung durch eine öffentliche Stelle garantiert ist

Der Vertrag zur Einrichtung des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM-Vertrag) sieht vor, dass in den Anleihebedingungen der ESM-Vertragsstaaten Umschuldungsklauseln (Collective Action Clauses) aufgenommen werden. Ähnliche Klauseln gibt es auch in den Anleihebedingungen anderer Länder. Sie machen es möglich, mit Zustimmung der Mehrheit der Anleihegläubiger die Anleihebedingungen nachträglich zu ändern. Das Pfandbriefgesetz stellt klar, dass sich Staatsanleihen mit entsprechenden Regelungen als Deckung (sei es ordentliche Deckung wie im Falle von Öffentlichen Pfandbriefen oder als weitere Deckungswerte für alle anderen Pfandbriefarten) qualifizieren.

Das Pfandbriefgesetz erlaubt die Forderungen gegen die zuvor genannten öffentlichen Stellen in der Deckungsrechnung vollständig zu berücksichtigen und zwar in den meisten Fällen unabhängig von der Bonität des Schuldners beziehungsweise Garantiegebers. Die im Verband deutscher Pfandbriefbanken (vdp) zusammengeschlossenen Institute haben sich 2012 hinsichtlich der Berücksichtigung der Bonität öffentlicher Schuldner bei der Deckungsrechnung für Pfandbriefe auf Standards geeinigt, die über die Anforderungen des PfandBG hinausgehen. Der vdp nennt diese standardisierte Vorgehensweise vdp-Bonitätsdifferenzierungsmodell oder

#### **Deckungsfähigkeit bei Anleihen mit Umschuldungsklausel ist gegeben**

#### **Bewertungsvorschriften für öffentliche Schuldner fehlen im Pfandbriefgesetz**

„vdp-Modell zur Differenzierung der Bonität von Staaten“. Bei der Anrechnung von Forderungen gegen Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraums und deren unterstaatlichen Stellen berücksichtigen die vdp-Mitgliedsinstitute in der Deckungsrechnung ratingabhängige Abschläge (siehe nachstehende Tabelle).

**RATINGABHÄNGIGE BEWERTUNGSABSCHLÄGE IM VDP-BONITÄTSDIFFERENZIERUNGSMODELL**

Rating*	Abschläge gültig bis 31. Dezember 2016	Abschläge gültig bis 31. Dezember 2017	Abschläge gültig bis 31. Dezember 2018	Abschläge gültig bis 31. Dezember 2019	Abschläge gültig bis 31. Dezember 2020	Abschläge gültig seit 1. Januar 2021
AAA	0%	0%	0%	0%	0%	0%
AA+	0%	0%	0%	0%	0%	0%
AA	0%	0%	0%	0%	0%	0%
AA-	0%	0%	0%	0%	0%	0%
A+	0%	0%	0%	0%	0%	0%
A	0%	0%	0%	0%	0%	0%
A-	0%	0%	0%	0%	0%	0%
BBB+	0%	0%	0%	0%	0%	0%
BBB	0%	0%	0%	0%	0%	0%
BBB-	0%	0%	0%	0%	0%	0%
BB+	11%	9%	8%	8%	7%	7%
BB	13%	11%	11%	10%	10%	9%
BB-	16%	14%	13%	13%	12%	12%
B+	20%	18%	17%	16%	15%	15%
B	24%	21%	20%	20%	19%	18%
B-	28%	26%	24%	24%	23%	22%
CCC	38%	36%	34%	34%	33%	32%
CC	57%	55%	54%	54%	52%	52%
C	81%	80%	79%	79%	79%	78%
D	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Quelle: vdp, Darstellung DZ BANK Research, Stand Juli 2021, \* Ratingnote von S&P beziehungsweise entsprechende Bonitätsnote von Fitch oder Moody's

**b) Hypothekendarlehen**

Als Deckungswerte für Hypothekendarlehen kommen nur Hypotheken oder grundpfandrechtlich gesicherte Forderungen in Frage, die bestimmte Anforderungen erfüllen. So können unter anderem nur Hypotheken als Deckungswerte eingesetzt werden, die auf Grundstücken, grundstücksgleichen Rechten oder solchen Rechten einer ausländischen Rechtsordnung lasten, die mit grundstücksgleichen Rechten deutschen Rechts vergleichbar sind. Weitere Anforderungen an die Hypothekendarlehen werden durch die Versicherungspflicht für die Immobilie und Beleihungswertermittlung gestellt.

Hinsichtlich der Berechnung des Beleihungswerts wird nur der langfristige, nachhaltige Substanz- oder Sachwert sowie Ertragswert einer Immobilie berücksichtigt, daher liegt der Beleihungswert einer Immobilie in der Regel unter dessen Markt- oder Verkehrswert. Die Vorgehensweise bei der Beleihungswertermittlung für Immobilien wird durch die Beleihungswertermittlungsverordnung näher bestimmt, die momentan überarbeitet wird. Der Grundsatz wird aber erhalten bleiben: Der Beleihungswert ist nach dem Vorsichtsprinzip zu ermitteln. Das heißt, er ist nur auf Grundlage der dauernden Eigenschaften des Grundstücks beziehungsweise Gebäudes und dem daraus nachhaltig zu erzielenden Ertrag abzuleiten. Für den Beleihungswert ist der Ertragswert ausschlaggebend. Dieser Wert darf nicht überschritten werden. Bleibt der Sachwert um mehr als 20 Prozent unter dem Ertragswert, müssen die bei der Ertragswertermittlung zugrundeliegenden Annahmen auf ihre Nachhaltigkeit überprüft und gegebenenfalls korrigiert werden. Die Beleihungswertermittlungsverordnung legt

**Grundpfandrechtlich gesicherte Forderungen**

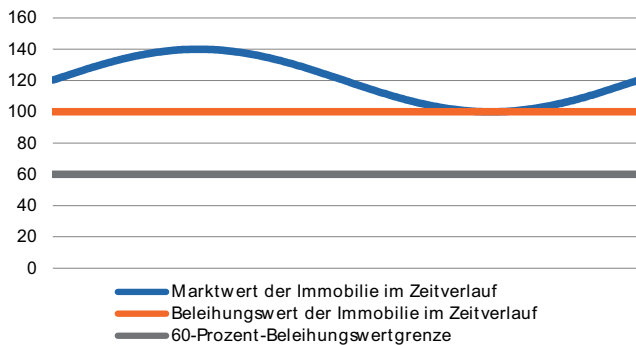
**Sachwert versus Ertragswert**

die zu verwendenden Abzinsungsfaktoren für das Ertragswertverfahren fest, die aus den Kapitalisierungszinssätzen abgeleitet werden. Die Kapitalisierungszinssätze dürfen für Wohnimmobilien nicht niedriger als 5 Prozent sein. Für Gewerbeimmobilien müssen mindestens 6 Prozent angesetzt werden, wobei im begründeten Ausnahmefall dieser Prozentsatz um 0,5 Prozentpunkte unterschritten werden darf.

Der Beleihungswert überschreitet in der Regel nicht den im Zeitverlauf schwankenden Markt- oder Verkehrswert einer Immobilie. Spekulative Elemente dürfen mithin bei der Ermittlung des Beleihungswerts nicht berücksichtigt werden. Der Beleihungswert ist von einem Gutachter zu ermitteln, der von der Kreditentscheidung unabhängig ist. Er muss über die notwendige Berufserfahrung und entsprechende Fachkenntnisse für Beleihungswertermittlungen verfügen. Die Anforderungen an die Beleihungswertermittlung sind im Grundsatz für im In- oder Ausland liegende Immobilien gleich.

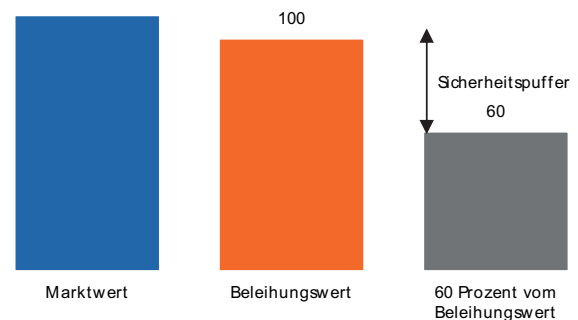
### Beleihungswert berücksichtigt nur die nachhaltigen Eigenschaften einer Immobilie

#### BELEIHUNGSWERT BERÜCKSICHTIGT NUR NACHHALTIGE EIGENSCHAFTEN EINER IMMOBILIE



Quelle: vdp, Darstellung DZ BANK Research

#### 60-PROZENT-BELEIHUNGSWERTGRENZE BIETET ZUSÄTZLICHEN SCHUTZ



Quelle: DZ BANK Research

Das deutsche Pfandbriefrecht erlaubt eine Ausnahme (Kleindarlehensregel) für inländische Häuser (Eigenheime). Falls das Gebäude teilweise gewerblich genutzt wird, darf der Ertragsanteil durch die gewerbliche Nutzung ein Drittel des gesamten aus der Immobilie erwirtschafteten Rohertrags nicht überschreiten, wenn diese Ausnahme angewendet werden soll. Außerdem darf das Kreditvolumen nicht mehr als 400.000 Euro betragen, das laut Konsultationsentwurf für die aktualisierte Verordnung auf 500.000 Euro angehoben werden soll. Der Betrag dieser Darlehen aus dem Mengengeschäft einer Pfandbriefbank muss eventuell bestehende Vorlasten berücksichtigen. Die Betragsgrenze bestimmt sich am abzusichernden Darlehensbetrag, das heißt, der Betrag der Sicherheit, die im Grundbuch eingetragen wird und der Pfandbriefbank zusteht. In diesen Fällen können die Banken ein vereinfachtes Verfahren zur Beleihungswertermittlung verwenden. Es können beispielsweise automatisierte Bewertungsverfahren, die auf hedonischen Modellen basieren können, bei der Wertermittlung von Eigenheimen zur Unterstützung herangezogen werden.

### Erleichterungen für Darlehen, die unter die Kleinkreditgrenze fallen

Das Besondere am Beleihungswertkonzept ist, dass dieser Wert für die gesamte Kreditlaufzeit gelten soll. Laut Konsultationsentwurf zur Beleihungswertermittlungsverordnung müssen die Grundlagen der Beleihungswerte künftig jährlich überprüft werden. Wenn Anhaltspunkte bestehen, dass sich die getroffenen Annahmen für die Beleihungswertermittlung nicht unerheblich verschlechtert haben, müssen sie überprüft werden.

### Regelmäßige Prüfung der Beleihungswerte

Das im Beleihungswert zum Ausdruck kommende Vorsichtsprinzip führt zu einer Glättung der Entwicklung des Beleihungsauslaufs (englisch Loan to Value, LTV) im Zeitverlauf. Steigende oder moderat fallende Immobilienpreise wirken sich nicht auf den aktuellen LTV aus. Stark fallende Hauspreise würden im Beleihungswert allerdings berücksichtigt werden. Außerdem zielen die Vorschriften zur Beleihungswertermittlung darauf ab, eine vorsichtige, langfristig nachhaltige Bewertung der Immobilie zu erreichen. Dies geht allerdings auf Kosten der Transparenz, denn der LTV nach Beleihungswerten spiegelt nicht den aktuellen Wert der Immobilie wider, sondern kann momentan auch deutlich höher liegen, wenn der Marktwert einer Immobilie nach Erstellung des Beleihungswertes angestiegen ist.

### Beleihungswertkonzept glättet LTV-Entwicklung

Laut Pfandbriefgesetz können als Deckung für Hypothekendarlehen nur Immobilienkredite innerhalb der erstrangigen 60 Prozent des ermittelten Beleihungswerts einer Immobilie genutzt werden (Realkredit). Diese Grenze gilt unabhängig davon, ob es sich um ein wohnwirtschaftlich oder gewerblich genutztes Gebäude handelt. Kredite mit einem Beleihungsauslauf von mehr als 60 Prozent können zwar in die Deckungsmasse aufgenommen werden, für die Deckungsrechnung wird aber lediglich der erstrangige Teil (unter Berücksichtigung von eventuellen Vorlasten) bis zur 60 Prozent-Grenze berücksichtigt, da im Insolvenzfall der Pfandbriefbank das Vorrecht der Pfandbriefgläubiger auf diese Darlehensteile begrenzt ist (Soft LTV-Limit).

### Einheitliche Beleihungswertgrenze von 60 Prozent

#### BEISPIEL BELEIHUNGSWERTERMITTLUNG: ZWEI-SÄULEN-PRINZIP ANHAND EINER BÜROIMMOBILIE (NEUBAU)

Ertragswertverfahren (erste Säule)		Sachwertverfahren (zweite Säule)	
Bodenwert		Bodenwert	
600 Quadratmeter à 5.200 Euro pro Quadratmeter	3.120.000 Euro	600 Quadratmeter à 5.200 Euro pro Quadratmeter	3.120.000 Euro
Rohrertrag		Gebäudewert	
2.000 Quadratmeter Bürofläche à 30 Euro pro Quadratmeter und Monat nachhaltige Miete	720.000 Euro	Herstellungskosten der baulichen Anlage: 11.500 Kubikmeter à 520 Euro pro Kubikmeter	5.980.000 Euro
15 PKW-Tiefgaragenstellplätze à 110 Euro pro Stellplatz und Monat	19.800 Euro	Wertminderung (0 Euro, da Neubau)	0 Euro
Jahresrohertrag (Jahresnettomiete)	739.800 Euro	Zwischensumme	5.980.000 Euro
Abzüglich Bewirtschaftungskosten, die nicht auf die Mieter umgelegt werden können		Zuzüglich Kosten der Außenanlage (3 Prozent)	179.400 Euro
- Verwaltungskosten (3 Prozent des Rohertrags)	22.194 Euro	Zwischensumme	6.159.400 Euro
- Instandhaltungskosten (Pauschalbetrag)	31.125 Euro	Abzüglich Sicherheitsabschlag gemäß BelWertV (10 Prozent)	615.940 Euro
- Mietausfallwagnis (4 Prozent des Rohertrags)	29.592 Euro	Zwischensumme	5.543.460 Euro
Summe Bewirtschaftungskosten	82.911 Euro	Zuzüglich Baunebenkosten gemäß BelWertV (16 Prozent)	886.954 Euro
Entspricht in Prozent des Rohertrags	11,2 Prozent	Gebäudewert	6.430.414 Euro
Mindestbewirtschaftungskosten laut BelWertV	15,0 Prozent	Bodenwert	3.120.000 Euro
Anzusetzende Bewirtschaftungskosten	110.970 Euro	<b>Sachwert</b>	<b>9.550.414 Euro</b>
Jahresreinertrag	628.830 Euro	<b>Sachwert (abgerundet)</b>	<b>9.550.000 Euro</b>
Kapitalisierungszins: 6 Prozent			
Bodenwertverzinsung	187.200 Euro	Ertragswert / Sachwert - 1	6,83 Prozent
Gebäudereinertrag	441.630 Euro	Da der Sachwert mit nur 6,83 Prozent unter dem Ertragswert liegt, ist der Ertragswert (abgerundet) ausschlaggebend für den Beleihungswert der Immobilie (das heißt, die Nachhaltigkeit der Einnahmen aus der Immobilien braucht nicht gesondert überprüft zu werden, weil der Sachwert den Ertragswert um nicht mehr als 20 Prozent unterschreitet)	
Gebäudeertragswert*	7.136.741 Euro		
Bodenwert	3.120.000 Euro		
<b>Ertragswert</b>	<b>10.256.741 Euro</b>	<b>Beleihungswert (Ertragswertobjekt)</b>	<b>10.250.000 Euro</b>
<b>Ertragswert (abgerundet)</b>	<b>10.250.000 Euro</b>	<b>Indeckungnahme (Beleihungsgrenze 60 Prozent)</b>	<b>6.150.000 Euro</b>

Quelle: vdp, Darstellung DZ BANK Research, \* Kapitalisierungszins 6 Prozent, Restnutzungsdauer 60 Jahre, Vervielfältiger 16,16 BelWertV (Beleihungswertermittlungsverordnung)

Zusätzlich zu den genannten Anforderungen an die Deckungswerte gibt es noch geografische Restriktionen. So müssen die Hypotheken im Europäischen Wirtschaftsraum, Australien, Großbritannien, Japan, Kanada, Neuseeland, der Schweiz, Singapur oder den Vereinigten Staaten von Amerika belegen sein. Wie bereits erwähnt, können nur Hypotheken als Deckungswerte eingesetzt werden, die auf Grundstücken, grundstücksgleichen Rechten oder solchen Rechten einer ausländischen Rechtsordnung lasten, die mit grundstücksgleichen Rechten deutschen Rechts vergleichbar sind.

Das Pfandbriefgesetz verlangt eine Versicherungspflicht gegen die nach Art und Lage des Gebäudes bestehenden Risiken, wenn Darlehen in der Deckungsmasse mit diesen Immobilien besichert sind. Nach Insolvenz der Pfandbriefbank kommen die Versicherungsleistungen den Pfandbriefgläubigern zugute.

### c) Schiffspfandbriefe

Darlehensforderungen, die durch Schiffshypotheken besichert sind, qualifizieren sich als ordentliche Deckungswerte für Schiffspfandbriefe. Dabei kommen nur Schiffe sowie Schiffsbauwerke in Frage, die in einem öffentlichen Register eingetragen sind. Die Beleihung darf nicht weiter als bis zum 20. Lebensjahr des Schiffes reichen. Die Aufsichtsbehörde kann in Einzelfällen Ausnahmen zulassen. Darlehen, die mit im Ausland registrierten Schiffen oder Schiffsbauwerken gesichert sind, können unter bestimmten, im Pfandbriefgesetz definierten Voraussetzungen ebenfalls in die Deckungsmasse aufgenommen werden. Die Schiffe und Schiffsbauwerke müssen darüber hinaus während der gesamten Darlehenslaufzeit versichert sein.

Auch für die Ermittlung der Beleihungswerte für Schiffe und Schiffsbauwerke gibt es explizite Vorschriften, wobei ebenfalls wie bei Hypothekenpfandbriefen eine Beleihungswertgrenze von 60 Prozent für die Deckungswerte gilt. Der Beleihungswert für die Schiffe oder Schiffsbauwerke muss von einem unabhängigen und sachverständigen Gutachter bestimmt werden. Bei der Wertermittlung müssen die langfristigen Merkmale (dauernde Merkmale) des Schiffes sowie dessen Alter und Einsatzmöglichkeiten berücksichtigt werden. Im Rahmen der Wertermittlung ist das Schiff zu besichtigen. Bei der Schiffsbeleihungswertermittlung müssen die folgenden vier Marktwerte beziehungsweise Preise berücksichtigt werden:

- » Der aktuelle Marktwert ist ein geschätzter Preis für ein Schiff, der sich zum Bewertungsstichtag in einem gewöhnlichen Geschäftsverkehr ergeben könnte, wobei sowohl Käufer als auch Verkäufer mit der nötigen Umsicht und ohne Zwang handeln.
- » Der durchschnittliche Marktwert bezieht sich auf den Durchschnittsbetrag der Marktwerte für gleichartige Schiffe der vergangenen zehn Kalenderjahre vor dem Jahr, in dem die Wertermittlung stattfindet.
- » Der Neubaupreis ist der mit der Werft vertraglich vereinbarte Baupreis zuzüglich angemessener und üblicher Nebenkosten.
- » Der Kaufpreis ist der vertraglich vereinbarte Preis für den Erwerb des zu bewertenden Schiffes.

Der Schiffsbeleihungswert darf nicht höher als der aktuelle beziehungsweise der durchschnittliche Marktwert des Schiffes sein. Wenn der durchschnittliche Marktwert nicht für die vergangenen zehn Jahre ermittelt werden kann, müssen zusätzliche

## Geografische Restriktionen

## Gebäudeversicherungen sind Pflicht

## Rechte an Schiffen und Schiffsbauwerken sowie Versicherungspflicht

## Beleihungswertgrenze von 60 Prozent

## Aktueller Marktwert

## Durchschnittlicher Marktwert

## Neubaupreis

## Kaufpreis

## Schiffsbeleihungswertermittlung nutzt das Niederstwertprinzip

Sicherheitsabschläge in Höhe von 15 Prozent (wenn sich der Durchschnitt auf weniger als zehn aber mehr als drei Jahre bezieht) beziehungsweise 25 Prozent (wenn sich der Durchschnitt auf drei Jahre oder weniger bezieht) berücksichtigt werden. Sind weder aktueller noch durchschnittlicher Marktwert zu ermitteln, so ist ein angemessenes Verfahren zu verwenden, wobei der Schiffsbeleihungswert nicht den um 25 Prozent verminderten Neubaupreis beziehungsweise Kaufpreis übersteigen darf.

Der Schiffsbeleihungswert sollte den langfristigen Wert des Schiffs widerspiegeln. Besteht jedoch Anlass, dass sich später die zugrundeliegenden Annahmen bei der Wertermittlung nicht unerheblich verschlechtert haben, so sind diese zu überprüfen und bei Bedarf zu korrigieren. Dies gilt laut Schiffsbeleihungswertermittlungsverordnung insbesondere in den Fällen, in denen das allgemeine Preisniveau auf dem jeweiligen Schiffsmarkt stark gesunken ist.

