

Eine Fachthemenreihe der DZ HYP | September 2018

DER DEUTSCHE PFANDBRIEFMARKT 2018 | 2019

Deutsche Pfandbriefe unter
dem Einfluss Europas

dzhyp.de

INHALT

- 02 **Vorwort**
- 03 **Deutsche Pfandbriefe unter dem Einfluss Europas**
- 04 **Marktentwicklungen**
- 11 **Bonität von Pfandbriefen**
- 22 **Europäische Perspektive**
- 34 **Rechtliche Grundlagen für Pfandbriefe**
- 68 **Aufsichtsrechtliche Behandlung von Pfandbriefen**
- 70 **Anleiheübersicht**
- 71 **Impressum**
- 76 **Anschriften der DZ HYP**

VORWORT

Der deutsche Pfandbriefmarkt steht unter maßgeblichem Einfluss Europas. Zum einen gibt die Europäische Zentralbank (EZB) mit ihren geldpolitischen Maßnahmen die Richtung für Renditen und Risikoaufschläge für europäische Covered Bonds vor. Auch deutsche Pfandbriefe konnten sich dem übergeordneten Trend ausgeweiteter Swapsreads am internationalen Markt für gedeckte Bankanleihen nicht entziehen. Hauptgrund dieser Tendenz dürfte in erster Linie die absehbare Reduzierung der Ankäufe von Covered Bonds der EZB ab Herbst 2018 sein. Zum anderen liegt seit März dieses Jahres ein Gesetzesentwurf des europäischen Regulierungswerks zur Harmonisierung der europäischen Covered Bond Gesetze vor. Das neue Gesetz wird auch Änderungen im Pfandbriefgesetz erfordern, wenngleich diese im europäischen Vergleich überschaubar bleiben dürften.

Die bedeutende Rolle der Immobilienfinanzierungen für Pfandbriefbanken spiegelt sich in ihrem Anteil am Gesamtemissionsvolumen wider. Hypothekendarlehen werden im Jahr 2018 rund 80 Prozent des Gesamtvolumens ausmachen. Dementsprechend bleiben die Hypothekendarlehenbanken vor den Landesbanken die volumenstärkste Emittentengruppe in Deutschland.

Der vorliegende Bericht zum Pfandbriefmarkt 2018/2019 gibt einen Überblick über die aktuellen Marktentwicklungen und betrachtet intensiv die europäische Perspektive hinsichtlich der Harmonisierung europäischer Covered Bond Gesetze und den geplanten European Secured Notes. Zudem werden die aktuellen Diskussionen um grüne Hypothekendarlehen analysiert und rechtliche Grundlagen des Pfandbriefs ausführlich dargestellt.

DZ HYP

September 2018

DEUTSCHE PFANDBRIEFE UNTER DEM EINFLUSS EUROPAS

- » Die Geldpolitik der EZB bestimmt die Richtung der Renditen und Swapsreads deutscher Pfandbriefe
- » Mit der Harmonisierung der europäischen Covered Bond Gesetze dürften auch Änderungen im Pfandbriefgesetz anstehen
- » Die hohe Bonität der Pfandbriefe profitiert weiterhin von den soliden gesetzlichen Grundlagen in Deutschland

Zusammenfassung

Der Einfluss Europas auf den deutschen Pfandbriefmarkt ist groß. Im Moment gibt die Europäische Zentralbank (EZB) mit ihrer nach wie vor expansiven Geldpolitik die Richtung für Renditen und Swapsreads am europäischen Covered Bond Markt vor. Auch die deutschen Pfandbriefe sind davon betroffen. Seit Beginn des Jahres weiten sich die Pfandbrief-Swapsreads leicht aus, wobei diese Entwicklung bei Anleihen im längeren Laufzeitenbereich von zehn Jahren stärker als am kurzen Ende des Laufzeitepektrums ausfällt. Wichtigster Grund für diese allgemein am Covered Bond Markt zu beobachtende Tendenz ist das rückläufige Kaufvolumen unter dem dritten Covered Bond Kaufprogramm (CBPP3) der EZB. Ab 2019 werden wahrscheinlich nur noch die Rückflüsse aus den verschiedenen Anleihekaufprogrammen von der EZB reinvestiert. Ob fällige Covered Bonds entsprechend wieder in dieser Assetklasse angelegt werden, ist derzeit noch unklar. Unter der Annahme, dass die Rückflüsse aus CBPP3 des ersten Halbjahres 2019 in den Covered Bond Markt gleichmäßig auf die ersten sechs Monate des Jahres verteilt reinvestiert werden, ergäbe sich ein monatliches Kaufvolumen von 2 Mrd. Euro. Dies wäre in etwa die Hälfte dessen, was die EZB noch zu Beginn 2018 gekauft hat. Die Unterstützung für die Swapsreads geht damit zurück. Die erwarteten EZB-Käufe sollten einen allgemein sprunghaften Anstieg der Risikoprämien jedoch verhindern.

Die Harmonisierung der europäischen Covered Bond Gesetze schreitet voran. Im März 2018 wurde der Entwurf des europäischen Regulierungswerks veröffentlicht. Es gibt noch Anpassungsbedarf, insbesondere bei der Definition geeigneter Deckungswerte und der Anforderungen hinsichtlich der Homogenität der Deckungsmasse. Insgesamt kann der prinzipienbasierte Entwurf jedoch als sehr gut gelungen angesehen werden. Für das deutsche Pfandbriefgesetz dürfte es im Detail Anpassungsbedarf geben. Bei vielen Punkten im europäischen Regulierungswerk dürfte aber das deutsche Pfandbriefgesetz als Ideengeber gedient haben. Bis spätestens zum Frühjahr 2019 sollte das Regulierungswerk veröffentlicht werden, wenn dieses europäische Projekt noch vor den voraussichtlich vom 23. bis 26. Mai 2019 anstehenden Europawahlen abgeschlossen werden soll. Nach Veröffentlichung wären die Mitgliedsländer der Europäischen Union (EU) am Zug, um die neuen Vorgaben aus Brüssel in nationales Recht umzusetzen. Für Pfandbriefgläubiger dürften sich daraus keine Verschlechterungen ergeben. Zu den Stärken des Pfandbriefs zählen die soliden gesetzlichen Grundlagen, womit ein belastbares Fundament für die hohe Bonität dieser Anleiheklasse gelegt wird. Dies erkennen auch die Ratingagenturen immer wieder an.

MARKTENTWICKLUNGEN

Renditen und Swapsreads

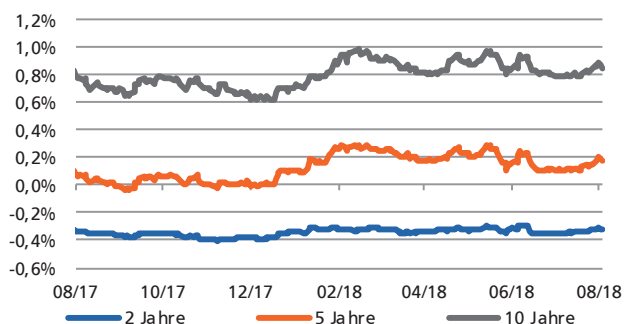
Die Renditen innerhalb der Eurozone verharren weiter auf ihrem niedrigen Niveau. Ende 2017 setzten zwar Spekulationen bezüglich steigender Zinsen innerhalb des Euroraums ein, die die Renditen für zehnjährige Bundesanleihen Anfang 2018 zwischenzeitlich auf bis 0,8 Prozent steigen ließen. Danach legten die Renditen jedoch wieder den Rückwärtsgang ein. Hierfür können die aufgrund der internationalen Handelsstreitigkeiten wachsenden Sorgen der Marktteilnehmer bezüglich der Wirtschaftsaussichten beigetragen haben. Neben den immer weiteren protektionistischen Maßnahmen wichtiger globaler Wirtschaftsräume und den Unsicherheiten im Zusammenhang mit den Brexit-Verhandlungen belasteten in der ersten Jahreshälfte 2018 auch die politischen Entwicklungen in Italien die Gemüter der Investoren. Auch wenn die konjunkturelle Dynamik innerhalb Europas dadurch bislang noch nicht nachhaltig beeinflusst wurde, haben diese Themen dennoch das Potenzial, künftig für Turbulenzen am Rentenmarkt zu sorgen.

Renditen verharren auf niedrigem Niveau

Im Schlepptau der Entwicklungen der Bundrenditen bewegten sich auch die Zinsen für deutsche Pfandbriefe weiter auf geringem Niveau. Allerdings haben sich die Renditen für zehnjährige Pfandbriefe im Durchschnitt und im Vergleich zu den entsprechenden Bundesanleihen seit Februar nicht so stark verringert. Eine leichte Ausweitung des Bund-Swapsreads und die seit März einsetzende Ausweitung der Asset-Swapsreads von Pfandbriefen im ersten Halbjahr 2018, die insbesondere den längeren Laufzeitenbereich betroffen hat, haben dazu beigetragen, dass die generischen Pfandbriefrenditen bis Mitte Juli zwischen 0,8 und 1,0 Prozent fluktuieren. Die Asset-Swapsread deutscher Pfandbriefe konnten sich damit dem übergeordneten Trend am internationalen Markt für gedeckte Bankanleihen nicht entziehen. Die Hauptursache für die aktuelle Tendenz zu schleichenden Swapsreadausweitungen für Covered Bonds dürfte in den absehbaren Änderungen bezüglich des dritten Kaufprogramms für Covered Bonds (CBPP3) der Europäischen Zentralbank (EZB) zu finden sein.

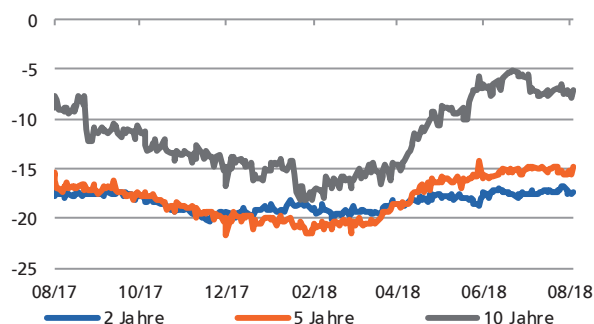
Leicht erhöhte Pfandbriefrenditen auch wegen höherer Swapsreads

GENERISCHE PFANDBRIEFRENDITEN
IN PROZENT



Quelle: Bloomberg, Berechnungen und Darstellung DZ BANK Research

GENERISCHE SWAPSPREADS FÜR PFANDBRIEFE
IN BASISPUNKTEN



Quelle: Bloomberg, Berechnungen und Darstellung DZ BANK Research

Neben der Geldpolitik der EZB hatten auch die politischen Entwicklungen in Italien und Spanien Einfluss auf die Swapsreads gedeckter Bankanleihen. Die seit Frühjahr gestiegenen politischen Risiken in Italien haben sich vor allem auf italienische Covered Bonds ausgewirkt und sich kaum auf andere Marktsegmente beziehungsweise deutsche Pfandbriefe übertragen. Allerdings sind auch die Risikoaufschläge von Cédulas, den spanischen Covered Bonds, Ende Mai beziehungsweise Anfang Juni überproportional gestiegen. Ob hier eine Ansteckung aus Italien vorliegt, lässt sich mit letzter Sicherheit nicht

Politische Risiken in Südeuropa haben sich nicht auf den Pfandbriefmarkt ausgewirkt

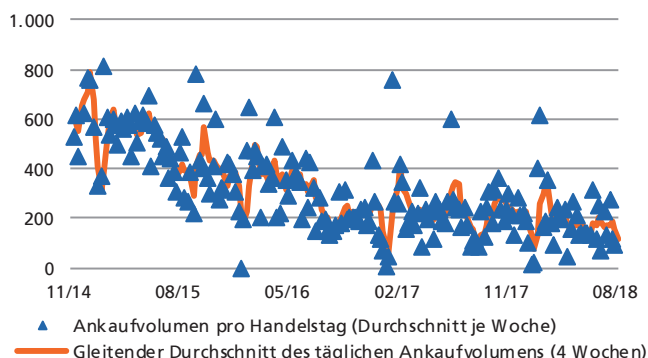
sagen. Der Grund für diese Ausweitung könnte jedoch auch hausgemacht sein, weil der Sturz der damaligen spanischen Regierung und die Bildung einer neuen Minderheitsregierung genau in den Zeitraum der Spreadausweitungen bei italienischen Covered Bonds gefallen sind.

Die politischen Risiken bleiben zwar ein wichtiger Faktor für einzelne Ländersegmente. Die übergeordnete Tendenz für die Swapsreads der Covered Bonds inklusive Pfandbriefe dürfte aber weiterhin in den kommenden Monaten maßgeblich durch die EZB und ihre geldpolitischen Maßnahmen vorgegeben werden. Die Anleihebestände im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (Asset Purchase Programme, APP) der EZB, zu dem auch das CBPP3 gehört, werden wohl nach Dezember 2018 nicht weiter aufgebaut. Bis einschließlich September 2018 plant die Zentralbank für ihre gesamten APP-Bestände Anleihen im Volumen von 30 Mrd. Euro pro Monat netto neu hinzu zu kaufen. Ab Oktober wird der Aufbau des APP-Portfolios auf monatlich 15 Mrd. Euro zurückgefahren. Die Beendigung der Nettoanleihekäufe hängt noch von der Entwicklung des Wirtschaftswachstums und der Inflation im Euroraum ab. Die Hürden für eine Fortsetzung der Nettokäufe über das Jahr 2018 hinaus sind jedoch sehr hoch. Wenn die EZB wie erwartet die Nettokäufe zum Jahresende einstellt, wird sich die Aufmerksamkeit der Marktteilnehmer auf die angekündigten Reinvestitionen im Rahmen des APPs richten. Die Rückflüsse ins APP-Portfolio aus fälligen Anleihen sollen noch eine Zeit lang wieder angelegt werden. Damit wird der monetäre Impuls auf dem Ende 2018 erreichten Niveau weiter beibehalten. Bislang ist noch offen, wie lange die EZB ihre Reinvestitionen durchführen wird. Erwartet wird ein längerer Zeitraum, der über das Jahr 2019 hinausgehen dürfte.