#### **d) Flugzeugpfandbriefe**

Darlehensforderungen, die durch ein dingliches Recht an Flugzeugen gesichert sind, qualifizieren sich als ordentliche Deckungswerte für Flugzeugpfandbriefe. Es kommen nur Flugzeuge in Frage, die in einem öffentlichen Register eingetragen sind. Das Registerpfandrecht oder die ausländische Flugzeughypothek muss sich dabei auch auf die Triebwerke erstrecken, die einen Großteil des Flugzeugwerts ausmachen. Analog zu den Schiffshypotheken darf die Beleihung des Flugzeugs nicht weiter als bis zum 20. Lebensjahr des Flugzeugs reichen. Die Aufsichtsbehörde kann in Einzelfällen Ausnahmen zulassen. Darlehen, die mit im Ausland registrierten Flugzeugen gesichert sind, können unter bestimmten, im Pfandbriefgesetz definierten Voraussetzungen ebenfalls in die Deckungsmasse aufgenommen werden. Kritische Konzentrationen von Risiken sind nach PfandBG zu vermeiden. Als Beispiel hierfür nennt das Gesetz, wenn ein unangemessen hoher Anteil der finanzierten Flugzeuge von derselben Gesellschaft betrieben wird oder die Flugzeuge von demselben Typ sind, sodass dadurch eine zeitnahe Verwertung der Deckungswerte gefährdet werden könnte.

Wie bei Immobilien- und Schiffsfinanzierungen besteht auch für Flugzeugfinanzierungen eine Beleihungswertgrenze von 60 Prozent für die in der Deckungsrechnung anrechenbaren Forderungen. Auch für den zugrundeliegenden Beleihungswert der Sicherheiten bei Flugzeugpfandbriefen gibt es explizite Vorschriften in der Flugzeugbeleihungswertermittlungsverordnung, wobei diese Vorschriften analog zu denen für Schiffe sind. Der Beleihungswert für die Flugzeuge muss von einem unabhängigen und sachverständigen Gutachter bestimmt werden. Bei der Wertermittlung müssen die langfristigen Merkmale des Flugzeugs im Vordergrund stehen. Im Unterschied zu der Beleihungswertermittlung von Schiffen werden bei Flugzeugen im Wesentlichen der Marktpreis und der durchschnittliche Marktpreis der vergangenen zehn Jahre betrachtet sowie der Wert bei ausgeglichenen Marktbedingungen und einem durchschnittlichen Zustand des Flugzeugs (geschätzter Wert des Flugzeugs, der den Wartungszustand der Maschine berücksichtigt). Der Beleihungswert darf keinen dieser drei Werte überschreiten. Wenn der durchschnittliche Marktpreis nicht für die letzten zehn Jahre vorliegt, wird der Wert auf Grundlage des durchschnittlichen Zustands des Flugzeugs für den Beleihungswert zugrunde gelegt, wobei hiervon ein Abschlag von 10 Prozent zu berücksichtigen ist. Analog zur Wertermittlung bei Immobilien und Schiffen ist auch die Wertermittlung bei Flugzeugen gegebenenfalls zu überprüfen. Die Flugzeugbeleihungswertermittlungsverordnung nennt in diesem Zusammenhang starke Preisschwankungen für Flugzeuge als einen Grund, welcher eine Neubewertung notwendig machen könnte.

#### **Preisverfall kann Neubewertung auslösen**

#### **Rechte an Flugzeugen, die sich auch auf die Triebwerke erstrecken**

#### **Unabhängiger Sachverständiger ermittelt den Wert des Flugzeugs**

**e) Weitere Deckungswerte (für alle Pfandbrieftypen)**

Um den Pfandbriefbanken mehr Flexibilität bei der Steuerung der Deckungsmassen zu geben, erlaubt das PfandBG in begrenztem Umfang die Aufnahme von weiteren Deckungswerten ins Deckungsregister der Pfandbriefe. Die für die weitere Deckung zulässigen Forderungen sind für alle vier Pfandbriefarten gleich. Grundsätzlich eignen sich unter anderem die folgenden Forderungen als weitere Deckungswerte:

- » Forderungen gegenüber der Europäischen Zentralbank und anderen Zentralbanken aus der Europäischen Union beziehungsweise des Europäischen Wirtschaftsraums sowie Forderungen gegen geeignete Kreditinstitute
- » Für Hypotheken-, Schiffs- und Flugzeugpfandbriefe: Forderungen, die sich als ordentliche Deckung für Öffentliche Pfandbriefe qualifizieren würden
- » Derivate, die die Veränderungen im Wert der Deckungsmasse gegen Zins- und Währungsrisiken absichern

**Weitere Deckungswerte neben der ordentlichen Deckung****Forderungen gegenüber Zentralbanken und Kreditinstituten ...****... sowie öffentlichen Schuldern****Derivate****Begrenzung für den Barwert der Zahlungsverpflichtungen aus Derivaten in Deckung**

Der Einsatz der Derivate in Deckung wird durch das PfandBG beschränkt. Auf Grundlage einer Barwertrechnung darf der Anteil der Zahlungsverpflichtungen aus den Derivaten in Deckung an der Summe aus den umlaufenden Pfandbriefen zuzüglich der Zahlungsverpflichtungen aus diesen Derivaten 12 Prozent nicht überschreiten. In dieser 12-Prozent-Grenze werden Derivate, die zur Absicherung von Währungspositionen eingesetzt werden, nicht berücksichtigt. Für alle Derivate, die der Deckungsmasse zugeordnet werden, gelten besondere Anforderungen für die zugrundeliegenden Rahmenverträge. Unter anderem darf die Insolvenz der Pfandbriefbank nicht die vorzeitige Beendigung des Derivats auslösen. Moody's hebt in einer aktuellen Studie positiv hervor, dass Pfandbriefbanken keine Derivate mit Instituten der eigenen Unternehmensgruppe (interne Derivate) in ihre Deckungsmassen aufnehmen dürfen (siehe Moody's Studie „Germany: Legal framework for covered bonds“ vom 20. Juli 2021).

**WEITERE DECKUNGSWERTE****1. Bis zu 8 Prozent des Gesamtbetrags des jeweils umlaufenden Pfandbrieftyps**

- Ansprüche auf den bei vorzeitiger Beendigung der Rahmenverträge für Derivate einheitlich an die Pfandbriefbank zu zahlenden Betrag (bezüglich der von der BaFin aufgrund einer Allgemeinverfügung erlaubten Banken)

**2. Bis zu 10 Prozent des Gesamtbetrags des jeweils umlaufenden Pfandbrieftyps, wobei Forderungen aus 1. anzurechnen sind**

- Geldforderungen gegen und Guthaben bei Kreditinstitute (Bonitätsstufe 2)
- Ansprüche auf den bei vorzeitiger Beendigung der Rahmenverträge für Derivate einheitlich an die Pfandbriefbank zu zahlenden Betrag (bezüglich Gegenparteien der Bonitätsstufe 2)

**3. Bis zu 15 Prozent des Gesamtbetrags des jeweils umlaufenden Pfandbrieftyps, wobei die Forderungen aus 1. und 2. anzurechnen sind**

- Geldforderungen gegen die Europäische Zentralbank, Zentralbanken der Europäischen Union beziehungsweise des Europäischen Wirtschaftsraums sowie Kreditinstitute (Bonitätsstufe 1) sowie Guthaben bei diesen Instituten
- Ansprüche auf den bei vorzeitiger Beendigung der Rahmenverträge für Derivate einheitlich an die Pfandbriefbank zu zahlenden Betrag (bezüglich Gegenparteien der Bonitätsstufe 1)



Moody's sieht es ebenfalls als Stärke an, dass der Anteil von Forderungen gegenüber anderen Instituten aus derselben Gruppe wie der Pfandbriefbank auf höchstens 2 Prozent beschränkt wird. Insgesamt ist der Anteil der Forderungen an Kreditinstitute als weitere Deckungswerte nach Bonitätsstufen gestaffelt (siehe vorstehende Abbildung). Das PfandBG erlaubt einen Anteil der weiteren Deckungswerte für Hypotheken-, Schiffs- und Flugzeugpfandbriefe von insgesamt bis zu 20 Prozent des Umlaufvolumens, wobei der Anteil der Forderungen gegenüber Kreditinstituten auf höchstens 15 Prozent begrenzt ist. Sollte die Pfandbriefbank mehr weitere Deckungswerte in ihr Deckungsregister eintragen, können gegen diese Vermögenswerte keine Pfandbriefe aufgelegt werden. Im Falle von Hypotheken-, Schiffs- und Flugzeugpfandbriefen eignen sich neben Forderungen gegen Zentralbanken und Kreditinstituten darüber hinaus auch Vermögenswerte als weitere Deckung, die sich als ordentliche Deckungsmasse für Öffentliche Pfandbriefe qualifizieren. Bei den Öffentlichen Pfandbriefen ist der Anteil der weiteren Deckungswerte generell auf 15 Prozent des Umlaufvolumens begrenzt.

**Anteil der weiteren Deckungswerte gesetzlich geregelt**

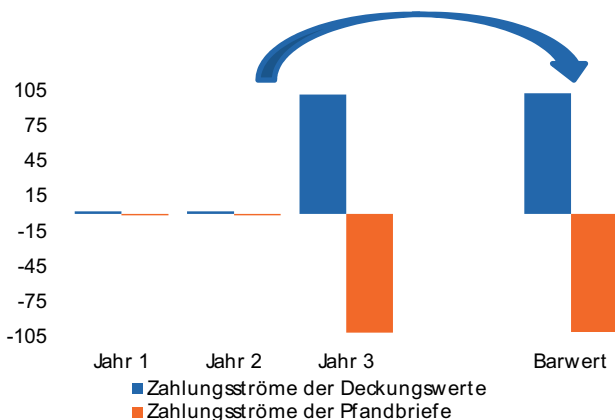
**Anforderungen an die Deckungsrechnung**

**Welche Anforderungen gibt es an die Deckungsrechnung und die Überdeckung?**

Das PfandBG sieht ab Juli 2022 zusätzlich zur barwertigen auch eine nennwertige Überdeckung der Pfandbriefe vor, die soweit relevant auch Verbindlichkeiten aus Derivaten in Deckung berücksichtigen muss. Die Deckungsrechnung auf Grundlage der Barwerte der Pfandbriefe unterliegt besonderen aufsichtsrechtlichen Anforderungen, die in der Pfandbrief-Barwertverordnung geregelt sind. Die Pfandbriefbank hat nach dieser Verordnung sicherzustellen, dass die barwertige Deckung auch in Stressszenarien gegeben ist. Darüber hinaus ist vom Emittenten eine Überdeckung in Höhe von mindestens 2 Prozent auf Grundlage der gestressten Risikobarwerte sicherzustellen. Die barwertige sichernde Überdeckung muss sich aus Deckungswerten zusammensetzen, die sich für die Abdeckung der Mindestliquiditätsquote eignen würden (LCR-fähige Vermögenswerte). Darüber hinaus dürfen die für die barwertige sichernde Überdeckung verwendeten Deckungswerte nicht im Rahmen der nennwertigen Deckungsrechnung berücksichtigt werden. Dadurch wird de facto die nennwertige Übersicherungsquote erhöht. Die nennwertige sichernde Überdeckung für Hypothekenspfandbriefe und Öffentliche Pfandbriefe beträgt 2 Prozent und gilt ab Juli 2022. Für Schiffs- und Flugzeugpfandbriefe hat der Gesetzgeber 5 Prozent vorgesehen.

**Deckung zum Nenn- und Barwert mit einer Mindestüberdeckung in Höhe von 2 Prozent**

**MARGE AUS DEM AKTIVGESCHÄFT KANN IM RAHMEN DER BARWERTRECHNUNG ZU EINER IM VERGLEICH ZUR NENNWERTRECHNUNG HÖHEREN ÜBERDECKUNG FÜHREN**  
EINFACHES ZAHLENBEISPIEL



	Zahlungsströme der Deckungsmasse	Zahlungsströme der Pfandbriefe
Jahr 1	2	-1,25
Jahr 2	2	-1,25
Jahr 3	102	-101,25
	<b>Deckungsmasse</b>	<b>Pfandbriefe</b>
Nennwert	100,0	100,0
Überdeckung (Nennwert)	0,0 Prozent	
Barwert	103,0	-100,7
Überdeckung (Barwert)	2,28 Prozent	

Falls sich Risiken für die Werthaltigkeit der Deckungsmasse ergeben, kann die BaFin eine höhere individuelle Überdeckungsanforderung an die jeweilige Pfandbriefbank stellen. Mit dieser Regelung kann die Aufsichtsbehörde im Bedarfsfall einer drohenden Verschlechterung der Deckungsmasse entgegenwirken. Diese Regelung kann sich für eine Pfandbriefbank ähnlich wie ein Emissionsverbot auswirken. Allerdings glauben wir, dass im Vergleich zu einem Emissionsverbot die Ermächtigung der BaFin zur Festlegung eines bestimmten Überdeckungslevels die Interessen der Pfandbriefgläubiger besser schützt. Das PfandBG stellt außerdem klar, dass die Vermögenswerte, die über die gesetzliche oder die von der BaFin verlangte Überdeckung hinausgehen, im Insolvenzfall der Pfandbriefbank zur Befriedigung der Pfandbriefgläubiger vorrangig zur Verfügung stehen.

### **Überdeckung steht den Pfandbriefgläubigern insgesamt zur Verfügung**

#### **Muss der Emittent ein Deckungsregister führen?**

Ja. Alle zur Deckung der Pfandbriefe einer Bank dienenden Vermögenswerte müssen in ein für die jeweilige Pfandbriefart separat geführtes Deckungsregister eingetragen werden. Dieses ermöglicht die eindeutige Identifikation der jeweiligen Deckungsmasse. Einzelheiten über Form und die notwendigen Inhalte des Deckungsregisters sowie vorzunehmende Eintragungen werden durch eine gesonderte Rechtsverordnung (Deckungsregisterverordnung) genau bestimmt. Nach dem Willen der BaFin soll das Register künftig digitaler werden.

### **Getrenntes Deckungsregister für jeden Pfandbrieftyp**

#### **Gibt es einen unabhängigen Kontrolleur der Deckungsmasse?**

Ja. Bei jeder Pfandbriefbank sind ein Treuhänder und mindestens ein Stellvertreter für den Treuhänder zu bestellen, die die ordnungsgemäße Führung des Deckungsregisters sowie die vorschriftsmäßige Deckung der Pfandbriefe prüfen. Die Bestellung erfolgt durch die BaFin nach Anhörung der Pfandbriefbank. Der Treuhänder wacht unabhängig über die Einhaltung der gesetzlichen und aufsichtsrechtlichen Vorschriften bezüglich der Deckung der Pfandbriefe. Die Pfandbriefbank darf nur mit Genehmigung des Treuhänders neue Pfandbriefe emittieren oder Vermögensgegenstände aus der Deckungsmasse entnehmen. Vor Ausgabe neuer Pfandbriefe hat der Treuhänder zu bescheinigen, dass auch nach der Neuemission ausreichend Deckung zur Erfüllung der gesetzlichen Vorgaben vorhanden ist.

### **Treuhänder prüft fortlaufend die Einhaltung der gesetzlichen Vorgaben**

Damit der Treuhänder seine Aufgaben erfüllen kann, darf er jederzeit Einsicht in die pfandbriefrelevanten Unterlagen der Bank und Auskünfte über deren ausstehende Pfandbriefe und die im Deckungsregister eingetragenen Werte verlangen. Das Pfandbriefgesetz regelt außerdem, dass sowohl der Treuhänder als auch seine Stellvertreter über entsprechende Fachkenntnisse und Erfahrungen verfügen müssen, die zur Erfüllung ihrer Aufgaben notwendig sind. Eine formelle Anforderung an seine Qualifikation, wie zum Beispiel die offizielle Zulassung als Steuerberater oder Wirtschaftsprüfer, wird im Pfandbriefgesetz nicht explizit vorgeschrieben. Das Gesetz spricht lediglich die Vermutung aus, dass die Qualifikation als Wirtschaftsprüfer oder vereidigter Buchprüfer hierfür ausreichend ist.

### **Weitreichende Informationsrechte**

#### **Veröffentlichungspflichten**

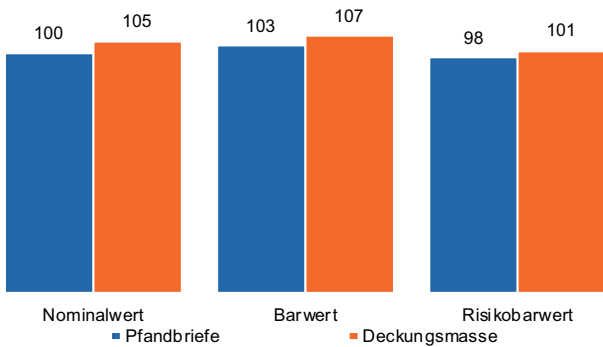
##### **Müssen die Emittenten bestimmte Veröffentlichungspflichten einhalten?**

Ja. Jede Pfandbriefbank ist verpflichtet, in einer öffentlich zugänglichen Form einmal pro Quartal den gesetzlichen Mindestkatalog an Informationen über die umlaufenden Pfandbriefe und die Deckungswerte zu veröffentlichen. Das PfandBG verlangt zum Beispiel, dass die Pfandbriefbank für jede Pfandbriefart den Gesamtbetrag der begebenen Pfandbriefe sowie der entsprechenden Deckungsmassen in Höhe des Nennwerts und Barwerts sowie auch den Risikobarwert aus der Barwertrechnung anzuge-

### **Gesetzlicher Standard bei Pflichtangaben**

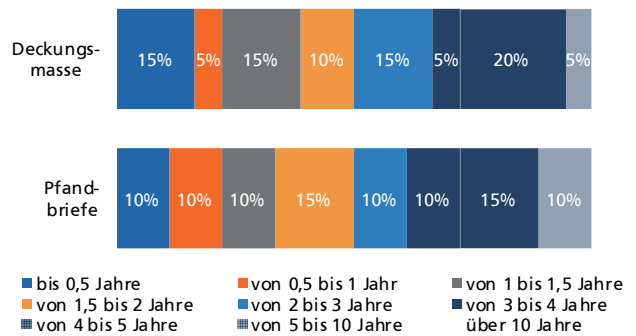
ben hat. Beim Risikobarwert ist nur das Ergebnis aus dem Stressszenario anzugeben, das zur geringsten Überdeckung führt. Darüber hinaus sind die Laufzeitstruktur (nach Zinsbindung) der Pfandbriefe sowie der Deckungsmassen nach vorgegebenen Laufzeitbändern aufgegliedert aufzuführen. Die Deckungswerte und Pfandbriefe mit einer Zinsbindungsfrist von bis zu 24 Monaten werden in vier Abschnitten von je sechs Monaten ausgewiesen. Danach folgen drei weitere Laufzeitenbänder von je einem Jahr bis zur Zinsbindung von höchstens fünf Jahren. Die letzten zwei Laufzeitenbänder sind fünf bis zehn Jahre und mehr als zehn Jahre. Ab Juli 2022 müssen auch die Auswirkungen einer möglichen Laufzeitverlängerung durch den Sachwalter bei der Darstellung des Fälligkeitsprofils der Pfandbriefe berücksichtigt werden. Um den Investoren außerdem ein Gefühl für eventuell bestehende Zins- oder Währungsinkongruenzen im Rahmen des Pfandbriefgeschäftes der Bank zu geben, enthalten die Pflichtveröffentlichungen die Verteilung der Deckungsmasse und der umlaufenden Pfandbriefe nach fester und variabler Verzinsung. Außerdem muss der Nettobarwert offener Währungspositionen zwischen Pfandbriefen und Deckungswerten veröffentlicht (je Fremdwährung) und der aktuelle Wert (Nettobarwert) der Derivate in den Deckungsmassen ausgewiesen werden.