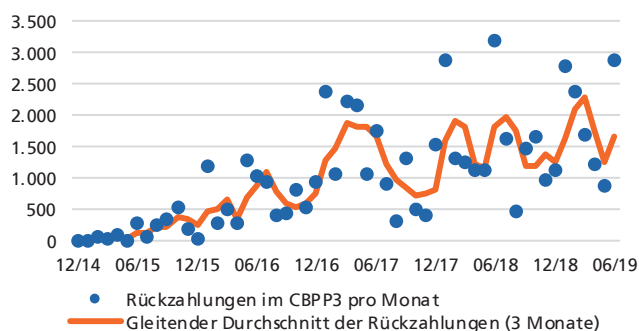
Ab 2019 dürfte der Fokus auf Reinvestitionen liegen

CBPP3 ist einer der ersten Bausteine des APPs. Seit Oktober 2014 werden unter diesem Programm gedeckte Anleihen von der EZB gekauft. Das CBPP3-Portfolio erreichte zum 17. August 2018 ein Volumen von 256,9 Mrd. Euro (bewertet zu fortgeführten Anschaffungskosten). Der Aufbau des CBPP3-Bestands erfolgt seit einiger Zeit mit immer geringerem Tempo. Die Gründe dafür sind vielfältig. Zu Beginn des Jahres 2018 wurde das monatliche Kaufvolumen im APP von insgesamt 60 Mrd. Euro auf 30 Mrd. Euro zurückgefahren. Dies beeinflusste natürlich auch das monatliche Kaufvolumen innerhalb des CBPP3s als Unterprogramm des APPs. Außerdem gingen die im Sekundärmarkt verfügbaren Anleihen seit Programmstart Schritt für Schritt zurück. Zu Beginn von CBPP3 kaufte die EZB noch gedeckte Anleihen im Volumen von im Durchschnitt 500 Mio. Euro pro Handelstag, manchmal auch mehr. Das Kaufvolumen ist inzwischen bis Juli 2018 auf durchschnittlich etwa 150 Mio. Euro bis 200 Mio. Euro pro Handelstag zurückgegangen. Der Bestandsaufbau wird darüber hinaus durch die trendmäßig steigenden Fälligkeiten im CBPP3-Portfolio verlangsamt. Im Jahr 2017 wurden im CBPP3-Portfolio Anleihen im Volumen von 15,6 Mrd. Euro fällig. 2016 waren es lediglich Anleihen im Gesamtwert von 8,6 Mrd. Euro. Im laufenden Jahr werden Fälligkeiten innerhalb des CBPP3s im Volumen von 18,3 Mrd. Euro erwartet, wobei in der ersten Jahreshälfte bereits Covered Bonds im Volumen von 10,9 Mrd. Euro zurückgezahlt wurden. Für das erste Halbjahr 2019 erwartet die EZB im Rahmen des CBPP3-Portfolios Rückflüsse aus fälligen Anleihen im Volumen von insgesamt 11,8 Mrd. Euro.

Bestandsaufbau unter CBPP3 verlangsamt sich seit einiger Zeit

**RÜCKLÄUFIGES KAUFVOLUMEN PRO WOCHE UNTER CBPP3
IN MIO. EURO**

Quelle: Europäische Zentralbank, Darstellung DZ BANK Research

**VOLUMEN FÄLLIGER ANLEIHEN IM CBPP3-PORTFOLIO STEIGT
IN MIO. EURO, ZAHEN AB JULI 2018 SCHÄTZUNGEN DER EZB**

Quelle: Europäische Zentralbank, Darstellung DZ BANK Research

Falls die erwarteten Rückflüsse aus fälligen Anleihen innerhalb des CBPP3-Portfolios wieder im Covered Bond Markt angelegt werden, ergäbe sich daraus ab Januar 2019 ein monatliches Kaufvolumen in der ersten Jahreshälfte von durchschnittlich rund 2 Mrd. Euro. Dieser Wert unterstellt, dass die EZB die Käufe über diesen Zeitraum glättet. Das heißt, die EZB ersetzt die Anleihen nicht erst dann, wenn die Anleihen fällig werden, weil dies zu stark unterschiedlichen monatlichen Kaufvolumina führen würde. Verglichen mit dem monatlichen CBPP3-Kaufvolumen der EZB von durchschnittlich rund 4 Mrd. Euro im ersten Halbjahr 2018 bedeutet dies zwar einen deutlichen Rückgang. Aber auch die geringere Nachfrage der Zentralbank dürfte die Covered Bond Swap-spreads und mithin auch die der deutschen Pfandbriefe weiter unterstützen. Die Tatsache, dass die EZB ihre Käufe unter CBPP3 schon im Verlauf des Jahres 2018 nach und nach zurückfährt, hat bereits dazu geführt, dass sich die Swaps spreads aller Covered Bonds inklusive deutscher Pfandbriefe von ihren niedrigen Niveaus vom Jahresbeginn schleichend ausweiteten. Ein allgemein sprunghafter Anstieg der Swaps spreads mutet jedoch aufgrund der zu erwartenden Reinvestitionen von Rückflüssen aus dem CBPP3-Portfolio unwahrscheinlich an. Eine weitere schleichende Ausweitung der Swap-spreads deutscher Pfandbriefe (und anderer europäischer Covered Bonds) erscheint wahrscheinlich, unter der Voraussetzung, dass die EZB ihre Käufe unter CBPP3 nicht von heute auf morgen einstellen und Rückflüsse für Reinvestitionen in den Covered Bond Markt nutzen wird.

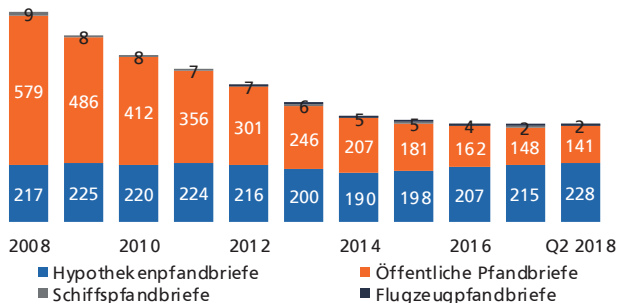
Schleichende Spreadausweitungen, auch wenn die EZB Rückflüsse für Reinvestitionen in Covered Bonds nutzt

Umlaufvolumen und Neuemissionen

Zum Ende des zweiten Quartals 2018 ist das Umlaufvolumen deutscher Pfandbriefe im Vergleich zum Beginn des Jahres um 4,3 Mrd. Euro auf 370,6 Mrd. Euro angestiegen. Grundlage hierfür sind die aktuellen Quartalsberichte der Pfandbriefbanken. Die Wachstumsimpulse von den Hypothekendarlehen haben die Rückgänge in anderen Pfandbriefarten mehr als kompensiert. Die Hypothekendarlehen haben ihren Marktanteil damit auf 61 Prozent ausgebaut. Das Umlaufvolumen von Pfandbriefen im Euro-Benchmark-Format (mindestens 500 Mio. Euro Emissionsvolumen und drei aktive Market-Maker für die jeweilige Anleihe) betrug Mitte 2018 rund 114,8 Mrd. Euro. Damit erreichten die Euro-Benchmark-Pfandbriefe einen Anteil von 31 Prozent am Gesamtumlauf im Pfandbriefmarkt. Der Marktanteil von Namenspfandbriefen erreichte im April 2018 einen Wert von 44 Prozent. Der Anteil der Namenspfandbriefe am Gesamtvolumen des Pfandbriefmarkts blieb damit seit 2014 leicht rückläufig, nachdem er in den Jahren zuvor kontinuierlich auf 49 Prozent in der Spitze angewachsen war.

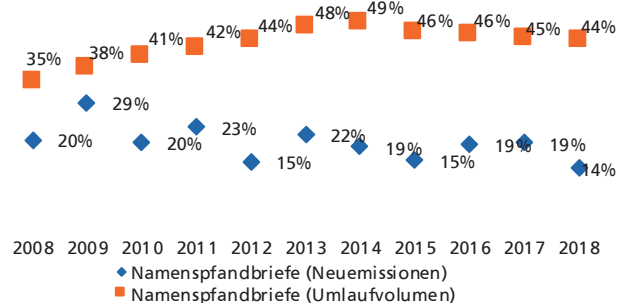
Leichtes Wachstum beim Pfandbriefumlaufvolumen im ersten Halbjahr 2018

UMLAUFVOLUMEN ERREICHT ZUM ENDE DES ZWEITEN QUARTALS 2018 EIN VOLUMEN VON 370.6 MRD. EURO ANGABEN IN MRD. EURO



Quelle: vdp, DSGV, Emittenten, Berechnungen und Darstellung DZ BANK Research

ANTEIL VON NAMENSPFANDBRIEFEN AM GESAMTVOLUMEN FÜR PFANDBRIEFE IST SEIT 2014 LEICHT RÜCKLÄUFIG

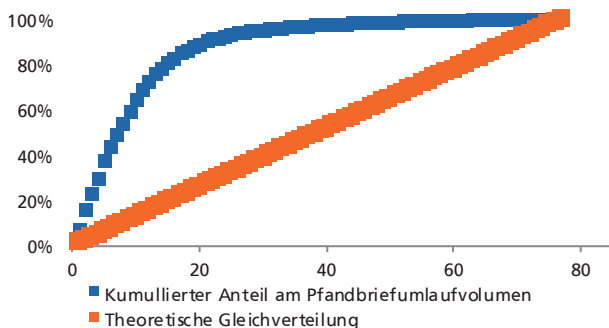


Quelle: Bundesbank, Berechnungen und Darstellung DZ BANK Research
Angaben für 2018 per April

Zur Mitte des Jahres 2018 gab es insgesamt 77 aktive Pfandbriefbanken. Das sind Banken, die nicht nur über eine Pfandbrieflizenz verfügen, sondern auch bereits mindestens einen Pfandbrief aufgelegt haben. Neben diesen Banken gibt es noch einige weitere deutsche Kreditinstitute, die zwar von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht eine Pfandbrieflizenz erteilt bekommen haben, davon jedoch noch nicht Gebrauch gemacht haben. Die volumenstärksten zehn Pfandbriefbanken vereinigen bereits rund 65 Prozent des gesamten Pfandbriefumlaufvolumens auf sich. Mit der Fusion der DG HYP und WL BANK zur DZ HYP Ende Juli hat diese Konzentration des Umlaufvolumens weiter zugenommen. Die Verteilung zwischen den verschiedenen Emittentengruppen änderte sich im Vergleich von Ende 2017 auf Mitte 2018 kaum. Die Fusion zur DZ HYP hat hierauf keinen Einfluss. Die Hypothekenbanken bleiben die volumenstärkste Emittentengruppe in Deutschland, gefolgt von den Landesbanken. Seit 2017 gibt es auch eine Bausparkasse, die Hypothekendarlehen als Refinanzierungsinstrument nutzt. Es wird einige Bausparkassen geben, die dem Vorbild dieses Pioniers folgen werden. Der Marktanteil dieser Emittentengruppe dürfte auf absehbare Zeit aber gering bleiben.

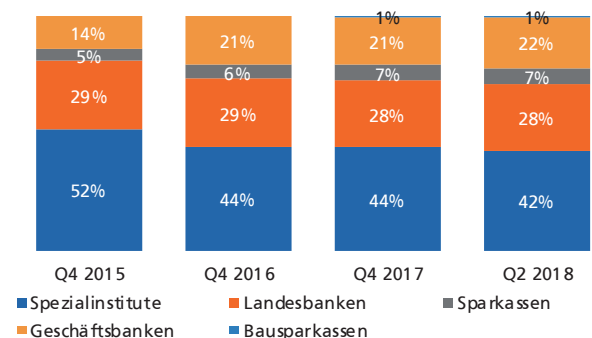
Hypothekenbanken bleiben volumenstärkste Emittentengruppe

DIE VOLUMENSTÄRKSTEN ZEHN EMITTENTEN VEREINEN RUND 65 PROZENT DES PFANDBRIEFUMLAUFVOLUMENS AUF SICH



Quelle: vdp, DSGV, Emittenten, Berechnungen und Darstellung DZ BANK Research

AUFTEILUNG DES PFANDBRIEFUMLAUFVOLUMENS VERÄNDERT SICH KAUM ZWISCHEN DEN EMITTENTENGRUPPEN



Quelle: vdp, DSGV, Emittenten, Berechnungen und Darstellung DZ BANK Research

Der Verband deutscher Pfandbriefbanken (vdp) erwartet für 2018 ein Gesamtemissionenvolumen von 50 Mrd. Euro (alle Währungen und Anleiheformate) in Deutschland, davon 39 Mrd. Euro als Hypothekendarlehen. Wenn diese Prognose zutrifft, wäre das

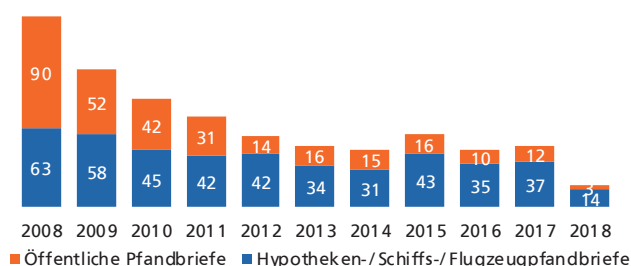
Anteil der Hypothekendarlehen steigt weiter

Emissionsvolumen in diesem Jahr auf einem ähnlichen Niveau wie 2017. Der Anteil der Hypothekendarpfandbriefe könnte sich 2018 im Vergleich zum Vorjahr sogar noch einmal erhöhen. Bislang beträgt der Anteil der Hypothekendarpfandbriefe am Pfandbriefneuemissionsvolumen per April 2018 laut Bundesbank rund 80 Prozent.