**VOLUMENSANGABEN ZUR DECKUNGSMASSE UND UMLAUFENDEN PFANDBRIEFEN**  
WILLKÜRLICHES ZAHLENBEISPIEL, ANGABEN IN EURO



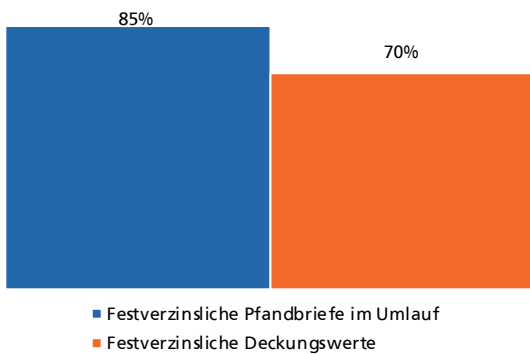
Quelle: DZ BANK Research

**VERTEILUNG DER DECKUNGSMASSE UND DER UMLAUFENDEN PFANDBRIEFE NACH ZINSBINDUNG**  
WILLKÜRLICHES ZAHLENBEISPIEL



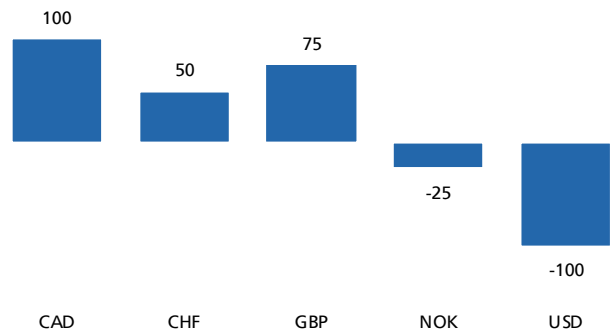
Quelle: DZ BANK Research

**ANGABEN ZUR VERZINSUNG DER DECKUNGSMASSE UND DER UMLAUFENDEN PFANDBRIEFE**  
WILLKÜRLICHES ZAHLENBEISPIEL



Quelle: DZ BANK Research

**ANGABEN ZU WÄHRUNGSINKONGRUENZENZEN ZWISCHEN DEN PFANDBRIEFEN UND DER DECKUNGSMASSE**  
WILLKÜRLICHES ZAHLENBEISPIEL, NETTOBARWERT IN EURO



Quelle: DZ BANK Research

Für jede Pfandbriefart muss der Gesamtbetrag der leistungsgestörten Forderungen (mehr als 90 Tage im Rückstand) separat angegeben werden. In dieser Rechnung

**Informationen zu leistungsgestörten Forderungen und geografische Verteilung**

werden ausschließlich Kredite berücksichtigt, bei denen die rückständigen Leistungen mindestens 5 Prozent der Gesamtforderung des betroffenen Kredits ausmachen. Außerdem ist auch die geografische Verteilung der Deckungsmasse nach Ländern anzugeben. Dabei müssen Angaben nach ordentlichen und weiteren Deckungswerten getrennt gemacht werden.

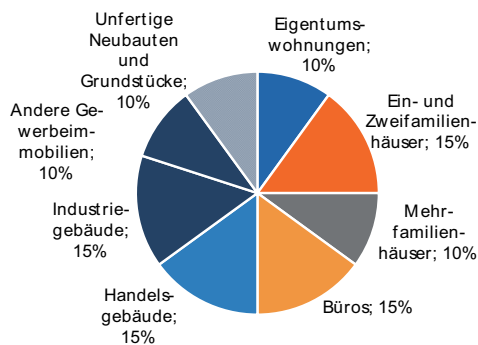
Ab Juli 2022 muss die Pfandbriefbank ihre Berichte um eine Liste der ausstehenden Pfandbriefe mit internationalen Identifikationsnummern wie zum Beispiel der ISIN ergänzen. Ferner muss auch die Höhe der Liquiditätsreserve in der Deckungsmasse angegeben werden, die sich aus der 180-Tage-Liquiditätsrechnung ergibt.

### ISIN Liste und die Höhe der Liquiditätsreserve

Die Verteilung der Immobilienkredite in der Deckungsmasse für Hypothekendarlehen muss nach Objekttyp und nach Volumen der Darlehensforderungen in vorgegebenen Volumenklassen erfolgen (siehe nachstehende Grafiken). Für die Kredite in der Deckungsmasse muss auch der volumengewichtete Durchschnitt der seit der Kreditvergabe verstrichenen Laufzeit der Darlehen angegeben werden (Kreditalter oder Seasoning). Diese Zahl wird nicht aufgeteilt nach Eigenheim- und Gewerbeimmobilienfinanzierungen, sondern für alle Immobilienfinanzierungen insgesamt ausgewiesen. Sie ist vor allem bei Eigenheimfinanzierungen eine interessante Kenngröße. Die Pfandbriefbanken sind außerdem verpflichtet, für die Deckungsmasse ihrer Hypothekendarlehen den durchschnittlichen Beleihungsauslauf regelmäßig zu berichten. Aufgrund der Berechnungsvorschriften zum Beleihungsauslauf wird dieser nie über der gesetzlich festgelegten Höchstgrenze von 60 Prozent liegen. Damit weicht das PfandBG von internationalen Standards bezüglich der LTV-Darstellung ab. Die Kennzahl bleibt dennoch eine interessante Information für Investoren.

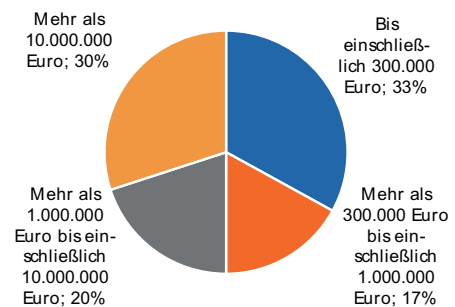
### Spezielle Angaben zu Hypothekendarlehen

**FÜR HYPOTHEKENPFANDBRIEFE: VERTEILUNG DER IMMOBILIENKREDITE DER DECKUNGSMASSE NACH OBJEKTYP**  
WILLKÜRLICHES ZAHLENBEISPIEL



Quelle: DZ BANK Research

**FÜR HYPOTHEKENPFANDBRIEFE: VERTEILUNG DER DARLEHEN NACH GRÖßENKLASSEN**  
WILLKÜRLICHES ZAHLENBEISPIEL

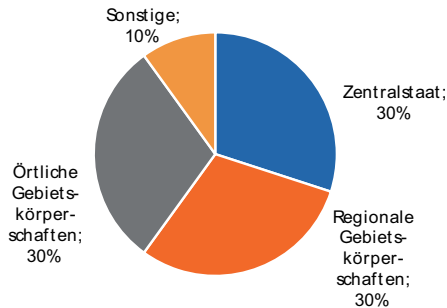


Quelle: DZ BANK Research

Für Öffentliche Pfandbriefe muss die Verteilung der Kommunal- und Staatskredite in der Deckungsmasse nach Kreditnehmertyp entsprechend der Gliederungsebene der Gebietskörperschaft erfolgen. Außerdem muss offengelegt werden, wie hoch der Anteil von Exportfinanzierungen mit öffentlicher Garantie in der Deckungsmasse ist. Es wird zwar nicht explizit zugeordnet, welche staatliche Ebene die Exportfinanzierungen garantiert. Allerdings ist davon auszugehen, dass in der Regel bei öffentlich garantierten Exportfinanzierungen die Zentralregierung für die Erfüllung der Darlehensforderungen haftet. Die Forderungen müssen auch nach Größengruppen aufgegliedert werden, allerdings gilt dabei im Vergleich zu den Hypothekendarlehen eine andere Einteilung dieser Gruppen.

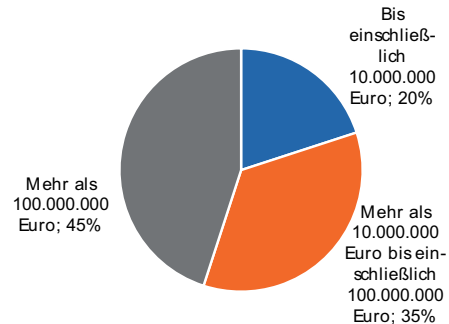
### Anteil von öffentlich garantierten Exportfinanzierungen muss offengelegt werden

**FÜR ÖFFENTLICHE PFANDBRIEFE: VERTEILUNG DER STAATSKREDITE DER DECKUNGSMASSE NACH KREDITNEHMERTYP**  
WILLKÜRLICHES ZAHLENBEISPIEL



Quelle: DZ BANK Research

**FÜR ÖFFENTLICHE PFANDBRIEFE: VERTEILUNG DER DARLEHEN NACH GRÖßENKLASSEN**  
WILLKÜRLICHES ZAHLENBEISPIEL



Quelle: DZ BANK Research

Die gesetzlichen Anforderungen im Rahmen der Transparenzvorschriften für Flugzeug- und Schiffspfandbriefe sind trotz ihres höheren Risikogehalts im Vergleich zu denen für Hypothekspfandbriefe weniger detailliert. Im Falle der Schiffspfandbriefe müssen die Emittenten lediglich offenlegen, ob es sich um See- oder Binnenschiffe handelt, die als Sicherheit für die Hypothek dienen. Im Falle der Flugzeugpfandbriefe fehlt selbst eine vergleichbar grobe Unterteilung der Deckungsmasse nach Flugzeugtyp. Die Pfandbriefbank muss lediglich angeben, wie hoch der Bestand an Flugzeughypotheken in der Deckungsmasse im Vergleich zu den weiteren Deckungswerten ist. Für Flugzeug- und Schiffspfandbriefe sind ebenfalls die Forderungen in vorgegebene Größenklassen aufzugliedern, wobei im Vergleich zu den Hypothekspfandbriefen und den Öffentlichen Pfandbriefen andere Größenkategorien gelten. Die Pfandbriefbanken, die Flugzeug- und Schiffspfandbriefe auflegen, stellen in Investorenpräsentationen häufig detaillierte Angaben zur Deckungsmasse dar und gehen damit über die gesetzlichen Vorgaben hinaus.

**Wenig Details bei Flugzeug- und Schiffspfandbriefen**

Der vdp stellt über seine Internetseite seit Jahren die Pflichtangaben seiner Mitgliedsinstitute zu deren Pfandbriefprogrammen in einer standardisierten Form zur Verfügung. Für mehr als die Hälfte der vdp-Mitgliedsbanken gibt es auf der Internetseite des Pfandbriefverbands inzwischen auch Berichte, die dem international harmonisierten Berichtstandard (Harmonised Transparency Template, kurz HTT) entsprechen. Die Berichterstattung im HTT-Format ist Voraussetzung, um das vom European Covered Bond Council (ECBC) initiierte Covered Bond Label zu erlangen. Auch wenn beileibe nicht alle Pfandbriefbanken dieses Covered Bond Label tragen, so ergänzt die Mehrheit der vdp-Pfandbriefbanken ihre gesetzlichen Pflichtangaben freiwillig mit quartalsweisen Berichten im HTT-Format.

**Informationen zentral über Internetseiten der Bankverbände verfügbar**

---

**FREIWILLIGE ERGÄNZUNG DER GESETZLICHEN PFLICHTANGABEN****Berichtspflichten nach PfandBG**

- Stellt Mindestanforderungen der CBR sicher

**Freiwillige Berichte im HTT-Format**

- Viele deutsche Pfandbriefemittenten ergänzen ihre Pflichtangaben, um internationalen Standards zu genügen

---

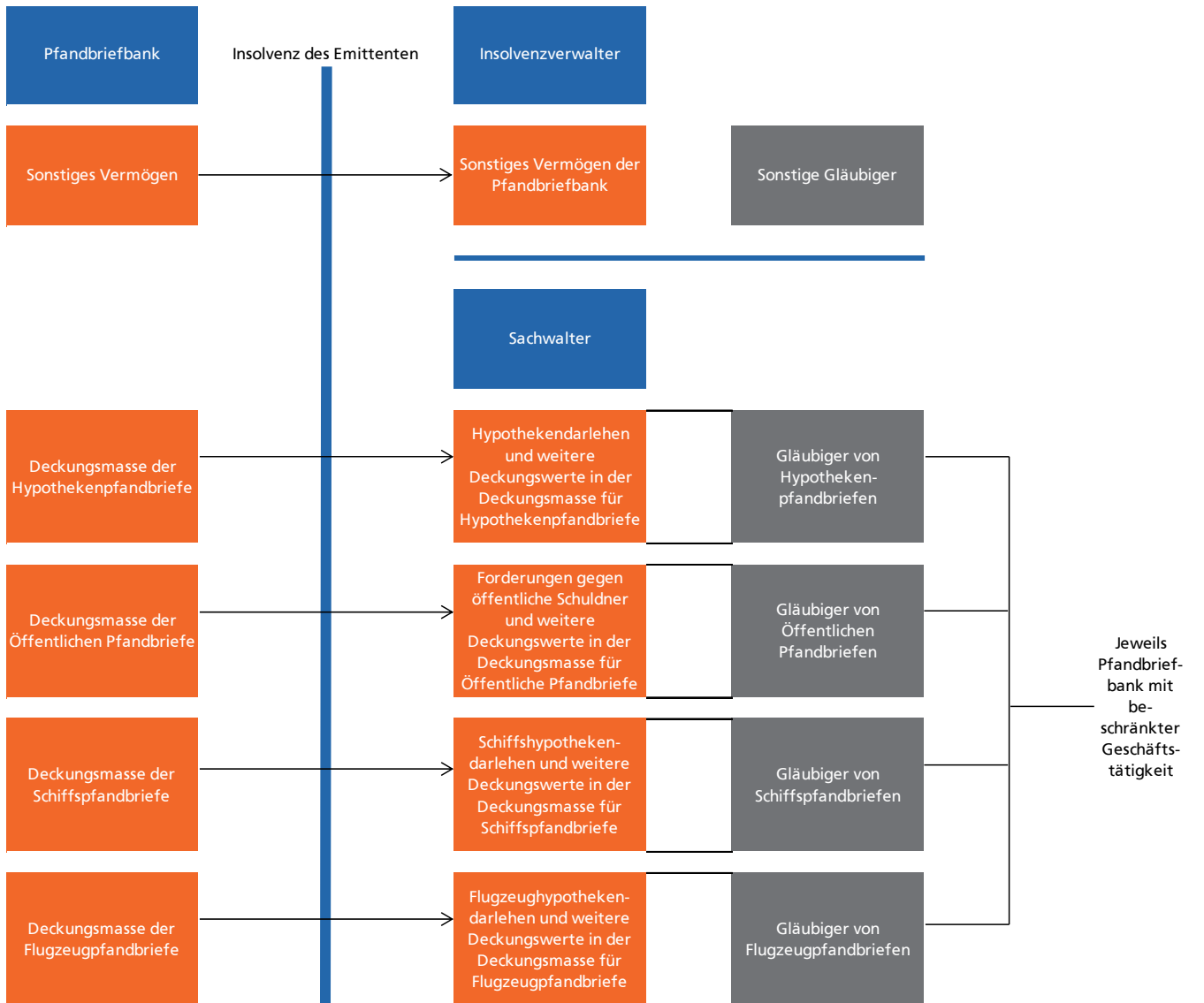
Quelle: DZ BANK Research

**Regelungen für den Insolvenzfall des Emittenten und bestehende Risiken****Was passiert bei der Insolvenz des Emittenten?**

Die Deckungsmassen einer Pfandbriefbank werden nach Insolvenz des Emittenten zu Pfandbriefbanken mit beschränkter Geschäftstätigkeit. Der ursprüngliche Emittent bleibt trotz seiner Insolvenz Rechtsträger der Deckungsmasse. Diese wird nach Insolvenz der Pfandbriefbank nicht mehr durch dessen Vorstand, sondern durch einen Sachwalter vertreten. Das zuständige Gericht ernennt auf Antrag der BaFin bis zu zwei natürliche Personen als Sachwalter. Dieser kann auch bereits vor Insolvenz der Pfandbriefbank durch das zuständige Gericht bestellt werden, wenn die BaFin dies für nötig erachtet. Der Sachwalter führt das Pfandbriefgeschäft der Pfandbriefbank unabhängig von der Insolvenzmasse der Bank als insolvenzfreies Vermögen fort. Die Pfandbriefe werden mit Eröffnung des Insolvenzverfahrens gegen die Pfandbriefbank nicht automatisch fällig gestellt.

**Sachwalter führt das Pfandbriefgeschäft des insolvenzfreien Vermögens fort**

**INSOLVENZVORRECHT DER PFANDBRIEFLÄUBIGER**



Quelle: vdp, Darstellung DZ BANK Research

Die Anzahl der Pfandbriefbanken mit beschränkter Geschäftstätigkeit richtet sich nach der Anzahl der Deckungsmassen des Emittenten. Wenn eine Pfandbriefbank zum Beispiel ein Deckungsregister für Öffentliche Pfandbriefe und eines für Hypothekendarlehenpfandbriefe führt, so entsteht für jede Deckungsmasse eine „Pfandbriefbank mit beschränkter Geschäftstätigkeit“ nach Insolvenz des Emittenten, im Beispiel also insgesamt zwei. Der Sachwalter kann einen Beirat mit bis zu fünf Mitgliedern berufen. Dieses Gremium aus Sachverständigen soll dem Sachwalter zur Verfügung stehen, um ihn bei den unter Umständen komplizierten Fragen bei der Verwaltung der Deckungsmasse zu beraten. Mit diesem Gremium kann vermieden werden, dass der Sachwalter bei dringenden Einzelfragen aufwendig externen Rat einholen muss. Das PfandBG stellt klar, dass der Sachwalter und der Insolvenzverwalter der Pfandbriefbank gleichgeordnete Partner sind. Der Insolvenzverwalter der Pfandbriefbank kann Handlungen des Sachwalters, die dieser im Rahmen seiner Tätigkeit pflichtgemäß ausübt, nicht anfechten. Die Gesetzesbegründung führt hierzu aus, dass dies auch dann gilt, wenn sich der Ausgleichsanspruch der insolventen Pfandbriefbank im Ergebnis mindern sollte.

**Sachwalter kann Beirat ins Leben rufen**

Der Sachwalter erledigt die Rechtsgeschäfte, die für die Abwicklung der Deckungsmasse notwendig sind. Eine mehr technische Frage betrifft die operationellen Risiken nach Insolvenz der Pfandbriefbank. Welche Ressourcen kann der Sachwalter zur Erfüllung seiner Tätigkeit nutzen? Das PfandBG stellt hierzu klar, dass der Sachwalter berechtigt ist, zur Erfüllung seiner Aufgaben auf die Mitarbeiter und die betriebliche Infrastruktur der Pfandbriefbank zurückzugreifen. Die dabei tatsächlich anfallenden Kosten gehen zulasten der Deckungsmassen der Pfandbriefe. Die Regelungen zum Sachwalter im Pfandbriefgesetz zielen auf die operationellen Risiken ab und versuchen, die Verwaltung der Deckungsmassen nach Insolvenz der Pfandbriefbank möglichst effizient zu gestalten. So wird es der BaFin bei drohender Insolvenz einer Pfandbriefbank erlaubt, einen Sonderbeauftragten zu bestellen, der später, falls nötig, die Rolle des Sachwalters übernehmen kann. Der Sonderbeauftragte hat ausschließlich Informationsrechte, die ihn auf die mögliche Verwaltung der Pfandbriefbank mit beschränkter Geschäftstätigkeit vorbereiten sollen. Dadurch bekommen die handelnden Personen die notwendige Zeit, um sich ohne öffentliches Aufsehen in die komplexe Verwaltung der Deckungsmasse einzuarbeiten.

## Operationelle Risiken

Stellt der Sachwalter jedoch fest, dass eine Übertragung der Deckungsmasse zusammen mit den ausstehenden Pfandbriefen an eine solvente Pfandbriefbank nicht möglich ist (vermutlich die im Vergleich zur Abwicklung der Deckungsmasse elegantere Lösung) und die Werthaltigkeit der Deckungswerte insgesamt nicht mehr zur vollständigen Befriedigung aller Pfandbriefgläubiger ausreicht, wird über die Deckungsmasse ein gesondertes Insolvenzverfahren eröffnet. In diesem Fall würden die Pfandbriefe fällig gestellt und die Deckungsmasse liquidiert. Die Erlöse hieraus würden an die Pfandbriefgläubiger zu gleichen Teilen ausgekehrt. Das PfandBG schafft außerdem die Möglichkeit, dass eine illiquide oder überschuldete Pfandbriefbank mit beschränkter Geschäftstätigkeit durch den Sachwalter im Rahmen einer Eigenverwaltung weitergeführt werden kann. In diesem Fall kann die BaFin alternativ zur Insolvenzeröffnung über das Vermögen der Deckungsmasse auch deren Eigenverwaltung anordnen, wenn dies im Interesse der Gläubiger ist. Sollte sich der Gläubigerausschuss einstimmig dagegen aussprechen, würde das zuständige Gericht über die angeordnete Eigenverwaltung entscheiden. Die Abwicklung des Vermögens der Deckungsmasse im Rahmen der Eigenverwaltung ist eventuell langwieriger als ein normales Insolvenzverfahren, dafür sind möglicherweise höhere Verwertungsquoten zu erzielen. Die durch diese weitere Option geschaffene Flexibilität bei einer eventuell notwendigen Abwicklung einer Deckungsmasse dürfte hilfreich sein, wenn es darum geht, einen Notverkauf aufgrund einer Zwangsliquidierung der Vermögenswerte zu vermeiden.

## Eigenverwaltung der Deckungsmasse ist ein langwieriges Verfahren

### Können Covered Bonds von einem Bail-In betroffen sein?

Nein, Pfandbriefgläubiger nehmen grundsätzlich nicht an einem eventuellen Restrukturierungsverfahren des Emittenten teil. Theoretisch denkbar wäre allerdings, dass eine aufgrund nicht ausreichender Deckungswerte verbliebene (unbesicherte) Restforderung der Pfandbriefgläubiger von einem Bail-in betroffen sein könnte. Dies würde aber voraussetzen, dass die Pfandbriefbank die gesetzliche Überdeckung nicht eingehalten hätte (von der normalen Deckung ganz zu schweigen). Das Risiko eines Bail-ins bei Pfandbriefen ist aufgrund der gesetzlichen Vorgaben daher unserer Meinung nach äußerst gering.