Die Emissionstätigkeit deutscher Pfandbriefbanken im Markt für Euro-Benchmark-Covered-Bonds war im ersten Halbjahr 2018 im Vergleich zu den Jahren 2016 und 2017 sehr stark. Bis einschließlich Ende Juli erreichten die Pfandbriefbanken ein Emissionsvolumen seit Jahresbeginn von insgesamt 19,7 Mrd. Euro. Damit wurde der Wert für das gesamte Jahr 2017 in Höhe von 18,4 Mrd. Euro bereits übertroffen. 2016 standen zum Jahresende 23,5 Mrd. Euro auf dem Primärmarkt-Tachometer. Bezogen auf die Anzahl der Primärmarkttransaktionen (nur Euro-Benchmark-Covered-Bonds) gab es 2018 mit 37 Neuemissionen oder Aufstockungen bereits mehr Marktauftritte deutscher Pfandbriefbanken als 2016 oder 2017. Außerdem übersteigt das Volumen neuer Euro-Benchmark-Pfandbriefe in diesem Jahr das Fälligkeitsvolumen, sodass dieses Marktsegment auf Wachstumskurs bleibt. Am Primärmarkt für Euro-Benchmark-Covered-Bonds erreichten die deutschen Pfandbriefe Ende Juli einen Marktanteil von 20,1 Prozent und hatten damit die Nase leicht vor den Emittenten aus Frankreich, die bislang auf einen Anteil von 18,5 Prozent kamen. Im vergangenen Jahr belegten die französischen Covered Bonds vor den deutschen Pfandbriefen Platz 1 in der Primärmarktstatistik.

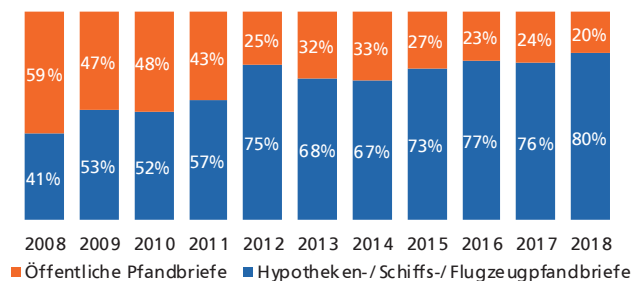
Benchmark-Pfandbriefe bleiben auf Wachstumskurs

BRUTTONEUEMISSIONSVOLUMINA IM PFANDBRIEFMARKT: DER VDP ERWARTET EINE LEICHTE ZUNAHME FÜR 2018 AUF 50 MRD. EURO
ANGABEN IN MRD. EURO



Quelle: Bundesbank, Berechnungen und Darstellung DZ BANK Research, Angaben für 2018 per April

VERTEILUNG DES BRUTTONEUEMISSIONSVOLUMENS AUF DIE VERSCHIEDENEN PFANDBRIEFARTEN



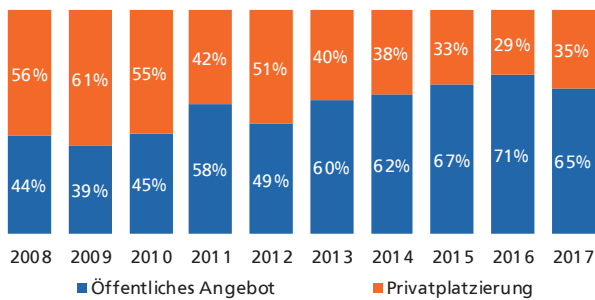
Quelle: Bundesbank, Berechnungen und Darstellung DZ BANK Research, Angaben für 2018 per April

Öffentlich platzierte Pfandbriefe wie beispielsweise Euro-Benchmark-Pfandbriefe haben in den vergangenen Jahren an Bedeutung gewonnen. Zwischen 2007 und 2010 lag ihr Anteil am Neuemissionsvolumen zwischen 39 Prozent und 45 Prozent. Diese Ziffer erreichte 2017 einen Wert von 65 Prozent, wobei der Spitzenwert der vergangenen zehn Jahre von 71 Prozent im Jahr 2016 zu verzeichnen war. Zu den öffentlich platzierten Pfandbriefen zählen nicht nur Benchmark-Anleihen (Emissionsvolumen mindestens 500 Mio. Euro aber weniger als 1 Mrd. Euro) und Jumbo-Pfandbriefe (Emissionsvolumen von 1 Mrd. Euro oder mehr), sondern auch Anleihen mit einem geringeren Emissionsvolumen, solange die Neuemission im Rahmen eines Buchbildungsverfahrens öffentlich angeboten wurde. Diese Anleihen werden vom vdp als traditionelle Pfandbriefe bezeichnet (zu dieser Kategorie zählen aber auch Namenspfandbriefe). Der Anteil von Benchmark- und Jumbo-Pfandbriefen am gesamten Neuemissionsvolumen bewegte sich seit 2014 zwischen 41 Prozent und 57 Prozent. Auch in diesem Jahr ist mit einem Anteil in dieser Größenordnung zu rechnen. Damit werden diese Anleiheformate in diesem Jahr

Benchmark- und Jumbo-Pfandbriefe leisten wesentlichen Beitrag im Refinanzierungsmix der Banken

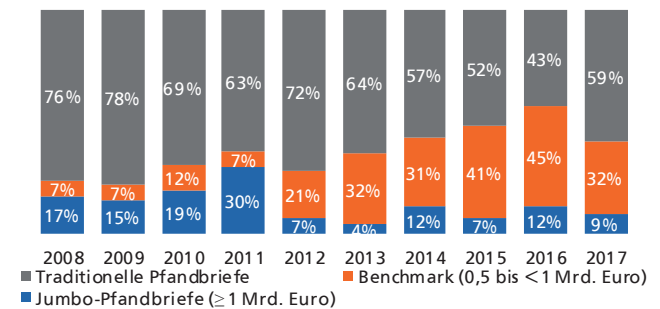
einmal mehr einen wichtigen Beitrag im Refinanzierungsmix der deutschen Pfandbriefbanken leisten.

EMISSIONSFORMAT: ANTEIL PRIVATPLATZierter PFANDBRIEFE NIMMT TENDENZIELL AB VERTEILUNG VON PFANDBRIEFNEUEMISSIONEN



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

BENCHMARK- UND JUMBO-PFANDBRIEFE LEISTEN EINEN WESENTLICHEN BEITRAG IM REFINANZIERUNGSMIX DER BANKEN VERTEILUNG VON PFANDBRIEFNEUEMISSIONEN



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

Im ersten Halbjahr 2018 waren nicht nur die deutschen Pfandbriefbanken besonders am Primärmarkt für Euro-Benchmark-Anleihen aktiv. Das Ende der Nettozukäufe der Europäischen Zentralbank unter CBPP3 könnte den einen oder anderen Emittenten veranlasst haben, geplante Neuemissionen eher früher als später an den Markt zu bringen, um noch in möglichst hohem Maße von der Unterstützung durch die EZB-Käufe zu profitieren. Wie oben bereits ausgeführt, haben die rückläufigen Käufe der EZB unter CBPP3 bereits zu einem Prozess der schleichenden Ausweitung der Swapsreads von Covered Bonds geführt. Emittenten müssen also immer tiefer in die Tasche greifen, um genügend Investoren für ihre Neuemissionen zu gewinnen. Im Preisbildungsprozess für eine Neuemission werden im Vergleich zu den Sekundärmarktniveaus im aktuellen Marktumfeld in der Regel leicht höhere Swapsreads für neue Anleihen geboten. Diese Neuemissionsprämien (New Issue Premium, NIP) liegen für neue deutsche Pfandbriefe im Großen und Ganzen auf dem Marktdurchschnitt beziehungsweise teilweise ein wenig darunter. Neben dem Herkunftsland des Emittenten gibt es noch eine Reihe weiterer möglicher Einflussgrößen auf die Neuemissionsprämien einer Anleihe.

Zahlreiche Neuemissionen im ersten Halbjahr

NIPs sind im Zeitverlauf nicht konstant. Sie spiegeln die aktuelle Angebots- und Nachfragesituation wider. So lässt sich feststellen, dass im Jahr 2016 die Neuemissionsprämien für Euro-Benchmark-Covered-Bonds im Durchschnitt 4,2 Basispunkte betrugen, während sie 2017 durchschnittlich nur 1,7 Basispunkte erreichten. Das Gesamtemissionsvolumen von Euro-Benchmark-Covered-Bonds 2016 belief sich auf 125,5 Mrd. Euro und verteilte sich auf 145 Neuemissionen und 14 Aufstockungen. Im Jahr 2017 waren es 135 Neuemissionen und 15 Aufstockungen, für die sich ein Gesamtvolumen von 112,6 Mrd. Euro errechnete. Wir haben für die Jahre 2016 und 2017 sowie für das Jahr 2018 (von Jahresbeginn bis einschließlich 17. Juli) die NIPs für Neuemissionen und Aufstockungen von Euro-Benchmark-Covered-Bonds (soweit sie uns vorlagen) nach bestimmten Merkmalen ausgewertet und ihren jeweiligen möglichen Erklärungsbeitrag zu den NIPs untersucht. Die Ergebnisse lassen sich wie folgt zusammenfassen:

Neuemissionsprämien schwanken im Zeitverlauf

» Die Assetklasse der Deckungsmasse und die Rückzahlungsstruktur der Covered Bonds (Hard Bullet versus Soft Bullet) scheinen keinen systematischen Einfluss auf die Höhe der Neuemissionsprämien von Euro-Benchmark-Covered-Bonds zu haben.

Keine extra Prämie für Hypotheken Covered Bonds mit Soft Bullet

Hier scheinen sich die Marktstandards bereits zu eindeutig etabliert zu haben. Anders formuliert brauchen Investoren von Hypotheken Covered Bonds mit Soft Bullet aktuell nicht mit einer besonderen Prämie zu rechnen.

- » Das dritte Kaufprogramm für Covered Bonds von der EZB hat zwar die Swap-spreads der kauffähigen Anleihen deutlich gedrückt. Die Neuemissionsprämien von CBPP3-fähigen Anleihen fallen im Vergleich zu nicht kauffähigen Anleihen allerdings höher aus, weil die relevanten Sekundärmarktkurven nach unten verzerrt sind. Ein weiteres Ergebnis der Geldpolitik der EZB sind die seit Jahren historisch niedrigen Zinsen. Emittenten legen daher Anleihen mit immer längeren Laufzeit auf, für die sie jedoch scheinbar keine systematisch und ausgeprägt höheren Neuemissionsprämien bezahlen müssen. Dies ist verwunderlich, weil mit längeren Laufzeiten der Anleihen im Regelfall auch höhere Credit-Spreads von Investoren verlangt werden.
- » Covered Bond Ratings scheinen einen Einfluss auf die Höhe der Neuemissionsprämien zu haben. Je schlechter das Rating, desto höher die Prämien. Allerdings ist die Datenlage für die schlechteren Ratingklassen dünn. Gleiches gilt für Emittenten, die selten oder erstmals einen Euro-Benchmark-Covered-Bond auflegen. Die Vorstellung, dass diese Emittenten höhere Neuemissionsprämien zahlen müssen, erscheint ökonomisch plausibel. Sie lässt sich aufgrund der nur sehr wenigen Datenpunkte aber kaum statistisch signifikant erhärten.
- » Letztlich ist die über die Bid/Cover-Ratio gemessene Nachfrage-Angebots-Dynamik nach unserer Meinung der wichtigste Gradmesser für die Neuemissionsprämien. Je geringer die Nachfrage nach einer Anleihe ausfällt, desto höher müssen die Neuemissionsprämien ausfallen, um das Orderbuch ausreichend zu füllen. Letztlich scheinen hier alle Faktoren wie in einem Brennglas gebündelt zu werden.

Einfluss des Kaufprogramms der EZB

Ratings scheinen einen Einfluss auf die NIPs auszuüben

Bid/Cover-Ratio als Brennglas für alle anderen Faktoren

Umlaufvolumina haben Relevanz für die Pfandbriefratings

Die Daten zum Umlauf- und Neuemissionsvolumen am Pfandbriefmarkt haben auch eine Relevanz für die Bonitätsnoten der gedeckten Anleihen. Die Bedeutung der Pfandbriefe für das deutsche Finanzsystem ist ein wichtiger Faktor für die Ratingagenturen. Daran leiten die Agenturen ab, inwieweit Pfandbriefgläubiger im eventuellen Bedarfsfall auf eine besondere Unterstützung seitens der Pfandbrief-Gemeinschaft oder sogar der öffentlichen Hand hoffen dürfen. Um die Bedeutung eines Covered Bond Marktes für ein Land einzuschätzen, nutzen Ratingagenturen häufig Marktdaten wie Umlauf- und Neuemissionsvolumina, die ins Verhältnis zu anderen Finanz- und Wirtschaftsstatistiken gesetzt werden. Ein Beispiel dafür sind die regelmäßigen Untersuchungen von S&P zum deutschen Pfandbriefmarkt (siehe zum Beispiel „The German Pfandbrief Market: Ongoing Success Story Or Further Decline Ahead“ vom 12. September 2017). S&P betrachtet den Anteil der Pfandbriefe an der Gesamtrefinanzierung von Banken und die Relation zwischen Pfandbriefvolumen und der deutschen Wirtschaftsleistung. Im Falle Deutschlands kommt die Agentur zu dem Ergebnis, dass Pfandbriefe eine nach wie vor große Bedeutung für das deutsche Finanzsystem haben. Im folgenden Kapitel gehen wir genauer auf die Ratingentwicklungen im deutschen Pfandbriefmarkt ein.