### Welche Rolle kommt der Aufsichtsbehörde zu?

Die Zuständigkeit für die gerichtlichen Entscheidungen zur Ernennung und Bestellung des Sachwalters richtet sich nach der Insolvenzordnung. Bei der Einsetzung eines Sachwalters – falls nötig auch bereits vor Insolvenz der Pfandbriefbank – hat die

## Klare Zuständigkeiten



BaFin ein Vorschlagsrecht. Die Bestellung des Sachwalters erfolgt jedoch immer durch das zuständige Gericht, unabhängig davon, ob die Pfandbriefbank bereits insolvent ist oder nicht.

### **Was passiert nach der Abtrennung der Deckungsmasse?**

Der Sachwalter darf die gesamte Deckungsmasse oder Teile davon zusammen mit den dagegenstehenden Pfandbriefen an eine andere solvente Pfandbriefbank übertragen. Die solvente Pfandbriefbank würde die Verbindlichkeiten aus den Pfandbriefen der ursprünglichen Pfandbriefbank und die Verwaltung der Deckungsmasse übernehmen. Sollte sich keine solvente Pfandbriefbank finden, die die Deckungsmassen zusammen mit den Pfandbriefen übernimmt, so werden die Deckungsmassen vom Sachwalter geordnet abgewickelt. Erst wenn alle Ansprüche der Pfandbriefgläubiger vollständig befriedigt sind, können eventuell verbleibende Deckungswerte an die Insolvenzmasse der Pfandbriefbank übertragen und zugunsten der anderen Bankgläubiger verwendet werden. Der Sachwalter darf außerdem Brückenkredite aufnehmen oder Deckungswerte veräußern, um den Zahlungsverpflichtungen aus den Pfandbriefen nachkommen zu können.

Es gibt im Rahmen einer Insolvenz vielfältige Szenarien, durch die die Werthaltigkeit der Deckungsmasse bedroht werden könnte. In diesem Zusammenhang könnten beispielsweise die folgenden rechtlichen Fragen entstehen, die im PfandBG jedoch berücksichtigt werden:

- » Das PfandBG stellt sicher, dass die Pfandbriefgläubiger vorrangigen Anspruch auf die gesamte Deckungsmasse (inklusive der gesamten Überdeckung) haben. Der Insolvenzverwalter der Pfandbriefbank kann allerdings versuchen, Teile der Überdeckung zurückzufordern. Dazu muss er dem zuständigen Gericht jedoch darlegen, dass diese Vermögenswerte offensichtlich nicht notwendig sein werden, um die Forderungen der Pfandbriefgläubiger abzusichern. Dies wird schwer nachzuweisen sein. Mit der Möglichkeit der BaFin einer Pfandbriefbank ein individuelles Überdeckungsniveau zu oktroyieren, gibt es einen Anhaltspunkt, den das Insolvenzgericht bei seiner diesbezüglichen Entscheidung berücksichtigen könnte. Die Hürden für eine eventuelle Rückübertragung von Teilen der Deckungsmasse an die Insolvenzmasse der Pfandbriefbank sind insgesamt recht hoch. Sie sollten verhindern, dass eventuell vorhandene freie Überdeckung ohne weiteres an die Insolvenzmasse der Pfandbriefbank ausgekehrt wird.
- » Kunden der Pfandbriefbank, die sowohl Einlagen bei der Bank als auch einen Kredit bei ihr aufgenommen haben, könnten nach Insolvenz des Emittenten versuchen, gegenläufige Forderungen miteinander aufzurechnen. Diesem Aufrechnungsrisiko für die Pfandbriefgläubiger schiebt das PfandBG einen Riegel vor, falls die Forderungen der Pfandbriefbank in der Deckungsmasse gegen zum Beispiel (fällige) Einlagen in der insolventen Bank saldiert werden sollen. Fällige Forderungen und Verbindlichkeiten gegen die Deckungsmasse können jedoch aufgerechnet werden, wobei sich das Volumen der Deckungsmasse und das Volumen der umlaufenden Pfandbriefe in gleichem Umfang reduziert.
- » Es dürfte bei den Pfandbriefbanken nicht die Regel sein, dass alle Zahlungsströme, die die Deckungsmasse betreffen, bereits vor Insolvenz des Emittenten in einem eigenen Rechnungskreis erfasst und auf einem separaten Verrechnungskonto verbucht werden. Insofern weisen die Ratingagenturen darauf hin, dass für die Deckungsmassen das Risiko besteht, dass nach Insolvenz der Pfandbriefbank der Sachwalter der Deckungsmasse nicht unmittelbar Zugriff auf

### **Übertragung der Deckungsmasse zusammen mit Pfandbriefen an dritte Pfandbriefbanken**

### **Weitere Fragen im Zusammenhang mit der Insolvenz der Pfandbriefbank**

#### **Rücktransfer von Deckungswerten**

#### **Aufrechnungsrisiken**

#### **Vermischung der Zahlungsströme**

alle Zahlungseingänge zugunsten des Vermögens der Deckungsmasse haben könnte. Im schlimmsten Fall könnten sich die Zahlungseingänge untrennbar mit der Insolvenzmasse verbinden und drohen auf diese Weise für die Deckungsmasse gänzlich verloren zu gehen. Dieses Risiko wird aus unserer Sicht dadurch gemindert, dass der Sachwalter bereits vor Insolvenz der Pfandbriefbank bestellt werden kann. Er hätte dann Gelegenheit, entsprechende Vorkehrungen wie beispielsweise die Umleitung der Zahlungsströme rechtzeitig in die Wege zu leiten. Das PfandBG stellt außerdem klar, dass Zahlungseingänge, die Forderungen in der Deckungsmasse ersetzen, der Deckungsmasse zugeordnet sind. Dies setzt allerdings voraus, dass die Zahlungseingänge auf Konten gebucht werden, die im Deckungsregister der Pfandbriefe aufgeführt sind. Diese Formulierung kann so verstanden werden, dass dadurch den Pfandbriefbanken eine Möglichkeit an die Hand gegeben werden soll, um das Verlustrisiko für die Pfandbriefgläubiger zu begrenzen. Dieses Risiko kann entstehen, wenn Zahlungseingänge mit dem restlichen Vermögen der Pfandbriefbank, insbesondere im Insolvenzfall der Bank, untrennbar vermischt werden und dadurch in der Insolvenzmasse schlimmstenfalls untergehen.

Auch wenn die hier beispielhaft beschriebenen rechtlichen Restrisiken für Pfandbriefgläubiger im Insolvenzfall des Emittenten nicht mit letzter Sicherheit völlig ausgeschlossen werden können, so gibt es doch Regelungen im Pfandbriefgesetz, die diese Risiken begrenzen beziehungsweise dazu beitragen, dass sie bestenfalls vermieden werden können. Dies sind aus unserer Sicht Qualitätsmerkmale der rechtlichen Grundlagen für Pfandbriefe.

#### **Bleibt die Reihenfolge der Rückzahlung der Covered Bonds nach Emittenteninsolvenz bestehen?**

Die Pfandbriefe werden nach Insolvenz des Emittenten nicht automatisch fällig gestellt. Sie werden in der ursprünglichen Reihenfolge gemäß der erwarteten Fälligkeit getilgt. Die ursprüngliche Tilgungsreihenfolge muss auch dann beibehalten werden, wenn die Laufzeit eines Pfandbriefs verlängert wurde (Überholverbot bei der Ausübung eines Soft Bullets, siehe nächste Frage).

#### **Wie wird die Liquidität der Deckungsmasse nach Insolvenz des Emittenten sichergestellt?**

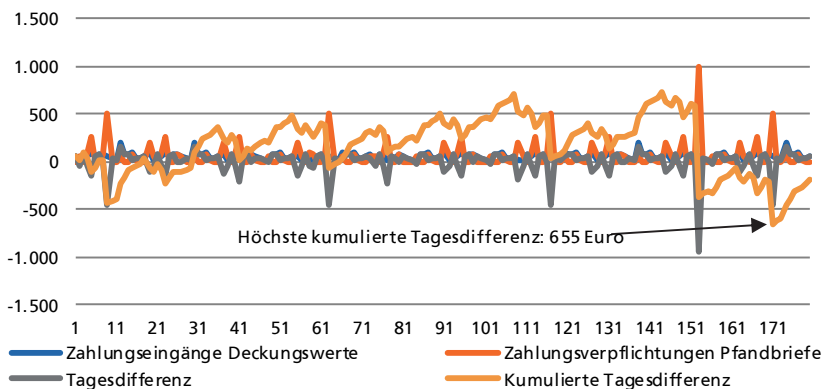
Zur Sicherung der Zahlungsfähigkeit und Liquidität der Deckungsmasse unmittelbar nach einer Insolvenz der Pfandbriefbank verlangt das PfandBG, dass für die nächsten 180 Tage fortlaufend ein taggenauer Abgleich fälliger Forderungen aus eingetragenen Deckungswerten und fälligen Pfandbriefen vorzunehmen ist. Für jeden Tag ist die Summe aus den bis zu diesem Tag anfallenden Tagesdifferenzen zu bilden. Der größte sich aus dieser Rechnung ergebende kumulierte Liquiditätsbedarf muss mit liquiden Deckungswerten wie zum Beispiel Bareinlagen oder Staatsanleihen abgedeckt werden. In der nachstehenden grafischen Darstellung finden Sie ein Beispiel, das die Liquiditätsdeckungsanforderung des PfandBG verdeutlicht. Die größte kumulierte Tagesdifferenz (die mit dem Pfeil markierte Linie) ergibt sich in diesem Beispiel gegen Ende der 180-Tage-Periode und beträgt 655 Euro. Dieser Betrag müsste innerhalb der Deckungsmasse in Form von liquiden Vermögenswerten zur Verfügung stehen.

#### **Regelungen gegen rechtliche Restrisiken**

#### **Überholverbot bei Tilgungen**

#### **Zahlungen auf Pfandbriefe für die nächsten 180 Tage müssen sichergestellt werden**

**BEISPIELRECHNUNG FÜR 180-TAGE-LIQUIDITÄTSANFORDERUNG**  
VERTIKALE ACHSE: EURO, HORIZONTALE ACHSE: ZEIT IN TAGEN



Quelle: DZ BANK Research

Die Regelung zur Absicherung der Liquidität der ersten 180 Tage verschafft dem Sachwalter etwas zeitlichen Spielraum direkt nach Insolvenzeröffnung der Pfandbriefbank. Eine vollständige Kongruenz zwischen den Zahlungsströmen der Deckungsmasse und den umlaufenden Pfandbriefen verlangt das Pfandbriefgesetz nicht. Bei der Abwicklung der Deckungsmassen können deshalb im späteren Verlauf Liquiditätsrisiken auftreten, wenn die Laufzeit der Deckungswerte länger ist als die Laufzeit der umlaufenden Pfandbriefe. Die durch Liquiditätslücken entstehenden Refinanzierungsrisiken sind im Mittelpunkt des Interesses der Ratingagenturen, die sie als eine wesentliche Risikoquelle im Rahmen ihrer Bonitätsanalyse ansehen. Um die Liquiditätsposition der Deckungsmasse zu stärken, darf der Sachwalter deshalb seit 1. Juli 2021 die Laufzeit der ausstehenden Pfandbriefe um bis zu zwölf Monate verlängern. Bei dieser Regelung sind aus unserer Sicht die folgenden Punkte besonders wichtig:

**Liquiditätslücken im Mittelpunkt des Interesses**

- » Eine solvente Pfandbriefbank kann die Laufzeit ihrer Pfandbriefe nicht einseitig verlängern. Die neue „Soft-Bullet-Regelung“ im PfandBG ist deshalb keine Wahlmöglichkeit für den Emittenten. Nur der gerichtlich bestellte Sachwalter ist in klar definierten Situationen (nach Zahlungsausfall des Emittenten) befugt, die Rückzahlung von Pfandbriefen in die Zukunft zu verschieben.
- » Der Sachwalter darf von seinem Recht nicht willkürlich Gebrauch machen. Er darf zwar die Rückzahlung inklusive Zinszahlungen eines Pfandbriefs ohne Begründung um bis zu vier Wochen nach Insolvenz des Emittenten verlängern, wenn zum Beispiel die Lage kurz nach seiner Einsetzung noch unübersichtlich ist. Wenn er die Fälligkeit jedoch um mehrere Monate hinausschieben möchte, darf er dies nur, wenn er nicht über ausreichend Liquidität für eine anstehende Pfandbrieftilgung verfügt, die Deckungsmasse nicht überschuldet ist und er davon überzeugt ist, dass die Rückzahlung nach der Verlängerung erfolgen wird. Die längerfristige Verschiebung gilt nicht für anfallende Zinszahlungen, die während des Verlängerungszeitraums weiter geleistet werden müssen.
- » Sollte die Laufzeit eines Pfandbriefs tatsächlich einmal verlängert werden müssen, so gilt ein gesetzliches Überholverbot für die Rückzahlung nachfolgender Pfandbriefe. Das heißt, andere Pfandbriefe, die nach dem ursprünglichen Fälligkeitsdatum des verlängerten Pfandbriefs fällig werden, dürfen erst zurückgezahlt werden, wenn der verlängerte Pfandbrief getilgt wurde.

- » Die Pfandbriefe werden auch während der Laufzeitverlängerung verzinst. Wenn in den Anleihebedingungen nichts zur Verzinsung während der Verlängerungsphase gesagt wird – und das dürfte bei allen Altanleihen der Fall sein – dann gelten die bisherigen Regelungen zu den Kuponzahlungen fort. Seit Juli 2021 können die Emittenten jedoch abweichende Regelungen für eine eventuelle Verlängerungsphase in den Anleihebedingungen treffen.

Die Covered Bond Richtlinie verlangt, dass die Liquidität der Deckungsmasse für 180 Tage abgesichert wird. Eine entsprechende Liquiditätsreserve ist im PfandBG schon seit Jahren vorgesehen. In vielen Ländern dürfen Laufzeitverlängerungen bei der Berechnung des Liquiditätsbedarfs berücksichtigt werden. Das heißt, für die Rückzahlung dieser Covered Bonds braucht keine Liquiditätsreserve innerhalb der Deckungsmasse gebildet zu werden, weil die Absicherung über den Soft Bullet erfolgt. Diese Ansicht ist unserer Meinung nach nachvollziehbar. Im deutschen PfandBG wurde von dieser Möglichkeit jedoch kein Gebrauch gemacht, sodass die Liquiditätsabsicherung für das rollende Zeitfenster von 180 Tagen über eine Liquiditätsreserve innerhalb der Deckungsmasse zusätzlich zum Soft Bullet erfolgt. Im übertragenen Sinn müssen also Hosenträger und Gürtel getragen werden.

### **Aufsichtsrechtliche Behandlung im Europäischen Wirtschaftsraum**

#### **Erfüllen deutsche Pfandbriefe die Anforderungen für eine privilegierte Eigenkapitalunterlegung?**

Der Artikel 129 der Europäischen Eigenmittelverordnung (CRR) regelt, unter welchen Umständen Investoren aus der Bankenbranche für Covered Bonds ein privilegiertes Risikogewicht bei der Ermittlung ihrer aufsichtsrechtlichen Eigenkapitalanforderung berücksichtigen können (Kreditrisikostandardansatz). Im ersten Absatz dieses Artikels werden jene Vermögenswerte abschließend aufgezählt, die in der Deckungsmasse enthalten sein dürfen, damit eine privilegierte Behandlung der Covered Bonds grundsätzlich möglich ist. Flugzeugfinanzierungen zählen nicht zu den Vermögenswerten, die im Artikel 129 der CRR genannt werden. Außer Flugzeugpfandbriefen erfüllen daher alle anderen Pfandbrieftypen nach PfandBG die CRR-Kriterien, sodass sie sich für eine privilegierte Risikogewichtung qualifizieren.

Damit letztlich für die gedeckten Anleihen ein privilegiertes Risikogewicht verwendet werden darf, müssen die Investoren außerdem nachweisen können, dass sie über mindestens halbjährlich aktualisierte Informationen zur Deckungsmasse verfügen. Die Transparenzanforderungen des Pfandbriefgesetzes dürften laut vdp die Anforderungen der CRR erfüllen.

Die bislang als Grundvoraussetzung für aufsichtsrechtliche Privilegien dienende Definition von Covered Bonds in Artikel 52(4) der Richtlinie für Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW-Richtlinie) wird ab Juli 2022 durch die entsprechende Definition in der CBR ersetzt. Um den strengeren Status als Europäische gedeckte Schuldverschreibung (Premium) zu erhalten, müssen darüber hinaus die Kriterien des Artikels 129 CRR erfüllt werden. Das geänderte PfandBG stellt sicher, dass alle Pfandbrieftypen, außer Flugzeugpfandbriefe, die strengen Premium-Kriterien erfüllen werden, sodass die privilegierte aufsichtsrechtliche Behandlung (zum Beispiel ein geringeres Risikogewicht) grundsätzlich gewährleistet bleibt. Für Anleihen, die bis zum 8. Juli 2022 aufgelegt werden (Stichtag für das in Kraft treten der nationalen Gesetzesänderungen zur Umsetzung der CBR), werden auch über diesen Stichtag hinaus einige der alten Regeln gelten. Nur die Neuemissionen, die nach diesem Stichtag an den Markt gebracht werden, müssen sich vollständig an den neuen Anforderungen messen lassen.

### **Sicher ist sicher: Einfluss des Soft Bullets auf die Liquiditätsreserve**

#### **Definition der Deckungswerte**

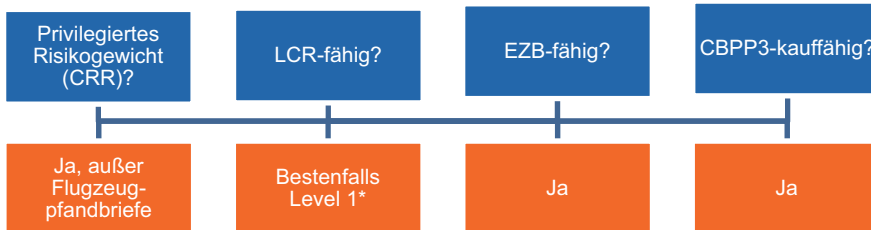
#### **Transparenzanforderungen müssen ebenfalls eingehalten werden**

#### **Status als Europäische gedeckte Schuldverschreibung (Premium)**

## Eignen sich deutsche Pfandbriefe als Sicherheiten für Refinanzierungsgeschäfte mit der EZB?

Pfandbriefe eignen sich als Sicherheit für Refinanzierungsgeschäfte mit der EZB.

### ZUSAMMENFASSUNG DER REGULATORISCHEN BEHANDLUNG DEUTSCHER PFANDBRIEFE



Quelle: DZ BANK Research; \* aber Pfandbriefe, die mit Flugzeug-, Gewerbeimmobilien- oder Schiffsfinanzierungen besichert und schlechter als ‚A3‘ oder ‚A-‘ bewertet sind, sind nicht LCR-fähig, ab dem 8. Juli 2022 werden Flugzeugpfandbriefe wahrscheinlich nicht mehr LCR-fähig sein

## Können deutsche Pfandbriefe als qualitativ hochwertige Vermögenswerte in der LCR-Berechnung berücksichtigt werden?

Unter bestimmten Voraussetzungen können Banken Covered Bonds als qualitativ hochwertige Vermögenswerte (High-Quality Liquid Assets, HQLA) im Zusammenhang mit ihrer kurzfristigen Liquiditätsquote (Liquidity Coverage Ratio, LCR) verwenden. Ob und in welche HQLA-Kategorie (Level 1, Level 2A oder Level 2B) die gedeckten Anleihen eingestuft werden können, hängt neben der Einhaltung der allgemeinen Anforderungen des Artikels 52 Absatz 4 der OGAW-Richtlinie auch von individuellen Merkmalen der Anleihe beziehungsweise des Covered Bond Programms ab (zum Beispiel Rating, Emissionsvolumen, vorhandene Überdeckungsquote und Einhaltung der Transparenzanforderungen gemäß Artikel 129 Absatz 7 CRR). Ab dem 8. Juli 2022 müssen LCR-fähige Covered Bonds den bereits erwähnten Premiumstandard erfüllen.

Die konkrete Einstufung in eine HQLA-Kategorie muss wie bereits angedeutet individuell je Anleihe ermittelt werden. Ein Anhaltspunkt für die HQLA-Kategorie einer gedeckten Anleihe mit Covered Bond Label findet sich im Emittentenverzeichnis auf der Internetseite des Covered Bond Labels. Dort haben Emittenten die Möglichkeit, die aus ihrer Sicht sachgerechte HQLA-Einstufung je Anleihe einzutragen.

Banken können Pfandbriefe für ihre Liquiditätsportfolios im Rahmen der Mindestliquiditätsanforderungen verwenden. Hierbei gibt es eine kuriose Regelung zu beachten. Hypotheken- und Schiffspfandbriefe qualifizieren sich im Grundsatz als erstklassige, hochliquide Aktiva, solange sie mindestens mit einem ‚A3‘ oder ‚A-‘ bewertet sind. Sollte die Bonitätsnote für Schiffspfandbriefe und Hypothekenspfandbriefe, die (teilweise) mit Gewerbeimmobilienfinanzierungen besichert sind, unter diese Rating-Schwelle fallen, ist eine Einstufung in die HQLA-Kategorie 2B nicht möglich. Finanzierungen für Gewerbeimmobilien oder Schiffe werden für die HQLA-Kategorie 2B explizit ausgeschlossen. Zusätzlich ist zu beachten, dass Flugzeugpfandbriefe momentan im Rahmen der aktuellen LCR-Regelungen wie Schiffspfandbriefe behandelt werden, allerdings werden sie ab dem 8. Juli 2022 nicht den Premium-Standard erfüllen, sodass sie sich ab diesem Zeitpunkt voraussichtlich nicht mehr für die LCR-Portfolios eignen werden.

**LCR-Kategorie muss individuell ermittelt werden**

**Eigenschaften der Anleihe haben Einfluss auf die LCR-Fähigkeit**

**LCR-Fähigkeit ist auch abhängig vom Anleihering**

## Zusammenfassung der Rechtsgrundlagen

## DEUTSCHES PFANDBRIEFGESETZ IM VERGLEICH ZU DEN MINDESTANFORDERUNGEN DER CBR UND ARTIKEL 129 CRR

	Deutschland	Europäische Covered Bonds (Premium)
<b>Covered Bond Typ/Bezeichnung</b>	Hypothekendarlehen, Öffentliche Pfandbriefe, Schiffspfandbriefe, Flugzeugpfandbriefe	Hypothekendarlehen, Öffentliche Covered Bonds, Schiffspfandbriefe
<b>Emittent</b>	Banken mit Pfandbrieflizenz	Kreditinstitute im Sinne von Artikel 4 (1) CRR
<b>Transaktionsstruktur</b>	Integriertes Modell	Keine Vorgaben, Pooling-Strukturen möglich
<b>Besondere öffentliche Aufsicht</b>	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)	Ernennung einer/mehreren nationalen Behörde(n)
<b>Unabhängige, regelmäßige Kontrolle der Deckungsmasse</b>	✓ (Treuhänder)	Wahlrecht (wenn ein Monitor ernannt wird, macht die CBR Vorgaben zu dessen Befugnissen und Aufgaben)
<b>Hauptkategorie erlaubter Deckungswerte</b>	Je nach Pfandbrieftyp: Hypothekendarlehen, Forderungen gegen öffentliche Stellen, Schiffsforderungen oder Flugzeugfinanzierungen	Je nach Covered Bond Typ: Hypothekendarlehen, Forderungen gegen öffentliche Stellen oder Schiffsforderungen (definiert in Artikel 129 CRR)
<b>Weitere erlaubte Deckungswerte</b>	Für alle Pfandbriefgattungen: Forderungen gegenüber EZB, Zentralbanken und anderen geeigneten Finanzinstituten (bis zu 15 Prozent), Derivate; Zusätzlich für Hypotheken-, Schiffs- und Flugzeugpfandbriefe: Forderungen gegenüber öffentlichen Stellen (bis zu 20 Prozent unter Anrechnung oben genannter Forderungen)	Geldforderungen, HQLA Deckungswerte (qualitativ hochwertige Vermögenswerte), Kredite an oder garantiert durch öffentliche Unternehmen, Derivate
<b>Geografische Restriktionen für Deckungswerte</b>	Hypothekendarlehen: EWR, Australien, Japan, Kanada, Neuseeland, Schweiz, Singapur, USA, Öffentliche Pfandbriefe: EWR, Schweiz, USA, Kanada, Japan Schiffspfandbriefe/Flugzeugpfandbriefe: weltweit	Artikel 6 und 7 CBR: Grundsätzlich EWR Mitgliedsländer, Deckungswerte außerhalb des EWR sind zulässig, wenn sie den Anforderungen des Artikels 6 CBR entsprechen.
<b>Beleihungsgrenzen (LTV-Limit)</b>	Eigenheimfinanzierungen: 60 Prozent; Gewerbeimmobilienfinanzierungen: 60 Prozent; Schiffsforderungen: 60 Prozent; Flugzeugfinanzierungen: 60 Prozent	Hypothekendarlehen: 80 Prozent; Gewerbliche Immobilienfinanzierungen: 60 Prozent (in Ausnahmefällen: 70 Prozent); Schiffsforderungen: 60 Prozent
<b>Grundlage für die LTV Berechnung</b>	Beleihungswert der Immobilie, des Schiffs beziehungsweise des Flugzeugs	Marktwert der Immobilie oder des Schiffs
<b>Stehen auch Darlehensteile oberhalb der Beleihungsgrenzen den Covered Bond Gläubigern vorrangig zur Verfügung?</b>	✗	Nicht unzulässig (Regelung im jeweiligen nationalen Covered Bond Recht)
<b>Besondere Deckungsvorschriften</b>	Barwert der Derivate: höchstens 12 Prozent; Anteil der Länder außerhalb des EWR, bei denen das Konkursverrecht der Pfandbriefgläubiger nicht sichergestellt ist: höchstens 10 Prozent	Im Grundsatz Nominalwertdeckung, andere Deckungsrechnungen (zum Beispiel zum Barwert) können ergänzend gefordert werden
<b>Gesetzliche Mindestüberdeckung</b>	2 Prozent (gestresster Barwert). Ab Juli 2022 zusätzlich eine nennwertige Überdeckung von 2 Prozent für Öffentliche Pfandbriefe und Hypothekendarlehen sowie von 5 Prozent für Schiffs- und Flugzeugpfandbriefe.	5 Prozent (Nominalwert), im Ausnahmefall 2 Prozent
<b>Stehen den Covered Bond Gläubigern auch Deckungswerte vorrangig zur Verfügung, die über die gesetzliche Mindestüberdeckung hinausgehen?</b>	✓	Nicht unzulässig (Regelung im jeweiligen nationalen Covered Bond Recht)
<b>Umlaufgrenze für Covered Bonds</b>	✗	✗ (keine Vorgaben)
<b>Deckungsrechnung/Kongruenz- und Liquiditätsvorschriften</b>	Barwertige und nominale Deckungsanforderung, Einhaltung eines 180-Tage-Liquiditätspolsters	Nominalwertprinzip (im Grundsatz), andere Deckungsprinzipien ergänzend zulässig, Einhaltung eines 180-Tage-Liquiditätspolsters
<b>Stresstest bei Deckungsrechnung</b>	✓	✗ (nicht von der CBR gefordert, aber zulässig)
<b>Besondere gesetzliche Regelungen zu Rückzahlungsmodalitäten der Covered Bonds</b>	✓ (der Sachwalter darf die Fälligkeit der Pfandbriefe um bis zu 12 Monate verlängern)	✓ (wenn Soft Bullets möglich sind, muss das Covered Bond Recht u.a. einheitliche Rahmenbedingungen für die Auslöser der Laufzeitverlängerung vorgeben)
<b>Unabhängiger Verwalter der Deckungsmasse nach Insolvenz des Emittenten</b>	✓ (Sachwalter kann nach Ermessen der BaFin auch vor Insolvenzeröffnung des Emittenten bestellt werden)	Wahlrecht zur Ernennung eines Sonderverwalters
<b>Auswirkung einer Emittenteninsolvenz auf Covered Bonds</b>	Weiterbedienung gemäß Emissionsbedingung	Weiterbedienung gemäß Emissionsbedingung
<b>Artikel 52 (4) OGAW-Richtlinie erfüllt</b>	✓	✓ (die CBR ersetzt die OGAW-Kriterien)
<b>Erfüllen die Deckungswerte die Kriterien des Artikels 129 (1) CRR?*</b>	✓ (Hypothekendarlehen, Öffentliche Pfandbriefe, Schiffspfandbriefe), ✗ (Flugzeugpfandbriefe)	✓ (Mindestanforderung für Europäische Covered Bonds (Premium))
<b>Covered Bonds grundsätzlich LCR-fähig?*</b>	✓ (Flugzeugpfandbriefe sind voraussichtlich ab 8. Juli 2022 nicht mehr LCR-fähig)	✓
<b>Covered Bonds grundsätzlich EZB-repofähig?</b>	✓	✓
<b>Covered Bonds sind grundsätzlich von einem Bail-in ausgenommen?*</b>	✓	✓

Quelle: European Covered Bond Council (ECBC), DZ BANK Research, EZB = Europäische Zentralbank, EWR = Europäischer Wirtschaftsraum, ✓ = ja, ✗ = nein, \* siehe hierzu auch den Abschnitt „Aufsichtsrechtliche Behandlung im Europäischen Wirtschaftsraum“, \*\* unbesicherte Forderungen der Covered Bond Gläubiger können eventuell von einem Bail-in betroffen sein, CBR = Europäische Covered Bond Richtlinie, CRR = Europäische Eigenkapitalverordnung für Banken

## PFANDBRIEFE UND MÜNDELSICHERHEIT NACH DEUTSCHEM RECHT

Mündelgeld gehört zum Vermögen eines Mündels, welches von dessen Vormund nur besonders sicher (mündelsicher) angelegt werden darf. Die bisherigen Regeln hierfür im Bürgerlichen Gesetzbuch (BGB) gelten nur noch bis Ende 2022, da das Vormundschafts- und Betreuungsrecht in Deutschland neu geordnet wurde. Bislang musste das Mündelgeld in die vom Gesetzgeber als mündelsicher erklärten Anlageformen investiert werden. Nach §1805ff BGB zählten deshalb neben Staatsanleihen unter anderem auch deutsche Pfandbriefe zu diesen mündelsicheren Geldanlagen. Mit der Reform des Vormundschafts- und Betreuungsrechts im Jahr 2021 wurde das Bundesministerium für Justiz und Verbraucherschutz ermächtigt, im Rahmen einer Verordnung die künftigen mündelsicheren Geldanlagen festzulegen. Die Verordnung muss noch ausgearbeitet werden. Auch wenn das letzte Wort in dieser Angelegenheit noch nicht gesprochen wurde, so legen die Formulierungen im Gesetz zur Änderung des Vormundschafts- und Betreuungsrechts jedoch nahe, dass Pfandbriefe auch nach 2022 ihren Status als mündelsichere Geldanlage behalten können.

Quelle: DZ BANK Research

## Unsere Einschätzung

Das PfandBG bietet dem Pfandbriefgläubiger – auch im internationalen Vergleich – ein hohes Schutzniveau. Der Pfandbrief stellt daher gegenwärtig eine der sichersten Geldanlagen dar, der durch die Umsetzung der CBR in deutsches Recht abermals gestärkt wurde. Ratingagenturen heben unisono die verbesserte Liquiditätsabsicherung der Deckungsmasse durch die Einführung einer Laufzeitverlängerung in diesem Zusammenhang positiv hervor. Die Regelungen zur barwertigen und nennwertigen sichernden Überdeckung erhöhen die Sicherheit für die Pfandbriefinvestoren, wenn auch in überschaubarem Umfang. Die Stärkung der Ansprüche der Pfandbriefgläubiger an die Insolvenzmasse, sollte sich die Deckungsmasse als unzureichend erweisen, wird von den Agenturen ebenfalls goutiert.

Die seit Schaffung des Pfandbriefgesetzes im Jahr 2005 immer wieder daran vorgenommenen Änderungen unterstreichen, dass der Gesetzgeber bestrebt ist, auf die sich ändernden Rahmenbedingungen zu reagieren und die rechtlichen Regelungen für die deutschen Pfandbriefe zeitgemäß anzupassen. Dieses Phänomen ist nicht neu. Der Gesetzgeber setzt damit lediglich den eingeschlagenen Kurs seit Einführung des Hypothekendarlehenbankgesetzes fort, auch wenn die Frequenz der Novellierungen des Pfandbriefgesetzes im Vergleich zu den Zeiten des Hypothekendarlehenbankgesetzes zugenommen hat. Gleichzeitig ist es nach unserer Auffassung gut, dass der Gesetzgeber bislang bewährte Regelungen immer wieder auf den Prüfstand stellt und gegebenenfalls an das sich fortlaufend wandelnde aufsichtsrechtliche Umfeld und neue Marktstandards angleicht.

Durch die Umsetzung der CBR im deutschen Pfandbriefrecht wird der Status der Hypothekendarlehenpfandbriefe, Öffentlichen Pfandbriefe und Schiffspfandbriefe als Europäische Covered Bonds (Premium) künftig sichergestellt. Dies belegt nach diesseitiger Meinung, dass aufgrund der regelmäßigen Anpassungen des Pfandbriefrechts ein modernes Rahmenwerk zur Verfügung steht, welches den aktuellen internationalen Standards entspricht beziehungsweise sogar als Vorbild hierfür angesehen werden kann.

**PfandBG bietet sehr hohes Schutzniveau**

**Anpassungsfähigkeit des deutschen Pfandbriefs ist eine Stärke**

**PfandBG mit Vorbildfunktion**

## ÜBERBLICK ZUR GESCHICHTE DES PFANDBRIEFS

### Wichtige Stationen in der Pfandbriefgeschichte

#### 1) DIE ANFÄNGE DES DEUTSCHEN PFANDBRIEFS BIS ZUM BEGINN DES 20. JAHRHUNDERTS

**Der Grundstein:** Preußische Cabinets Ordre vom 29. August 1769, mit der erstmals eine allgemeine rechtliche Grundlage für Pfandbriefe gelegt wurde, auf die sich das heutige Pfandbriefgesetz in Deutschland zurückverfolgen lässt.



**Die Geburtsstunde des Pfandbriefmarktes:** Nach dem Ende des letzten Schlesischen Krieges wurde zur Finanzierung des Wiederaufbaus der Region die Schlesische Landschaft gegründet, die im Dezember 1770 den ersten Pfandbrief ausgegeben hat.



**Gedekte Anleihen verbreiten sich in Europa:** Ähnliche Anleiheformate entstehen in Dänemark (1797) und Polen (1825). Daneben wurden in Frankreich 1852 Regelungen zur Vergabe von Realkrediten erlassen.



**Erste Nachahmer innerhalb Preußens:** Nach Vorbild der Landschaften wurden im 19. Jahrhundert Stadtschaften gegründet, welche in der Preußischen Zentralstadtschaft zusammengeschlossen waren. Eine erste Form von Pooling.  
Mitte des 19. Jahrhunderts entstanden außerdem erste Hypothekendarlehenbanken als Aktiengesellschaften, die mit Hypotheken besicherte Pfandbriefe ausgaben.  
Ende des 19. Jahrhunderts wurden erstmals Kommunalobligationen aufgelegt, mit denen Kredite an die öffentliche Hand refinanziert wurden.



**Hypothekendarlehenbankgesetz (HBG):** Zur Vereinheitlichung des Pfandbriefrechts des im Jahr 1871 entstandenen Deutschen Reichs wurde 1899 das Hypothekendarlehenbankgesetz erlassen, welches zum 1. Januar 1900 in Kraft trat.



**Die große Hypothekendarlehenbankkrise:** Aufgrund von Geschäften, die nach HBG unzulässig waren, kamen Anfang des 20. Jahrhunderts Immobilienbanken in wirtschaftliche Schieflage, die in den betroffenen Fällen eine Stundung der Rückzahlung von Pfandbriefen beziehungsweise die Umwandlung von Pfandbriefen in Aktienkapital zur Folge hatte. Heute heißen diese Maßnahmen Soft Bullet und Bail-in.



**Weitere Gesetze für Pfandbriefe und Kommunalobligationen:** Mit dem Gesetz über die Pfandbriefe und verwandten Schuldverschreibungen öffentlich-rechtlicher Kreditanstalten (ÖPG) vom 21. Dezember 1927 wurden gesetzliche Grundlagen für Kommunalobligationen geschaffen. Am 14. August 1933 wurde das Schiffbankgesetz erlassen, wodurch Schiffspfandbriefe ermöglicht wurden. Die Wortmarke „Pfandbrief“ wurde 1930 gesetzlich geschützt. Der Status von Pfandbriefen und Kommunalobligationen als mündelsichere Geldanlage wurde 1940 innerhalb Deutschlands vereinheitlicht.



## 2) HYPERINFLATION, WÄHRUNGSREFORM UND DER GEIST VOM CHIEMSEE

**Hyperinflation:** Die junge Weimarer Republik wurde in den frühen 1920er Jahren von hohen Teuerungsraten geplagt. Um den realen Wert der mit Hypotheken besicherten Pfandbriefe zu sichern, wurde deren Rückzahlung an Börsenpreise für Getreide oder Gold gekoppelt. Indexierte Pfandbriefe lässt das Pfandbriefrecht auch heute zu, solange der höchstmögliche Einlösungswert bestimmbar ist.

**Liquidations-Gold-Pfandbrief:** Nach der Phase der Hyperinflation von 1923 wurden Hypotheken und Anleiheforderungen gesetzlich aufgewertet. Pfandbriefe wurden im Vergleich zu anderen Anleiheklassen etwas stärker aufgewertet, was zum Ruf des Pfandbriefs als sichere Geldanlage entscheidend beigetragen hat. Weil die Altmissionen von den Pfandbriefemittenten nicht sofort in bar beglichen werden konnten, bekamen die Gläubiger einen Liquiditäts-Gold-Pfandbrief als Ausgleich, der verzinst und nach und nach getilgt wurde.

**Währungsreform nach dem zweiten Weltkrieg:** Die Währungsreform 1948 in den westdeutschen Besatzungszonen führte zu einer Abwertung der Pfandbriefe und Hypothekendarlehen im Verhältnis 10:1. Investoren, die ihre Pfandbriefe vor dem 1. Januar 1940 gekauft hatten (Altsparepfandbriefe), bekamen eine zusätzliche Entschädigung von 10 Prozent.

**Sozialpfandbrief:** Pfandbriefe und Kommunalobligationen, deren Erlöse zu mindestens 90 Prozent in die Förderung des sozialen Wohnungsbaus flossen, wurden 1952 steuerlich begünstigt. Die Kuponzahlungen von Sozialpfandbriefen mussten nicht versteuert werden. Diese Regelungen sind bereits ausgelaufen. Heute wäre der Sozialpfandbrief vermutlich sehr beliebt bei ESG-Investoren, die auf der Suche nach nachhaltigen Anlageformen sind.

**Der Geist vom Chiemsee:** Unter Marktteilnehmern wurde bereits in den 1970er Jahren die Harmonisierung des europäischen Pfandbriefrechts eifrig diskutiert. Auf Konferenzen in München (1981) und am Chiemsee (1984) wurden Kernelemente einer Pfandbrief-Richtlinie erarbeitet.

**OGAW-Kriterien:** Es kam damals nicht zur europäischen Pfandbrief-Richtlinie. In der Richtlinie zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW-Richtlinie) von 1985 wurde aber eine Definition für gedeckte Bankanleihen festgeschrieben, die die Vorarbeiten zur Pfandbrief-Richtlinie aufgegriffen hatte. Die OGAW-Kriterien dienen als Anknüpfungspunkt für aufsichtsrechtliche Privilegien. Sie werden 2022 durch die Kriterien in der Europäische Covered Bond Richtlinie abgelöst.

## 3) INTERNATIONALISIERUNG DES PFANDBRIEFGESCHÄFTS UND DER STEIGENDE EINFLUSS DER RATINGAGENTUREN

**Ratings und Jumbo-Pfandbriefe:** Insbesondere das Kommunalkreditgeschäft beflügelte in den 1980er und 1990er Jahren das Wachstum des Pfandbriefmarktes. Für das Wachstum wurden internationale Investoren gebraucht, die mit liquiden, großvolumigen Pfandbriefen angelockt werden sollten. In dieser Zeit wurden auch die ersten Pfandbriefratings von S&P, Moody's und Co. erteilt.

**Reformen des Pfandbriefrechts:** S&P erwartet noch heute, dass gedeckte Bankanleihen nach Insolvenz des Emittenten nicht automatisch fällig gestellt werden, wenn die Anleihen mit einem AAA bewertet werden sollen. In den 1990er Jahren – kurz nach Erteilung der ersten Pfandbriefratings – wurde das deutsche Pfandbriefrecht entsprechend geändert. In den Folgejahren kam es immer wieder zu Änderungen im Pfandbriefrecht, zum Beispiel zur Einführung einer Überdeckung, der gestressten barwertigen Deckungsrechnung oder eines Sachwalters. Die Änderungen schienen auch immer darauf zu zielen, von den Ratingagenturen goutiert zu werden.

Unabhängig von Ratingüberlegungen trat 2005 das Pfandbriefgesetz (PfundBG) in Kraft, in dem das HBG, ÖBG und Schiffbankgesetz zusammengeführt wurden. Auch das PfundBG ist seitdem immer wieder angepasst und reformiert worden.

**Internationaler Covered Bond Markt:** An der Schwelle zum 21. Jahrhundert setzte eine Internationalisierung ein, die bis heute andauert. Der Begriff Covered Bond wurde geprägt, unter welchem gedeckte Bankanleihen aus allen Ländern zusammengefasst wurden. Anfangs wurde der Pfandbrief für viele Covered Bonds als Vorbild genutzt. Es gab daneben auch findige Banker, die für ihre Covered Bond Programme Strukturierungselemente erfanden, die dem Pfandbrief fremd waren, welche aber das Erreichen von AAA Ratings erleichterten. Ein prominentes Beispiel hierfür ist der Soft Bullet, der die Verlängerung der Laufzeit der Anleihe im Bedarfsfall erlaubt.