BONITÄT VON PFANDBRIEFEN

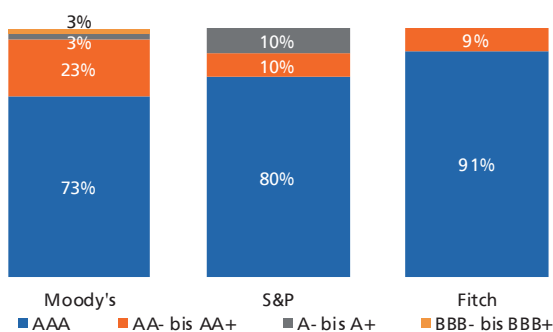
Die Ratingagenturen haben ihre Methoden für Covered Bonds in den vergangenen zwölf Monaten – von kleineren, eher technischen Anpassungen abgesehen – im Wesentlichen unverändert gelassen. Im April 2018 hat S&P die Einführung einer neuen Bonitätsnote für Banken angekündigt. Das Reference Counterparty Rating (RCR) dient als Einschätzung für die Ausfallwahrscheinlichkeit von Bankverbindlichkeiten, die keinem Bail-in-Risiko unterliegen. Das heißt, das RCR bezieht sich auf Bankverbindlichkeiten, denen im Restrukturierungs- oder Rettungsfall keine Verluste zugewiesen oder in Eigenkapital umgewandelt werden können. Das RCR könnte, ähnlich wie das Counterparty Risk Assessment bei Moody's, der neue Ankerpunkt für das Covered Bond Rating (Reference Rating Level, RRL) bei S&P werden. In den Wochen nach der Ankündigung zur Einführung der neuen Bonitätsnote wurden die RCRs nach und nach an relevante Banken erteilt. Bis Ende Juli 2018 hatte sich die Agentur jedoch noch nicht zu möglichen Veränderungen bezüglich der Covered Bond Ratingmethode geäußert. Größere Veränderungen sind jedoch nicht zu erwarten, weil das RRL bereits die positiven Effekte durch die Bail-in-Regeln für Covered Bond Gläubiger berücksichtigt.

Keine wesentlichen Veränderungen in den Ratingmethoden

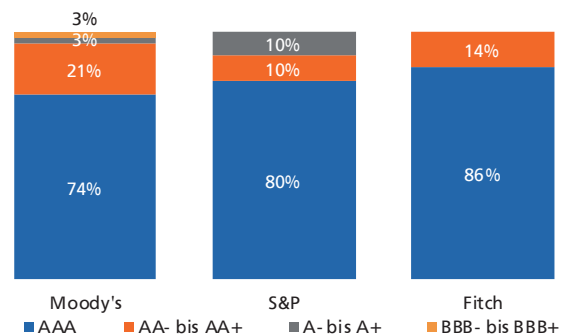
Die Ratingverteilung für Pfandbriefe hat sich von Mitte 2017 auf Mitte 2018 ebenfalls kaum verändert. Moody's erteilt mit 40 Ratings mit Abstand die meisten Bonitätsnoten an deutsche Pfandbriefe. Der Anteil von mindestens mit Doppel-A bewerteten Pfandbriefen ist bei Moody's mit 95 Prozent nahezu unverändert geblieben. Völlig unverändert ist die Verteilung der zehn Pfandbriefratings bei S&P geblieben. Im Falle von Fitch gab es in der Verteilung der insgesamt 14 veröffentlichten Pfandbriefratings zum Ende des zweiten Quartals 2018 etwas Bewegung, weil diese gegenüber den zu verzeichnenden Zu- und Abgängen recht sensibel reagiert. Insgesamt scheinen von den Agenturen derzeit keine unmittelbaren Gefahren durch Herabstufungen für Investoren zu drohen. Die Bonitätsnoten für Pfandbriefe sollten in den kommenden Monaten stabil bleiben. Daraus bietet sich die Gelegenheit, etwas hinter die Kulissen zu blicken und die Einflüsse von Immobilienpreisen, Kreditvergabestandards und energieeffizienten Gebäuden auf die Analyse der Ratingagenturen für das wichtige Segment der Hypothekenpfandbriefe zu werfen.

Weiter stabile Ratings zu erwarten

VERTEILUNG DER PFANDBRIEFRATINGS NACH AGENTUREN
STAND: ZWEITES QUARTAL 2017



VERTEILUNG DER PFANDBRIEFRATINGS NACH AGENTUREN
STAND: ZWEITES QUARTAL 2018



Quelle: Fitch, Moody's, S&P, Berechnungen und Darstellung DZ BANK Research

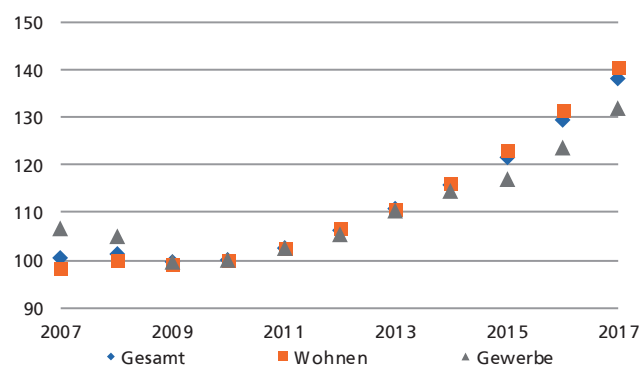
Quelle: Fitch, Moody's, S&P, Berechnungen und Darstellung DZ BANK Research

Steigende Hauspreise und markroprudenzielle Eingriffe

Die Immobilienpreise in Skandinavien aber auch in außereuropäischen Ländern wie Australien oder Kanada werden von vielen Marktteilnehmern mit Argusaugen betrachtet. Auch in Deutschland steigen die Hauspreise, vor allem in den Ballungsgebieten, seit einigen Jahren teilweise rasant an. Die Zahlen des vdp zum deutschen Immobilienmarkt belegen den Preisauftrieb. Der vdp-Immobilienpreisindex stieg im ersten Quartal 2018 um 8,8 Prozent im Vorjahresvergleich. Dies war bis dahin die höchste Wachstumsrate seit Beginn der Indexberechnung im Jahr 2003. Die Preise für Wohnimmobilien steigen weiter schneller als für gewerblich genutzte Gebäude. Vor allem Mehrfamilienhäuser verteuern sich überproportional. Außerdem zeigt der Index des vdp für die TOP-7 Städte, in dem die Entwicklungen für Berlin, Düsseldorf, Frankfurt am Main, Hamburg, Köln, München und Stuttgart zusammengefasst werden, im Vergleich zum Gesamtmarkt ein deutlich höheres Plus. Auch hier wurde der rasante Preisauftrieb durch das Geschehen am Markt für Mehrfamilienhäuser getrieben.

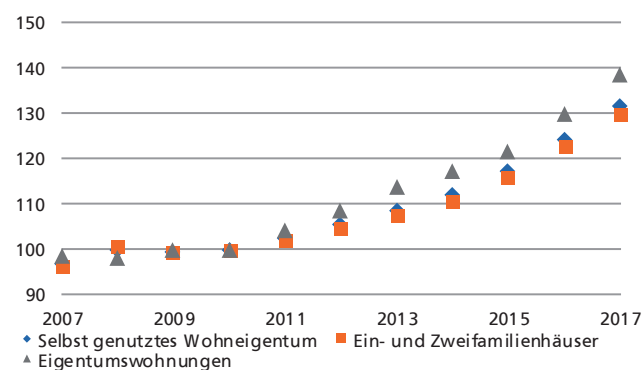
Starker Immobilienpreisanstieg in Deutschland

WEITER PREISAUFTRIEB FÜR DEUTSCHE IMMOBILIEN, WOHNGEBÄUDE HABEN DIE NASE VORN
2010 = 100



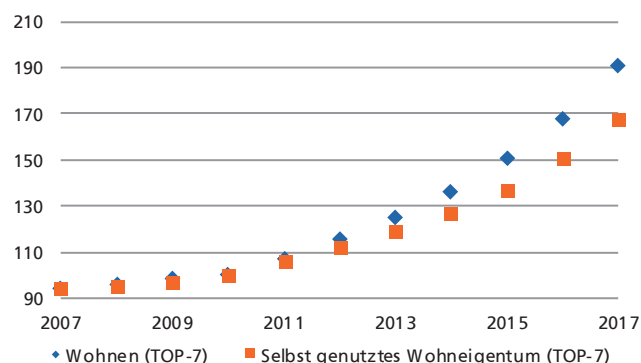
Quelle: vdpResearch, Darstellung DZ BANK Research