**Europäische Covered Bond Richtlinie (CBR):** Nach langer Diskussion ist die CBR am 7. Januar 2020 in Kraft getreten. Sie vereinheitlicht die Standards europäischer Covered Bonds und ersetzt die OGAW-Kriterien. Die CBR wurde mit einer PfundBG-Novelle im Mai 2021 pünktlich umgesetzt. Dadurch wird eine mögliche Fälligkeitsverschiebung von Pfandbriefen nach Insolvenz der Pfandbriefbank eingeführt (Soft Bullet), die auch bereits ausstehende Pfandbriefe betrifft.

**Die Reise geht weiter:** Aktuell sind Nachhaltigkeitsthemen wie grüne Hypotheken en vogue und werden intensiv diskutiert. Deutsche Emittenten haben bereits Mindeststandards für Grüne und Soziale Pfandbriefe entwickelt. Darüber hinaus gibt es Überlegungen zu European Secured Notes (ESN), mit denen Kredite an kleine und mittelständische Unternehmen (KMU) refinanziert werden sollen. In den 1920er Jahren gab es eine Industrieschaft, die KMU-Kredite erteilte. 2013 wurde ein strukturierter Covered Bond aus Deutschland begeben, der KMU-Kredite als Deckungswerte nutzte.

## Glossar zu Begriffen aus über 250 Jahren Pfandbriefgeschichte

### Pfandbriefe und gedeckte Schuldverschreibungen vor Einführung des Pfandbriefgesetzes (bis 2005)

Güterpfandbriefe, Pfandbriefe von Landschaften	Güterpfandbriefe wurden Ende des 18. Jahrhunderts von Landschaften ausgegeben (wie zum Beispiel der Schlesi-schen Landschaft). Landschaften waren anfangs Zwangsvereinigungen adliger Großgrundbesitzer (Rittergüter) einer bestimmten Region (zum Beispiel Schlesien oder Ostpreußen). Die Landschaften verhalfen ihren Mitgliedern zu Krediten, indem sie Pfandbriefe ausstellten, die an die Kreditnehmer ausgehändigt wurden und von ihnen an Gläubiger weiterverkauft wurden. Für die ausgestellten Pfandbriefe haftete die Landschaft, für die (anfangs) wie-derum alle Mitglieder solidarisch hafteten. Der Kreditrahmen für jedes einzelne Mitglied richtete sich nach dem (Ertrags-)Wert seines Gutes, der bis zur Hälfte beliehen werden konnte.
Pfandbriefe von Stadtschaften	Im 19. Jahrhundert entwickelten sich nach dem Vorbild der preußischen Landschaften auch Stadtschaften, in de-nen unter anderem städtische Hausbesitzer zusammengeschlossen waren. Die lokalen Stadtschaften waren in der Preußischen Zentralstadtschaft zusammengeschlossen, um ihre Pfandbriefemissionen besser zu koordinieren. Rück-blickend lässt sich hier von einem Vorläufer der Pooling-Idee sprechen.
Pfandbriefe von Industrieschaften	Industrieschaften folgten dem Vorbild der Land- und Stadtschaften. Sie waren Vereinigungen von kleinen und mittleren Industrieunternehmen, die ihre Mitglieder über die Ausgabe von Pfandbriefen refinanzieren sollten. Diese Vorform des SME Covered Bonds konnte sich langfristig jedoch nicht durchsetzen.
Rentenbriefe	Die Agrarreformen in Preußen im frühen 19. Jahrhundert zielten darauf ab, dass sich Bauern von ihren Frondiens-ten und Abgabeverpflichtungen gegenüber ihren Grundherren freikaufen konnten. Oft fehlte den Bauern jedoch das nötige Geld. Eine Lösung für dieses Problem boten die gleichzeitig entstandenen Rentenbanken, die handel-bare Rentenbriefe ausgaben, die den Grundherren als Abfindung übertragen wurden. Die Bauern leisteten Zins- und Tilgungszahlungen an die Rentenbanken, die damit wiederum die Rentenbriefe bedienten. Die Rentenbriefe unterschieden sich wesentlich von den Güterpfandbriefen, weil sie nicht eine Zwangsmitgliedschaft aller Bauern einer bestimmten Region, die solidarisch füreinander hafteten, vorsahen. Vielmehr konnten sich die Bauern freiwillig für die Vereinbarung mit der Rentenbank entscheiden und hafteten nur für ihre eigenen Schulden gegenüber der Rentenbank, die wiederum den Anleihegläubigern gegenüber haftete. Diese grundlegende Neuerung wurde auch bei den parallel dazu entstandenen Hypothekenbanken verwendet, welche sich nach und nach auch bei den Landschaften durchgesetzt hat.
Pfandbriefe von Hypothekenbanken nach Hypothe-kenbankgesetz (HBG)	Mitte des 19. Jahrhunderts entwickelten sich Hypothekenbanken als Aktiengesellschaften, die Pfandbriefe ausge-ben durften. Das Aktivgeschäft der Hypothekenbanken war in der Regel stark beschränkt und konzentrierte sich auf Immobilienfinanzierungen. Es gab auch gemischte Hypothekenbanken, die ein breiteres Spektrum an Ge-schäftsaktivitäten aufwiesen. Die ausgegebenen Pfandbriefe mussten immer im ausreichenden Maße durch Hypo-thenkredite gedeckt sein. Zur Vereinheitlichung der Rechtsgrundlagen für Pfandbriefe im Deutschen Reich wurde 1899 das Hypothekenbankgesetz erlassen, welches zum 1. Januar 1900 in Kraft trat. Das HBG wurde erst am 19. Juli 2005 vom Pfandbriefgesetz abgelöst. Die Wortmarke „Pfandbrief“ wurde 1930 gesetzlich geschützt. Im Jahr 1940 wurden Regelungen zur Mündelsicherheit von Pfandbriefen erlassen.
Kommunalobligationen, Kommunalschuldverschrei-bungen beziehungsweise Pfandbriefe nach dem Gesetz über die Pfandbriefe und verwandten Schuldverschreibungen öffentlich-rechtlicher Kredit-institute (ÖPG)	Kommunalobligationen wurden seit Ende des 19. Jahrhunderts von Hypothekenbanken ausgegeben. Mit diesen wurden Kredite an die öffentliche Hand refinanziert. Damit erschlossen sich die Spezialkreditinstitute ein neues Geschäftsfeld. Daneben gab es Emittenten von Kommunalobligationen, die im Vergleich zu gesetzlich geregelten Hypothekenbanken ein wesentlich breiteres Spektrum an Kreditgeschäften betreiben konnten (unter anderem auch Industriekredite). Diese Banken gaben auch Pfandbriefe aus, über die in den 1920er Jahren unter der Über-schrift „Pfandbrief ohne Pfand“ diskutiert wurde. Letztlich führte diese Diskussion zum Gesetz über die Pfand-briefe und verwandten Schuldverschreibungen öffentlich-rechtlicher Kreditanstalten (ÖPG) vom 21. Dezember 1927, welches am 19. Juli 2005 vom Pfandbriefgesetz abgelöst wurde. Wichtige Regelungen im ÖPG orientierten sich am HBG. Das ÖPG sah die Deckungskongruenz von Darlehen und den ausgegebenen gedeckten Schuldver-schreibungen, der Führung eines Deckungsregisters sowie ein Befriedigungsvorrecht der Anleihegläubiger im Kon-kursfall des Emittenten vor.
Pfandbriefe nach Schiffsbankgesetz (SchBG)	Am 14. August 1933 wurde das Schiffsbankgesetz erlassen, welches die Ausgabe von mit Schiffshypotheken besicherten Pfandbriefen regelte und am 19. Juli 2005 vom Pfandbriefgesetz abgelöst wurde.
Liquidations-Gold-Pfandbrief (Liquidationspfand-brief)	Nach der Überwindung der Hyperinflation in Deutschland 1923 wurden Hypotheken und Anleiheforderungen ge-setzlich aufgewertet, um den sehr hohen Verlust der Gläubiger aufgrund der Geldentwertung ein wenig auszu-gleichen. Pfandbriefe wurden im Vergleich zu anderen Assetklassen stärker aufgewertet, wodurch Pfandbriefgläu-biger etwas geringere Verluste erlitten. Die Pfandbriefemittenten konnten die Aufwertung der Altemissionen je-doch nicht sofort in bar ausgleichen. Die Gläubiger der alten Pfandbriefe bekamen zum Ausgleich Liquidations-Gold-Pfandbriefe, die verzinst und nach einigen Jahren getilgt wurden.

Quelle: „Der Pfandbrief 1769-2019 - Von der preußischen Finanzinnovation zur Covered Bond Benchmark“, Darstellung DZ BANK Research

**Moderne Pfandbriefe gemäß Pfandbriefgesetz (nach 2005)**

Flugzeugpfandbrief	Zur Deckung von Flugzeugpfandbriefen dürfen nur durch Registerpfandrecht an Luftfahrzeugen oder durch ausländische Flugzeughypotheken gesicherte Darlehensforderungen verwendet werden. Die rechtlichen Grundlagen wurden 2009 im Pfandbriefgesetz geschaffen.
Hypothekendarlehenpfandbrief	Hypothekendarlehenpfandbriefe sind mit grundpfandrechtl. gesicherten Forderungen gedeckt, die den Anforderungen des Pfandbriefgesetzes genügen. Sie stellen den ältesten Pfandbrieftyp dar.
Öffentlicher Pfandbrief	Das Pfandbriefgesetz definiert die Schuldner (Gebietskörperschaften und öffentliche Institutionen), deren Verbindlichkeiten in der Deckungsmasse für Öffentliche Pfandbriefe verwendet werden dürfen. Der Begriff „Öffentlicher Pfandbrief“ wurde erst Anfang der 1990er Jahre geprägt und sollte eine klare Abgrenzung zum Hypothekendarlehenpfandbrief schaffen. Zuvor waren die Begriffe Kommunalobligation oder Kommunalschuldverschreibungen gebräuchlich.
Schiffspfandbrief	Zur Sicherung von Schiffspfandbriefen dürfen nur durch Schiffshypotheken gesicherte Darlehensforderungen verwendet werden, die die Anforderungen des Pfandbriefgesetzes erfüllen. Die heutigen Schiffspfandbriefe gehen auf die Pfandbriefe nach Schiffsbankgesetz von 1933 zurück.

Quelle: „Der Pfandbrief 1769-2019 - Von der preußischen Finanzinnovation zur Covered Bond Benchmark“, Darstellung DZ BANK Research

**Marktrelevante Unterscheidungskriterien für Pfandbriefe**

Alle in dieser Tabelle dargestellten Pfandbriefe, die sich lediglich in der Ausgestaltung der Emission unterscheiden, unterliegen den gleichen Sicherheitsbestimmungen. Wie im Abschnitt zum Pfandbriefgesetz ausführlich erläutert, werden alle Pfandbriefe eines bestimmten Typs (zum Beispiel Hypothekendarlehenpfandbriefe) eines Emittenten von derselben Deckungsmasse besichert.

Inhaberpfandbrief	Inhaberpfandbriefe sind frei handelbare Wertpapiere und können durch eine Urkunde verbrieft werden. Zur Übertragung eines Inhaberpfandbriefs ist die vorherige Genehmigung des Emittenten nicht erforderlich.
Namenspfandbrief	Namenspfandbriefe unterscheiden sich von Inhaberpfandbriefen dadurch, dass sie individuell nach den Bedürfnissen des Investors und auf seinen Namen emittiert werden. Dadurch sind sie wiederrum nicht fungibel und eine Übertragung auf andere Investoren ist mit Aufwand verbunden.
Traditioneller Pfandbrief	Traditionelle Pfandbriefe weisen ein Emissionsvolumen von unter 500 Mio. Euro auf. Für sie wird im Gegensatz zu Benchmark- oder Jumbo-Pfandbriefen kein Market-Making von mindestens drei Banken angeboten. Darunter fallen unter anderem auch sogenannte Sub-Benchmarks, bei denen das Emissionsvolumen mindestens 250 Mio. Euro - eine für die Mindestliquiditätsquote relevante Emissionsgröße - beträgt. In der Regel finden sich in dieser Kategorie privatplazierte Anleihen, darunter nicht zuletzt Namenspfandbriefe.
Benchmark-Pfandbrief	Benchmark-Pfandbriefe haben ein Emissionsvolumen von mindestens 500 Mio. Euro und werden öffentlich platziert. Die an der Platzierung beteiligten Syndikatsbanken verpflichten sich auch später nach Emission, auf Anfrage Geld- und Briefkurse zu quotieren. Benchmark-Pfandbriefe mit einem Emissionsvolumen von 1 Mrd. Euro oder mehr werden auch als Jumbo-Pfandbriefe bezeichnet. Benchmark-Pfandbriefe wurden im Zuge des ersten Covered Bond Kaufprogramms (CBPP1) der EZB populär und wurden in der Anfangszeit auch als Jumboliños bezeichnet. Markt nimmt auf Euro lautende Benchmark-Pfandbriefe (oder Benchmark-Covered-Bonds) in seinen i-Boxx € Covered Index auf, wenn sie eine Mindestlaufzeit von mehr als einem Jahr und ein Investmentgrade-Rating verfügen.
Jumbo-Pfandbrief	Jumbo-Pfandbriefe haben ein Mindestvolumen von 1 Mrd. Euro und werden öffentlich platziert. Die an der Platzierung beteiligten Syndikatsbanken verpflichten sich auch später nach Emission, auf Anfrage Geld- und Briefkurse zu quotieren. Wie Benchmark-Pfandbriefe qualifizieren sich auch Jumbo-Pfandbriefe für zum Beispiel den iBoxx € Covered Index, wenn sie auch die entsprechenden Kriterien für die verbleibende Mindestlaufzeit und -rating erfüllen.
Sub-Benchmark-Pfandbrief	Sub-Benchmark-Pfandbriefe haben ein Emissionsvolumen von weniger als 500 Mio. Euro aber mindestens 250 Mio. Euro. Diese Schwelle ist im Rahmen der Vorschriften für die Mindestliquiditätsquote von Banken wichtig, weil sich Covered Bonds mit einem Emissionsvolumen von mindestens 250 Mio. Euro unter bestimmten Voraussetzungen wie Rating als Level 2A Aktiva qualifizieren.
Fremdwährungspfandbrief	Typischerweise lauten Pfandbriefe auf Euro, die in Deutschland geltende Währung. Sie können jedoch auch auf andere Währungen lauten. Pfandbriefe, die nicht auf Euro denominated sind, werden auch – aus deutscher Sicht – Fremdwährungspfandbriefe genannt.
Zerokupon-Pfandbrief	Für die Überlassung von Geld werden Zinsen gezahlt, die bei Anleihen wie Pfandbriefen die Form eines Kupons (mit fester oder variabler Verzinsung) annehmen. Falls ein Pfandbrief einen Kupon von 0 Prozent (beziehungsweise Zerokupon) aufweist, besteht der Zugewinn für den Investor für das für die Laufzeit des Pfandbriefs überlassene Geld in der Differenz zwischen Ausgabekurs zum Kauf- oder Emissionszeitpunkt und dem Rückzahlungsbeitrag bei Fälligkeit des Pfandbriefs. Aufgrund des seit 2019 allgemein sehr niedrigen Zinsniveaus können Situationen entstehen, bei denen die Pfandbriefe mit einem Agio ausgegeben werden (über par) und zu par getilgt werden, obwohl es während der Laufzeit der Anleihe keine Kuponzahlungen gibt. In diesen Fällen ist die (Emissions-) Rendite des Pfandbriefs negativ. Der Vorteil für den Investor besteht lediglich darin, dass andere ähnlich sichere Anlageformen zu höheren Verlusten führen.

Quelle: Verband deutscher Pfandbriefbanken, DZ BANK Research

### Besondere Rückzahlungsvereinbarungen bei Pfandbriefen in den vergangenen 250 Jahren

Pfandbriefe mit Kündigungsrechten	Wenn entsprechende Vereinbarungen bei Emission der Anleihe getroffen werden, können Emittenten ihre Pfandbriefe vor Fälligkeit zurückzahlen. Diese Kündigungsmöglichkeiten gab es schon lange. Damit wurde früher die Laufzeitkongruenz zwischen der Refinanzierung der Hypothekenbank mit ihrem Aktivgeschäft gesteuert (Pfandbriefe mit einer Laufzeit von 50 Jahren waren damals nicht unüblich). Die Kündigung von Teilbeträgen des Umlaufvolumens eines Pfandbriefs war ebenfalls möglich, wobei die Rückzahlungen an die einzelnen Serien per Losverfahren bestimmt wurden. Im 19. Jahrhundert gab es zum Teil auch Pfandbriefe mit Gläubigerkündigungsrechten (zur Steigerung der Attraktivität der Pfandbriefe). Gläubigerkündigungsrechte sind bei modernen Pfandbriefen jedoch inzwischen verboten, um die Liquidität des Emittenten beziehungsweise der Deckungsmasse zu schützen.
Tilgungspfandbriefe	Eine alte Regelung im Hypothekengesetz sah vor, dass bei einem angemessenen Teil der neu ausgegebenen Pfandbriefe nach Ablauf von einem Drittel der Laufzeit mit der Tilgung begonnen werden musste. Als angemessen galt ein Anteil von 40 Prozent, auf den auch Pfandbriefe mit einer ursprünglichen Laufzeit von weniger als 15 Jahre angerechnet werden konnten. Diese Vorschrift hatte daher keine praktische Relevanz.
Goldpfandbriefe sowie Getreidepfandbriefe auf Roggen und Weizen	Bei einigen Pfandbriefen aus der Zeit der Hyperinflation in Deutschland in den 1920er Jahren wurde der Rückzahlungsbetrag der Anleihe an den Wert einer bestimmten Menge von Gold oder Getreidesorten wie Roggen und Weizen geknüpft, um damit die reale Werthaltigkeit des Pfandbriefs sicherzustellen. Die Pfandbriefe waren wie gewöhnlich mit Hypothekendarlehen gedeckt.
Prämienpfandbrief	Prämienpfandbriefe wurden während ihrer Laufzeit nach einem festen Tilgungs- und Prämienplan zurückgezahlt. Zusätzlich zu den regulären Kapitalrückzahlungen fanden jährliche Gewinnziehungen statt, bei der bestimmte Serien von umlaufenden Pfandbriefen ermittelt wurden, die dann eine Prämienzahlung bekamen. Mit der Lotterie sollte die Attraktivität der Pfandbriefe gegenüber Staatsanleihen gefördert werden, um so den Absatz von Pfandbriefen zu steigern. Die Ausgabe von Prämienpfandbriefen wurde 1871 verboten.
Zuschlagspfandbrief und indizierte Pfandbriefe	Beim Zuschlagspfandbrief übersteigt der Einlösungswert der Anleihe deren Nennwert. Vor Einführung des Hypothekengesetzes gab es Pfandbriefe, die zum Beispiel bei Kündigung mit einem Zuschlag von 10 Prozent bis 20 Prozent zum Nennwert zurückgezahlt wurden. Mit Einführung des Hypothekengesetzes wurden Zuschlagspfandbriefe verboten. Pfandbriefe mit Zinszuschlägen (Step-up-Kupon) sind jedoch nach wie vor erlaubt. Außerdem sind laut Pfandbriefgesetz noch indizierte Pfandbriefe zulässig, bei denen der Einlösungswert über dem Nennwert liegt, solange der maximale Einlösungsbetrag zum Zeitpunkt der Emission bekannt ist.
Altsparepfandbrief	Nach dem zweiten Weltkrieg wurden Pfandbriefe wie auch (Bar-)Geld im Zuge der Währungsreform 1948 in den westdeutschen Besatzungszonen im Verhältnis 10:1 abgewertet. Die Gewinne der Hypothekenschuldner aus der Abwertung der Darlehensforderungen wurden zugunsten des allgemeinen Lastenausgleichs per Gesetz beschlagnahmt. Damit wurde der Deckungsmasse für die Hypothekenspfandbriefe ein Teil des Sachwerts der ihnen als Sicherheit hinterlegten Immobilien entzogen. Als Ausgleich gab es für Altspare (Stichtag für den Altbesitz war der 1. Januar 1940) eine Entschädigung in Höhe von 10 Prozent. Die umgestellten und noch auf Reichsmark lautenden Schuldverschreibungen wurden zu Altsparepfandbriefreihen zusammengefasst und waren außerdem steuerfrei. Im Gegenzug für die Altspareentschädigung erhielten die Hypothekenbanken Deckungsforderungen gegen den Bund.

Quelle: „Der Pfandbrief 1769-2019 - Von der preußischen Finanzinnovation zur Covered Bond Benchmark“, Darstellung DZ BANK Research

### Pfandbriefe mit gesellschaftlichem Einfluss

ESG Pfandbrief	Die Emissionserlöse von ESG Pfandbriefen werden zur Finanzierung von öffentlichen Projekten oder Immobilienfinanzierungen verwendet, die einer recht breiten Definition nachhaltiger Kriterien genügen (Environmental, Social & Governance, ESG). Die Pfandbriefe sind mit der gleichen Deckungsmasse wie alle anderen Anleihen dieser Gattung besichert.
Grüner Pfandbrief	Der Verband deutscher Pfandbriefbanken hält seit 2019 das Recht an der Wortmarke „Grüner Pfandbrief“, für die der Verband Mindeststandards veröffentlicht hat. Pfandbriefbanken, die die Marke „Grüner Pfandbrief“ nutzen möchten, müssen diese Mindeststandards einhalten. Bislang gibt es ausschließlich grüne Hypothekenspfandbriefe, deren Emissionserlöse vor allem in die Finanzierung besonders energieeffizienter Gebäude fließen. Auch die Grünen Pfandbriefe beziehen sich wie ESG Pfandbriefe auf dieselbe Deckungsmasse wie alle anderen Anleihen der gleichen Gattung.
Rentenbriefe	Siehe oben unter „Pfandbriefe vor Einführung des Pfandbriefgesetzes (bis 2005)“
Sozialer Pfandbrief	Im März 2021 hat der Verband deutscher Pfandbriefbanken Mindeststandards für „Soziale Pfandbriefe“ veröffentlicht, die – ähnlich wie für Grüne Pfandbriefe – von den Emittenten eingehalten werden müssen, wenn sie ihre Anleihen mit diesem Namen schmücken möchten.
Sozialpfandbrief	Sozialpfandbriefe waren Pfandbriefe und Kommunalobligationen, deren Erlöse zu mindestens 90 Prozent in die Förderung des sozialen Wohnungsbaus flossen. Sie dienten in der Nachkriegszeit der Linderung der Wohnungsnot in Deutschland. Mit dem ersten Gesetz zur Förderung des Kapitalmarktes wurden 1952 die Zinsen der Sozialpfandbriefe von der Steuer befreit. Die steuerlich begünstigten Sozialpfandbriefe wurden bereits alle zurückgezahlt.

Quelle: „Der Pfandbrief 1769-2019 - Von der preußischen Finanzinnovation zur Covered Bond Benchmark“, Darstellung DZ BANK Research

## ANLEIHEÜBERSICHT

## AUF EURO LAUTENDE FESTVERZINSLICHE COVERED BONDS MIT EINEM EMISSIONSVOLUMEN VON MINDESTENS 250 MIO. EURO

Emittent	ISIN	Fälligkeit	Rückzahlungstyp*	Kupon (in Prozent)	Ausstehendes Volumen in Mio. Euro	Indikativer ASW in Basispunkten	LCR Kategorie	ESG?
DZ HYP	DE000A2TSD22	13.01.2022	Soft Bullet	0,010%	250	0	2A	✖
DZ HYP	DE000A1MLZQ1	29.03.2022	Soft Bullet	2,500%	500	-3	1	✖
DZ HYP	DE000A11QA72	24.06.2022	Soft Bullet	1,250%	325	11	2A	✖
DZ HYP	DE000A14KK32	29.07.2022	Soft Bullet	0,500%	500	-4	1	✖
DZ HYP	DE000A14KKJ5	30.09.2022	Soft Bullet	0,125%	500	-4	1	✖
DZ HYP	DE000A161ZU5	24.03.2023	Soft Bullet	0,200%	500	-3	1	✖
DZ HYP	DE000A2G9HC8	30.06.2023	Soft Bullet	0,250%	500	-4	1	✖
DZ HYP	DE000A161ZL4	27.10.2023	Soft Bullet	0,625%	500	-4	1	✖
DZ HYP	DE000A2TSD55	29.01.2024	Soft Bullet	0,010%	750	-3	1	✖
DZ HYP	DE000A2BPJ45	01.03.2024	Soft Bullet	0,125%	500	-4	1	✖
DZ HYP	DE000A13SWZ1	05.06.2024	Soft Bullet	0,625%	500	-4	1	✖
DZ HYP	DE000A12UGG2	18.09.2024	Soft Bullet	1,125%	750	-4	1	✖
DZ HYP	DE000A2AAW12	06.12.2024	Soft Bullet	0,050%	500	-4	1	✖
DZ HYP	DE000A14J5C9	26.02.2025	Soft Bullet	0,625%	250	10	2A	✖
DZ HYP	DE000A2AASB4	06.06.2025	Soft Bullet	0,375%	750	-3	1	✖
DZ HYP	DE000A289PC3	12.09.2025	Soft Bullet	0,010%	1.000	-4	1	✖
DZ HYP	DE000A2G9HE4	13.11.2025	Soft Bullet	0,500%	1.000	-5	1	✖
DZ HYP	DE000A161ZQ3	02.02.2026	Soft Bullet	0,750%	875	-4	1	✖
DZ HYP	DE000A14KKM9	31.03.2026	Soft Bullet	0,375%	500	-4	1	✖
DZ HYP	DE000A2BPJ78	16.06.2026	Soft Bullet	0,500%	500	-3	1	✖
DZ HYP	DE000A2AAX45	31.08.2026	Soft Bullet	0,100%	500	-3	1	✖
DZ HYP	DE000A2AAW53	30.09.2026	Soft Bullet	0,500%	500	-3	1	✖
DZ HYP	DE000A2TSDW4	15.01.2027	Soft Bullet	0,010%	1.000	-4	1	✖
DZ HYP	DE000A14J5J4	01.04.2027	Soft Bullet	0,500%	750	-3	1	✖
DZ HYP	DE000A2G9HD6	30.06.2027	Soft Bullet	0,750%	500	-2	1	✖
DZ HYP	DE000A2BPJ86	30.08.2027	Soft Bullet	0,625%	750	-3	1	✖
DZ HYP	DE000A2TSDY0	12.11.2027	Soft Bullet	0,010%	500	-3	1	✖
DZ HYP	DE000A2GSP56	22.03.2028	Soft Bullet	0,875%	750	-3	1	✖
DZ HYP	DE000A289PA7	23.06.2028	Soft Bullet	0,010%	1.000	-2	1	✖
DZ HYP	DE000A289PH2	27.10.2028	Soft Bullet	0,010%	1.000	-2	1	✖
DZ HYP	DE000A2G9HL9	30.01.2029	Soft Bullet	0,875%	750	-1	1	✖
DZ HYP	DE000A3H2TQ6	20.04.2029	Soft Bullet	0,010%	1.000	-2	1	✖
DZ HYP	DE000A2TSDV6	29.06.2029	Soft Bullet	0,050%	750	-1	1	✖
DZ HYP	DE000A13SR38	18.01.2030	Soft Bullet	0,875%	750	-1	1	✖
DZ HYP	DE000A3H2TK9	29.03.2030	Soft Bullet	0,010%	1.000	-1	1	✖
DZ HYP	DE000A3E5UU2	15.11.2030	Soft Bullet	0,010%	750	0	1	✖
DZ HYP	DE000A2NB841	17.04.2034	Soft Bullet	0,875%	500	1	1	✖
DZ HYP	DE000A2TSDZ7	10.11.2034	Soft Bullet	0,375%	500	2	1	✖
DZ HYP	DE000A2BPJ60	23.03.2037	Soft Bullet	1,375%	250	14	2A	✖

Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research, ASW = Asset Swaps Spread, \* Soft Bullet = endfällige Anleihe mit möglicher Fälligkeitsverschiebung, LCR = Mindestliquiditätsquote (Liquidity Coverage Ratio), Spread-Angaben mit Stand 27. August 2021, 14:30 Uhr, ✓ = ja, ✖ = nein, ESG = Covered Bond besichert durch nachhaltige (grüne) Deckungswerte

## I. Impressum

Diese Studie wurde im Auftrag und in Kooperation mit der DZ HYP AG von der DZ BANK AG, Bereich Research und Volkswirtschaft, erstellt.

**Herausgeber:**  
DZ HYP AG

**Standort Hamburg**  
Rosenstraße 2, 20095 Hamburg  
Tel. +49 40 3334-0

**Standort Münster**  
Sentmaringer Weg 1, 48151 Münster  
Tel. +49 251 4905-0

**Homepage:** [www.dzhyp.de](http://www.dzhyp.de)  
**E-Mail:** [info@dzhyp.de](mailto:info@dzhyp.de)

**Vertreten durch den Vorstand:**  
Dr. Georg Reutter (Vorsitzender), Sabine Barthauer, Jörg Hermes

**Aufsichtsratsvorsitzender:** Uwe Fröhlich

**Sitz der Gesellschaft:**  
Eingetragen als Aktiengesellschaft in Hamburg, Handelsregister HRB 5604 und Münster Handelsregister HRB 17424

**Aufsicht:**  
Die DZ HYP AG wird durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und die Europäische Zentralbank (EZB) beaufsichtigt.

**Umsatzsteuer Ident. Nr.:** DE 811141281

**Sicherungseinrichtungen:**  
Die DZ HYP AG ist der amtlich anerkannten BVR Institutssicherung GmbH und der zusätzlich freiwilligen Sicherungseinrichtung des Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken e.V. angeschlossen:  
[www.bvr-institutssicherung.de](http://www.bvr-institutssicherung.de)  
[www.bvr.de/SE](http://www.bvr.de/SE)

**Verantwortlich für den Inhalt:**  
Anke Wolff, Bereichsleiterin Kommunikation,  
Marketing & Veranstaltungen

Nachdruck, Vervielfältigung und sonstige Nutzung nur mit vorheriger Genehmigung der DZ HYP AG, Hamburg



## II. Pflichtangaben für Sonstige Research-Informationen und weiterführende Hinweise

### 1. Verantwortliches Unternehmen

1.1 Diese Sonstige Research-Information wurde von der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main (DZ BANK) als Wertpapierdienstleistungsunternehmen erstellt.

Sonstige Research-Informationen sind unabhängige Kundeninformationen, die keine Anlageempfehlungen für bestimmte Emittenten oder bestimmte Finanzinstrumente enthalten. Sie berücksichtigen keine persönlichen Anlagekriterien.

1.2 Die Pflichtangaben für Research-Publikationen (Finanzanalysen und Sonstige Research-Informationen) sowie weitere Hinweise, insbesondere zur Conflicts of Interest Policy des DZ BANK Research sowie zu Methoden und Verfahren können kostenfrei eingesehen und abgerufen werden unter: [www.dzbank.de/Pflichtangaben](http://www.dzbank.de/Pflichtangaben).

### 2. Zuständige Aufsichtsbehörden

Die DZ BANK wird als Kreditinstitut bzw. Wertpapierdienstleistungsunternehmen beaufsichtigt durch die:

- Europäische Zentralbank - [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)  
Sonnemannstraße 20 in 60314 Frankfurt / Main bzw.
- Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht - [www.bafin.de](http://www.bafin.de)  
Marie-Curie-Straße 24 - 28 in 60349 Frankfurt / Main

### 3. Unabhängigkeit der Analysten

3.1 Research-Publikationen (Finanzanalysen und Sonstige Research-Informationen) der DZ BANK werden von ihren angestellten oder von ihr im Einzelfall beauftragten sachkundigen Analysten unabhängig und auf der Basis der verbindlichen Conflicts of Interest Policy erstellt.

3.2 Jeder Analyst, der in die Erstellung dieser Research-Publikation inhaltlich eingebunden ist, bestätigt, dass

- diese Research-Publikation seine unabhängige fachliche Bewertung des analysierten Objektes unter Beachtung der Conflicts of Interest Policy der DZ BANK wiedergibt sowie
- seine Vergütung weder vollständig, noch teilweise, weder direkt, noch indirekt von einer in dieser Research-Publikation vertretenen Meinung abhängt.

### 4. Kategorien für Bewertungen / Aussagen in Sonstigen Research-Informationen

Nicht jede Sonstige Research-Information enthält eine Aussage über eine bestimmte Investition oder deren Bewertung. Die verwendeten Kategorien für Bewertungen / Aussagen in Sonstigen Research-Informationen der DZ BANK haben die nachfolgenden Bedeutungen.

#### 4.1 Aussagen über isolierte Aspekte einer Investitionsentscheidung

Die isolierte Bewertung einzelner Aspekte, die einer Anlageempfehlung zu einem Finanzinstrument und / oder zu einem Emittenten vorgelagert sind, insbesondere nach den von der DZ BANK definierten Nachhaltigkeitskriterien, nach ihrem definierten Value-Ansatz, ihrer definierten Asset Allokation (DZ BANK Muster-Portfolio), ihrer definierten Branchenstrategie Euro-Stoxx (DZ BANK Sektorfavoriten), ihrer definierten Bewertung von Ausschüttungen an Berechtigte (DZ BANK Dividendenaristokraten), ihrer Ländergewichtungsempfehlungen für besicherte Bankanleihen und ihr CRESTA-Score-MODELL, sind keine selbstständigen Anlagekategorien und enthalten damit keine Anlageempfehlungen.

Diese isolierten Aspekte allein können eine Anlageentscheidung noch nicht begründen. Auf die Darstellung der relevanten Methoden wird hingewiesen.

#### 4.2 Nachhaltigkeitsanalyse

Emittenten von Aktien und Anleihen werden anhand definierter Nachhaltigkeitsfaktoren analysiert und isoliert als ‚nachhaltig‘ oder ‚nicht nachhaltig‘ eingestuft. Bei Staatsanleihen (Sovereigns) kann zwischen diesen Begriffen eine Einstufung als ‚Transformationsstaat‘ erfolgen.

#### 4.3 Aktienindizes

Für definierte Aktienindizes werden regelmäßig Kursprognosen erstellt. Aus dem Abgleich zwischen aktuellen Kursen und den erstellten Prognosen für die Entwicklung der Aktienindizes können gegebenenfalls nicht allgemein und im Vorhinein definierbare Anlageempfehlungen entwickelt werden.

#### 4.4 Währungsräume

Die Einschätzung zur Investition in einen Währungsraum orientiert sich am Gesamtertrag, mit dem bei einem Engagement im entsprechenden Währungsraum zu rechnen ist. Dieser Gesamtertrag ergibt sich in der Regel primär aus der prognostizierten Wechselkursveränderung. Zudem fließen das allgemeine Zinsniveau sowie eine möglicherweise zu berücksichtigende Veränderung des Renditeniveaus der Anleihen am zugehörigen Rentenmarkt in die Einschätzung ein.

„Attraktiv“ bedeutet, es wird erwartet, dass ein Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten einen überdurchschnittlichen und positiven Ertrag zeigen kann.

„Unattraktiv“ bedeutet, es wird erwartet, dass ein Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten nur sehr niedrige Erträge oder auch Verluste zeigen kann.

„Neutral“ bedeutet, es wird erwartet, dass ein Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten geringe oder durchschnittliche Erträge zeigen kann.

Die genannten Renditen sind Brutto-Renditen. Die Brutto-Rendite als Erfolgsgröße bezieht sich auf die Anleiherträge vor Abzug von Steuern, Vergütungen, Gebühren und sonstigen Kosten für den Erwerb. Die nicht ermittelte, gegebenenfalls deutlich geringere, Netto-Rendite eines konkreten Engagements misst dagegen den Erfolg eines Engagements unter Berücksichtigung / Abzug dieser Werte und Aufwendungen.

#### 4.5 Maßgebend für die Allokation von Marktsegmenten und die Ländergewichtungsempfehlungen für Covered Bonds ist der Vergleich eines Subsegments zur Gesamtheit der Subsegmente des jeweiligen Marktes:

„Übergewichten“ bedeutet, es wird erwartet, dass ein Subsegment eine deutlich bessere Performance als die Gesamtheit der Subsegmente zeigen kann.

„Untergewichten“ bedeutet, es wird erwartet, dass ein Subsegment eine deutlich schlechtere Performance als die Gesamtheit der Subsegmente zeigen kann.

„Neutral gewichten“ bedeutet, es wird erwartet, dass ein Subsegment im Vergleich zur Gesamtheit der Subsegmente keine deutlichen Performanceunterschiede zeigen wird.

#### 4.6 Derivate

Bei Derivaten (Bund-, Bobl-, Schatz-, Buxl-Future) indizieren die verwendeten Pfeile (↑) (↓) (→) nur die Trendrichtung, beinhalten jedoch keine Anlageempfehlung. Die Trendrichtung leitet sich allein aus der Anwendung allgemein anerkannter technischer Analyseindikatoren ab, ohne eine eigene Bewertung des Analysten wiederzugeben.

#### 4.7 Rohstoffe

„Pfeil nach oben (↑)“ bedeutet, dass die in den kommenden zwölf Monaten erwartete absolute Kurssteigerung größer ist als 10%.

„Pfeil nach unten (↓)“ bedeutet, dass der in den kommenden zwölf Monaten erwartete absolute Kursverfall größer ist als 10%.

„Pfeil nach rechts (→)“ bedeutet, dass die in den kommenden zwölf Monaten erwartete absolute Kursveränderung zwischen +10% und -10% liegt.



#### 4.8 Credit Trend Emittenten

Basierend auf der Einschätzung zur Ratingentwicklung der Agenturen sowie dem DZ BANK CRESTA-SCORE Prognose-Modell gilt:  
„Positiv“ wird vergeben bei in den folgenden zwölf Monaten erwarteten Heraufstufungen durch die Agenturen S&P, Moody's und Fitch,  
„Negativ“ wird vergeben bei in den folgenden zwölf Monaten erwarteten Ratingverschlechterungen durch die Agenturen S&P, Moody's und Fitch,  
„Stabil“ wird vergeben bei in den folgenden zwölf Monaten erwarteten unveränderter Ratings durch die Agenturen S&P, Moody's und Fitch  
Hat keine der Agenturen S&P, Moody's und Fitch ein Rating vergeben, erfolgt keine Einschätzung zum Credit-Trend für den betreffenden Emittenten.

#### 5. Aktualisierungen und Geltungszeiträume für Sonstige Research Informationen

5.1 Die Häufigkeit der Aktualisierung von Sonstigen Research-Informationen hängt von den jeweiligen makroökonomischen Rahmenbedingungen, den aktuellen Entwicklungen der relevanten Märkte, von Maßnahmen der Emittenten, von dem Verhalten der Handelsteilnehmer, der zuständigen Aufsichtsbehörden und der relevanten Zentralbanken sowie von einer Vielzahl weiterer Parameter ab. Die nachfolgend genannten Zeiträume geben daher nur einen unverbindlichen Anhalt dafür, wann mit einer neuen Anlageempfehlung gerechnet werden kann.

5.2 Eine Pflicht zur Aktualisierung Sonstiger Research-Informationen besteht nicht. Wird eine Sonstige Research Information aktualisiert, ersetzt diese Aktualisierung die bisherige Sonstige Research Information mit sofortiger Wirkung.

Ohne Aktualisierung enden / verfallen Bewertungen / Aussagen mit Ablauf der nachfolgend genannten Geltungszeiträume. Diese beginnen mit dem Tag der Publikation.

#### 5.3 Die Geltungszeiträume für Sonstige Research-Informationen sind bei:

Nachhaltigkeitsanalysen:	zwölf Monate
Analysen nach dem Value-Ansatz:	ein Monat
Analysen zur Asset Allokation (DZ BANK Muster-Portfolio):	ein Monat
Euro-Stoxx-Branchenstrategie (DZ BANK Sektorfavoriten):	ein Monat
Dividenden (DZ BANK Dividendenaristokraten):	drei Monate
Credit Trend Emittenten:	zwölf Monate
Aktienindizes (fundamental):	drei Monate
Aktienindizes (technisch / Chartanalyse):	eine Woche
Aktienindizes (technical daily):	Publikationstag
Währungsräume:	sechs bis zwölf Monate
Allokation von Marktsegmenten:	ein Monat
Ländergewichtungsempfehlungen für Covered Bonds:	sechs Monate
Derivate (Bund-, Bobl-, Schatz-, Buxl-Future):	ein Monat
Rohstoffe:	ein Monat

5.4 Auch aus Gründen der Einhaltung aufsichtsrechtlicher Pflichten können im Einzelfall Aktualisierungen Sonstiger Research-Informationen vorübergehend und unangekündigt unterbleiben.

5.5 Sofern Aktualisierungen zukünftig unterbleiben, weil ein Objekt nicht weiter analysiert werden soll, wird dies in der letzten Publikation mitgeteilt oder, falls eine abschließende Publikation unterbleibt, werden die Gründe für die Einstellung der Analyse gesondert mitgeteilt.

#### 6. Vermeidung und Management von Interessenkonflikten

6.1 Das DZ BANK Research verfügt über eine verbindliche Conflicts of Interest Policy, die sicherstellt, dass relevante Interessenkonflikte der DZ BANK, der DZ BANK Gruppe, der Analysten und Mitarbeiter des Bereichs Research und Volkswirtschaft und der ihnen nahestehenden Personen vermieden werden oder, falls diese faktisch nicht vermeidbar sind, angemessen identifiziert, gemanagt, offengelegt und überwacht werden. Wesentliche Aspekte dieser Policy, die kostenfrei unter [www.dzbank.de/Pflichtangaben](http://www.dzbank.de/Pflichtangaben) eingesehen und abgerufen werden kann, werden nachfolgend zusammengefasst.

6.2 Die DZ BANK organisiert den Bereich Research und Volkswirtschaft als Vertraulichkeitsbereich und schützt ihn durch Chinese Walls gegenüber anderen Organisationseinheiten der DZ BANK und der DZ BANK Gruppe. Die Abteilungen und Teams des Bereichs, die Finanzanalysen erstellen, sind ebenfalls mittels Chinese Walls, räumlichen Trennungen sowie durch eine Closed Doors und Clean Desk Policy geschützt. Über die Grenzen dieser Vertraulichkeitsbereiche hinweg darf in beide Richtungen nur nach dem Need-to-Know-Prinzip kommuniziert werden.

6.3 Der Bereich Research und Volkswirtschaft verbreitet keine Research-Publikationen zu Emissionen der DZ BANK oder zu von Unternehmen der DZ BANK Gruppe emittierten Finanzinstrumenten.

6.4 Die Mitarbeiter des Bereichs Research und Volkswirtschaft und die ihnen nahestehenden Personen dürfen grundsätzlich nicht unbeschränkt in Finanzinstrumente investieren, die von ihnen durch Finanzanalysen gecovert werden. Für Rohstoffe und Währungen hat die DZ BANK, basierend auf dem jeweiligen Jahres-Bruttogehalt des Mitarbeiters, ebenfalls eine Obergrenze definiert, die nach Auffassung der DZ BANK persönliche Interessenkonflikte der Mitarbeiter auch bei der Erstellung von Sonstigen Research-Publikationen ausschließt.

6.5 Insbesondere durch die in Absatz 6.2 bezeichneten und die weiteren in der Policy dargestellten Maßnahmen werden auch weitere, theoretisch denkbare informationsgestützte persönliche Interessenkonflikte von Mitarbeitern des Bereichs Research und Volkswirtschaft sowie der ihnen nahestehenden Personen vermieden.

6.6 Die Vergütung der Mitarbeiter des Bereichs Research und Volkswirtschaft hängt weder insgesamt, noch in dem variablen Teil direkt oder wesentlich von Erträgen aus dem Investmentbanking, dem Handel mit Finanzinstrumenten, dem sonstigen Wertpapiergeschäft und / oder dem Handel mit Rohstoffen, Waren, Währungen und / oder von Indizes der DZ BANK oder der Unternehmen der DZ BANK Gruppe ab.

6.7 Die DZ BANK sowie Unternehmen der DZ BANK Gruppe emittieren Finanzinstrumente für Handel, Hedging und sonstige Investitionszwecke, die als Basiswerte auch vom DZ BANK Research gecoverte Finanzinstrumente, Rohstoffe, Währungen, Benchmarks, Indizes und / oder andere Finanzkennzahlen in Bezug nehmen können. Diesbezügliche Interessenkonflikte werden im Bereich Research und Volkswirtschaft insbesondere durch die genannten organisatorischen Maßnahmen vermieden.

#### 7. Adressaten, Informationsquellen und Nutzung

##### 7.1 Adressaten

Sonstige Research-Informationen der DZ BANK richten sich an Geeignete Gegenparteien sowie professionelle Kunden. Sie sind daher nicht geeignet, an Privatkunden weitergegeben zu werden, es sei denn, (i) eine Sonstige Research-Information wurde von der DZ BANK ausdrücklich als auch für Privatkunden geeignet bezeichnet oder (ii) ihre ordnungsgemäße Weitergabe erfolgt durch ein in einem Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) oder der Schweiz zugelassenes Wertpapierdienstleistungsunternehmen an Privatkunden, die nachweisbar über die erforderlichen Kenntnisse und Erfahrungen verfügen, um die relevanten Risiken der jeweiligen Sonstigen Research-Information verstehen und bewerten zu können.

Sonstige Research-Informationen werden von der DZ BANK für die Weitergabe an die vorgenannten Adressaten in den Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraum und der Schweiz freigegeben.

Sonstige Research-Informationen dürfen nicht in die Vereinigten Staaten von Amerika (USA) verbracht und / oder dort für Transaktionen mit Kunden genutzt werden.

Die Weitergabe von Sonstigen Research Informationen in der Republik Singapur ist in jedem Falle der DZ BANK AG, Niederlassung Singapur vorbehalten.

**7.2 Wesentliche Informationsquellen**

Die DZ BANK nutzt für die Erstellung ihrer Research-Publikationen ausschließlich Informationsquellen, die sie selbst als zuverlässig betrachtet. Sie kann jedoch nicht alle diesen Quellen entnommene Tatsachen und sonstigen Informationen selbst in jedem Fall nachprüfen. Sofern die DZ BANK jedoch im konkreten Fall Zweifel an der Verlässlichkeit einer Quelle oder der Richtigkeit von Tatsachen und sonstigen Informationen hat, wird sie darauf in der Research-Publikation ausdrücklich hinweisen.

Wesentliche Informationsquellen für Research-Publikationen sind:

Informations- und Datendienste (z. B. Reuters, Bloomberg, VWD, Markit), zugelassene Rating-Agenturen (z.B. Standard & Poors, Moody's, Fitch, DBRS), Fachpublikationen der Branchen, die Wirtschaftspresse, die zuständigen Aufsichtsbehörden, Informationen der Emittenten (z.B. Geschäftsberichte, Wertpapierprospekte, Ad-hoc-Mitteilungen, Presse- und Analysten-Konferenzen und sonstige Publikationen) sowie eigene fachliche, mikro- und makroökonomische Recherchen, Untersuchungen und Auswertungen.

**7.3 Keine individuelle Investitionsempfehlung**

Eine Sonstige Research-Information kann eine fachkundige Beratung für entsprechende Investitionen keinesfalls ersetzen. Sie kann daher nicht alleinige Grundlage für die Entscheidung über eine Investition in einen Analysegegenstand sein.

**8. Zusammenfassungen von Methoden und Verfahren**

Ausführlichere Darstellungen der vom DZ BANK Research genutzten allgemein anerkannten sowie selbst entwickelten Methoden und Verfahren können kostenfrei unter [www.dzbank.de/Pflichtangaben](http://www.dzbank.de/Pflichtangaben) eingesehen und abgerufen werden.

**III. Rechtliche Hinweise**

1. Dieses Dokument richtet sich an Geeignete Gegenparteien sowie professionelle Kunden. Es ist daher nicht geeignet, an Privatkunden weitergegeben zu werden, es sei denn, (a) es ist ausdrücklich als auch für Privatkunden geeignet bezeichnet oder (b) die ordnungsgemäße Weitergabe erfolgt durch ein in Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraums (EWR) oder der Schweiz zugelassenes Wertpapierdienstleistungsunternehmen an Privatkunden, die nachweisbar über die erforderlichen Kenntnisse und Erfahrungen verfügen, um die relevanten Risiken der jeweiligen Bewertung und / oder Empfehlungen verstehen und einschätzen zu können.

Es wurde von der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, Deutschland („DZ BANK“) erstellt und von der DZ BANK für die ausschließliche Weitergabe an die vorgenannten Adressaten in den Mitgliedstaaten des EWR und der Schweiz genehmigt.

Ist dieses Dokument in Absatz 1.1 der Pflichtangaben ausdrücklich als ‚Finanzanalyse‘ bezeichnet, gelten für seine Verteilung gemäß den Nutzungsbeschränkungen in den Pflichtangaben die folgenden ergänzenden Bestimmungen:

In die Republik Singapur darf dieses Dokument ausschließlich von der DZ BANK über die DZ BANK Singapore Branch, nicht aber von anderen Personen, gebracht und dort ausschließlich an ‚accredited investors‘, and / oder ‚expert investors‘ weitergegeben und von diesen genutzt werden.

In die Vereinigten Staaten von Amerika (USA) darf dieses Dokument ausschließlich von der DZ BANK und über Auerbach Grayson, nicht aber von anderen Personen, gebracht und dort ausschließlich an ‚major U.S. institutional investors‘ weitergegeben und von diesen genutzt werden. Auch diese Weitergabe ist nur erlaubt, sofern sich das Dokument nur auf Eigenkapitalinstrumente bezieht. Der DZ BANK ist es nicht erlaubt Transaktionen über Fremdkapitalinstrumente in den USA vorzunehmen.

Ist dieses Dokument in Absatz 1.1 der Pflichtangaben ausdrücklich als ‚Sonstige Research-Information‘ bezeichnet, gelten für seine Verteilung nach den Pflichtangaben die folgenden ergänzenden Bestimmungen:

Sonstige Research-Informationen dürfen nicht in die Vereinigten Staaten von Amerika (USA) verbracht und / oder dort für Transaktionen mit Kunden genutzt werden.

Die Weitergabe von Sonstigen Research Informationen in der Republik Singapur ist in jedem Falle der DZ BANK AG, Niederlassung Singapur vorbehalten.

Dieses Dokument darf in allen zuvor genannten Ländern nur in Einklang mit dem jeweils dort geltenden Recht verteilt werden, und Personen, die in den Besitz dieses Dokuments gelangen, sollen sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen.

2. Dieses Dokument wird lediglich zu Informationszwecken übergeben und darf weder ganz noch teilweise vervielfältigt, noch an andere Personen weitergegeben, noch sonst veröffentlicht werden. Sämtliche Urheber- und Nutzungsrechte, auch in elektronischen und Online-Medien, verbleiben bei der DZ BANK.

Obwohl die DZ BANK Hyperlinks zu Internet-Seiten von in diesem Dokument genannten Unternehmen angeben kann, bedeutet dies nicht, dass die DZ BANK sämtliche Daten auf der verlinkten Seite oder Daten, auf welche von dieser Seite aus weiter zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder gewährleistet. Die DZ BANK übernimmt weder eine Haftung für Verlinkungen oder Daten, noch für Folgen, die aus der Nutzung der Verlinkung und / oder Verwendung dieser Daten entstehen könnten.

3. Dieses Dokument stellt weder ein Angebot, noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Erwerb von Wertpapieren, sonstigen Finanzinstrumenten oder anderen Investitionsobjekten dar und darf auch nicht dahingehend ausgelegt werden.

Einschätzungen, insbesondere Prognosen, Fair Value- und / oder Kurserwartungen, die für die in diesem Dokument analysierten Investitionsobjekte angegeben werden, können möglicherweise nicht erreicht werden. Dies kann insbesondere auf Grund einer Reihe nicht vorhersehbarer Risikofaktoren eintreten.

Solche Risikofaktoren sind insbesondere, jedoch nicht ausschließlich: Marktvolatilitäten, Branchenvolatilitäten, Maßnahmen des Emittenten oder Eigentümers, die allgemeine Wirtschaftslage, die Nichtrealisierbarkeit von Ertrags- und / oder Umsatzzielen, die Nichtverfügbarkeit von vollständigen und / oder genauen Informationen und / oder ein anderes später eintretendes Ereignis, das sich auf die zugrundeliegenden Annahmen oder sonstige Prognosegrundlagen, auf die sich die DZ BANK stützt, nachteilig auswirken können.

Die gegebenen Einschätzungen sollten immer im Zusammenhang mit allen bisher veröffentlichten relevanten Dokumenten und Entwicklungen, welche sich auf das Investitionsobjekt sowie die für es relevanten Branchen und insbesondere Kapital- und Finanzmärkte beziehen, betrachtet und bewertet werden.

Die DZ BANK trifft keine Pflicht zur Aktualisierung dieses Dokuments. Anleger müssen sich selbst über den laufenden Geschäftsgang und etwaige Veränderungen im laufenden Geschäftsgang der Unternehmen informieren.

Die DZ BANK ist berechtigt, während des Geltungszeitraums einer Anlageempfehlung in einer Analyse eine weitere oder andere Analyse mit anderen, sachlich gerechtfertigten oder auch fehlenden Angaben über das Investitionsobjekt zu veröffentlichen.

4. Die DZ BANK hat die Informationen, auf die sich dieses Dokument stützt, aus Quellen entnommen, die sie grundsätzlich als zuverlässig einschätzt. Sie hat aber nicht alle diese Informationen selbst nachgeprüft. Dementsprechend gibt die DZ BANK keine Gewährleistungen oder Zusicherungen hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen ab. Weder die DZ BANK noch ihre verbundenen Unternehmen übernehmen eine Haftung für Nachteile oder Verluste, die ihre Ursache in der Verteilung und / oder Verwendung dieses Dokuments haben und / oder mit der Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen.
5. Die DZ BANK, und ihre verbundenen Unternehmen sind berechtigt, Investmentbanking- und sonstige Geschäftsbeziehungen zu dem / den Unternehmen zu unterhalten, die Gegenstand der Analyse in diesem Dokument sind. Die Analysten der DZ BANK liefern im Rahmen des jeweils geltenden Aufsichtsrechts ferner Informationen für Wertpapierdienstleistungen und Wertpapiernebenleistungen.  
Anleger sollten davon ausgehen, dass (a) die DZ BANK und ihre verbundenen Unternehmen berechtigt sind oder sein werden, Investmentbanking-, Wertpapier- oder sonstige Geschäfte von oder mit den Unternehmen, die Gegenstand der Analyse in diesem Dokument sind, zu akquirieren, und dass (b) Analysten, die an der Erstellung dieses Dokumentes beteiligt waren, im Rahmen des Aufsichtsrechts grundsätzlich mittelbar am Zustandekommen eines solchen Geschäfts beteiligt sein können.  
Die DZ BANK und ihre verbundenen Unternehmen sowie deren Mitarbeiter könnten möglicherweise Positionen in Wertpapieren der analysierten Unternehmen oder Investitionsobjekte halten oder Geschäfte mit diesen Wertpapieren oder Investitionsobjekten tätigen.
6. Die Informationen und Empfehlungen der DZ BANK in diesem Dokument stellen keine individuelle Anlageberatung dar und können deshalb je nach den speziellen Anlagezielen, dem Anlagehorizont oder der individuellen Vermögenslage für einzelne Anleger nicht oder nur bedingt geeignet sein. Mit der Ausarbeitung dieses Dokuments wird die DZ BANK gegenüber keiner Person als Anlageberater oder als Portfolioverwalter tätig.  
Die in diesem Dokument enthaltenen Empfehlungen und Meinungen geben die nach bestem Wissen erstellte Einschätzung der Analysten der DZ BANK zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokuments wieder; sie können aufgrund künftiger Ereignisse oder Entwicklungen ohne Vorankündigung geändert werden oder sich verändern. Dieses Dokument stellt eine unabhängige Bewertung der entsprechenden Emittenten beziehungsweise Investitionsobjekte durch die DZ BANK dar und alle hierin enthaltenen Bewertungen, Meinungen oder Erklärungen sind diejenigen des Verfassers des Dokuments und stimmen nicht notwendigerweise mit denen der Emittentin oder dritter Parteien überein.  
Eine (Investitions-)Entscheidung bezüglich Wertpapiere, sonstige Finanzinstrumente, Rohstoffe, Waren oder sonstige Investitionsobjekte sollte nicht auf der Grundlage dieses Dokuments, sondern auf der Grundlage unabhängiger Investmentanalysen und Verfahren sowie anderer Analysen, einschließlich, jedoch nicht beschränkt auf Informationsmemoranden, Verkaufs- oder sonstige Prospekte erfolgen. Dieses Dokument kann eine Anlageberatung nicht ersetzen.
7. Indem Sie dieses Dokument, gleich in welcher Weise, benutzen, verwenden und / oder bei Ihren Überlegungen und / oder Entscheidungen zugrunde legen, akzeptieren Sie die in diesem Dokument genannten Beschränkungen, Maßgaben und Regelungen als für sich rechtlich ausschließlich verbindlich.

#### **Ergänzende Information von Markit Indices Limited**

Weder Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein externer Datenanbieter übernehmen ausdrücklich oder stillschweigend irgendeine Gewährleistung hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität der hierin enthaltenen Daten sowie der von den Empfängern der Daten zu erzielenden Ergebnisse. Weder Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein Datenanbieter haften gegenüber dem Empfänger der Daten ungeachtet der jeweiligen Gründe in irgendeiner Weise für ungenaue, unrichtige oder unvollständige Informationen in den Markit-Daten oder für daraus entstehende (unmittelbare oder mittelbare) Schäden.

Seitens Markit besteht keine Verpflichtung zur Aktualisierung, Änderung oder Anpassung der Daten oder zur Benachrichtigung eines Empfängers derselben, falls darin enthaltene Sachverhalte sich ändern oder zu einem späteren Zeitpunkt unrichtig geworden sein sollten.

Ohne Einschränkung des Vorstehenden übernehmen weder Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein externer Datenanbieter Ihnen gegenüber irgendeine Haftung - weder vertraglicher Art (einschließlich im Rahmen von Schadenersatz) noch aus unerlaubter Handlung (einschließlich Fahrlässigkeit), im Rahmen einer Gewährleistung, aufgrund gesetzlicher Bestimmungen oder sonstiger Art - hinsichtlich irgendwelcher Verluste oder Schäden, die Sie infolge von oder im Zusammenhang mit Meinungen, Empfehlungen, Prognosen, Beurteilungen oder sonstigen Schlussfolgerungen oder Handlungen Ihrerseits oder seitens Dritter erleiden, ungeachtet dessen, ob diese auf den hierin enthaltenen Angaben, Informationen oder Materialien beruhen oder nicht.

# ANSCHRIFTEN DER DZ HYP

## Hauptstandort Hamburg

Rosenstraße 2  
20095 Hamburg  
Postfach 10 14 46  
20009 Hamburg  
Tel.: +49 40 3334-0

## Hauptstandort Münster

Sentmaringer Weg 1  
48151 Münster  
Postadresse:  
48136 Münster  
Tel.: +49 251 4905-0

## Gewerbekunden

### Immobilienzentrum Berlin

Pariser Platz 3  
10117 Berlin  
Tel.: +49 30 31993-5101

### Immobilienzentrum Düsseldorf

Ludwig-Erhard-Allee 20  
40227 Düsseldorf  
Tel.: +49 211 220499-30

### Immobilienzentrum Frankfurt

CITY-HAUS I, Platz der Republik 6  
60325 Frankfurt am Main  
Tel.: +49 69 750676-21

### Immobilienzentrum Hamburg

Rosenstraße 2  
20095 Hamburg  
Tel.: +49 40 3334-3778

### Immobilienzentrum München

Türkenstraße 16  
80333 München  
Tel.: +49 89 512676-10

### Immobilienzentrum Stuttgart

Heilbronner Straße 41  
70191 Stuttgart  
Tel.: +49 711 120938-0

### Regionalbüro Hannover

Berliner Allee 5  
30175 Hannover  
Tel.: +49 511 866438-08

### Regionalbüro Kassel

Postanschrift:  
CITY-HAUS I, Platz der Republik 6  
60325 Frankfurt am Main  
Tel.: +49 69 750676-51

### Regionalbüro Leipzig

Schillerstraße 3  
04109 Leipzig  
Tel.: +49 341 962822-92

### Regionalbüro Mannheim

Augustaanlage 61  
68165 Mannheim  
Tel.: +49 621 728727-20

### Regionalbüro Münster

Sentmaringer Weg 1  
48151 Münster  
Tel.: +49 251 4905-7314

### Regionalbüro Nürnberg

Am Tullnaupark 4  
90402 Nürnberg  
Tel.: +49 911 940098-16

## Institutionelle Kunden

Rosenstraße 2  
20095 Hamburg  
Tel.: +49 40 3334-2159

# ANSCHRIFTEN DER DZ HYP FORTSETZUNG

## Wohnungswirtschaft

### DZ HYP Berlin

Pariser Platz 3  
10117 Berlin  
Tel.: +49 30 31993-5080

### DZ HYP Düsseldorf

Ludwig-Erhard-Allee 20  
40227 Düsseldorf  
Tel.: +49 251 4905-3830

### DZ HYP Frankfurt

CITY-HAUS I, Platz der Republik 6  
60325 Frankfurt am Main  
Tel.: +49 211 220499-5833

### DZ HYP Hamburg

Rosenstraße 2  
20095 Hamburg  
Tel.: +49 40 3334-4705

### DZ HYP München

Türkenstraße 16  
80333 München  
Tel.: +49 89 512676-55

### DZ HYP Stuttgart

Heilbronner Straße 41  
70191 Stuttgart  
Tel.: +49 89 512676-55

## Privatkunden

### DZ HYP Berlin

Pariser Platz 3  
10117 Berlin  
Tel.: +49 40 3334-4706

### DZ HYP Düsseldorf

Ludwig-Erhard-Allee 20  
40227 Düsseldorf  
Tel.: +49 211 220499-5830

### DZ HYP Frankfurt

CITY-HAUS I, Platz der Republik 6  
60325 Frankfurt am Main  
Tel.: +49 69 750676-12

### DZ HYP Hamburg

Rosenstraße 2  
20095 Hamburg  
Tel.: +49 40 3334-4706

### DZ HYP München

Türkenstraße 16  
80333 München  
Tel.: +49 89 512676-41

### DZ HYP Stuttgart

Heilbronner Straße 41  
70191 Stuttgart  
Tel.: +49 711 120938-39

## Öffentliche Kunden

Sentmaringer Weg 1  
48151 Münster  
Tel.: +49 251 4905-3333







Eine Übersicht aller bisher erstellten  
Marktberichte der DZ HYP finden Sie hier.

**DZ HYP AG**

**Rosenstraße 2  
20095 Hamburg  
Tel. +49 40 3334-0**

**Sentmaringer Weg 1  
48151 Münster  
Tel. +49 251 4905-0**

**dzhyp.de**