PREISE FÜR EIGENTUMSWOHNUNGEN STEIGEN SCHNELLER ALS JENE FÜR EIN- UND ZWEIFAMILIENHÄUSER
2010 = 100



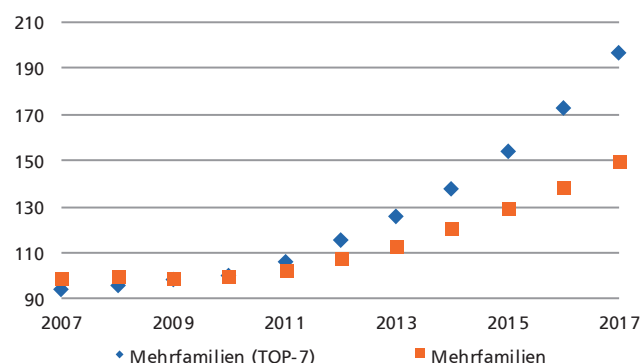
Quelle: vdpResearch, Darstellung DZ BANK Research

BESONDERS STARKES PLUS IN DEN DEUTSCHEN GROßSTÄDTEN, SELBST GENUTZTE WOHNUNG HINKEN HINTERHER
2010 = 100



Quelle: vdpResearch, Darstellung DZ BANK Research
TOP-7 umfasst Berlin, Düsseldorf, Frankfurt am Main, Hamburg, Köln, München und Stuttgart

VOR ALLEM MEHRFAMILIENHÄUSER IN GROßSTÄDTEN HABEN SICH IN DEN LETZTEN DREI JAHREN ÜBERPROPORTIONAL VERTEUERT
2010 = 100, KAPITALWERTÄNDERUNGEN



Quelle: vdpResearch, Darstellung DZ BANK Research
TOP-7 umfasst Berlin, Düsseldorf, Frankfurt am Main, Hamburg, Köln, München und Stuttgart

Der vdp sieht eine sich entspannende Situation durch die Neubautätigkeit für Eigentumswohnungen. Die Nachfrage scheint allerdings aufgrund der guten wirtschaftlichen Lage und der weiterhin niedrigen Zinsen nach wie vor über dem Angebot zu liegen,

Abschwächung der Preisentwicklung bei Eigenheimen lässt noch auf sich warten

sodass nach Einschätzung des vdp die Abschwächung der Preisentwicklung noch auf sich warten lassen wird. Unsere Immobilienexperten sehen momentan keinen Anlass für größere Preiskorrekturen, allerdings wächst das Risiko. Leicht anziehende Zinsen und trübere Wirtschaftsaussichten belasten die stark gestiegenen Immobilienpreise.

ANGABEN ZU OBJEKTEN UND FINANZIERUNGEN FÜR DIE JAHRE 2015 UND 2017

	Jahr	Einfamilienhäuser (nur selbstgenutzt)	Eigentumswohnungen		
			insgesamt	selbst genutzt	vermietet
Wohnfläche (Quadratmeter)	2017	143	83	88	76
	2015	146	86	93	74
Objektpreis (Anschaffungspreis ohne Erwerbsnebenkosten in Euro)	2017	334.000	235.000	253.000	207.000
	2015	298.000	215.000	239.000	171.000
Fremdmittel (Euro)	2017	261.000	186.000	203.000	160.000
	2015	229.000	163.000	179.000	135.000
Fremdmittelquote (= Fremdmittel / Objektpreis)	2017	78 Prozent	79 Prozent	80 Prozent	77 Prozent
	2015	77 Prozent	76 Prozent	75 Prozent	79 Prozent
Monatliches Haushaltsnettoeinkommen (Euro)	2017	4.400	4.400	3.500	5.900
	2015	4.100	4.100	3.600	5.000
Monatliche Gesamtbelastung aus Fremdmitteln (Euro)	2017	1.090	810	830	780
	2015	940	720	770	650
Kreditbelastungsquote	2017	25 Prozent	18 Prozent	24 Prozent	13 Prozent
	2015	23 Prozent	18 Prozent	21 Prozent	13 Prozent
Objektpreis-Einkommens-Relation (Objektpreis als Vielfaches des jährlichen Haushaltsnettoeinkommens)	2017	6,3 : 1	4,5 : 1	6,0 : 1	2,9 : 1
	2015	6,1 : 1	4,4 : 1	5,5 : 1	2,9 : 1
Datengrundlage (Anzahl der Fälle)	2017	793	734	446	288
	2015	774	802	521	281

Quelle: vdpResearch auf Grundlage von Angaben der vdp-Mitgliedsinstitute, Darstellung DZ BANK Research

Die deutschen Hauspreise sind zwischen Mitte 2014 und Mitte 2017 schneller gestiegen als die Einkommen der privaten Haushalte. Dies ist ein Ergebnis einer weiteren Studie des vdp, die Daten aus einer Umfrage im 1. Halbjahr 2017 unter vdp-Mitgliedsinstituten genutzt hat (siehe „vdp-Spotlight Immobilien – Strukturen der Wohneigentumsfinanzierung 2017“ vom 25. Oktober 2017). Diese vdp-Studie untersucht die Entwicklung bei der Kreditvergabe für Eigenheimfinanzierungen in Deutschland. Der Finanzierungsbedarf der Darlehensnehmer wächst aufgrund der steigenden Hauspreise. Gleichzeitig sind die niedrigen Hypothekenzinsen in den vergangenen Jahren nicht weiter gesunken. Entsprechend stiegen die Zinsaufwendungen der privaten Haushalte. Die Kreditbelastungsquote (Gesamtbelastung aus Fremdmitteln geteilt durch das Nettoeinkommen des Haushalts oder Debt Service To Income, DSTI), mit der die Schuldentragfähigkeit des Kreditnehmers gemessen werden kann, ist bei einer durchschnittlichen Hausfinanzierung von 23 Prozent im Jahr 2013 auf 25 Prozent Mitte 2017 angewachsen. Die Objektpreis-Einkommens-Relation ist im gleichen Zeitraum leicht von 6,1 auf 6,3 gestiegen. Das heißt, dass der Preis für ein Einfamilienhaus im Durchschnitt dem 6,3-fachen des Jahresnettoeinkommens des Schuldners entspricht. Das durchschnittliche Nettomonats-einkommen der Kreditnehmer ist in den vergangenen zwei Jahren von 4.100 auf 4.400 Euro gestiegen. Die Zahlen des vdp zeigen, dass die Kreditnehmer das niedrige Zinsniveau nutzen, um die Tilgungen ihrer Darlehen zu erhöhen. Die anfängliche jährliche Tilgungsrate stieg von 1,85 Prozent im Jahr 2009 auf 3,23 Prozent Mitte 2017. Die durchschnittliche Zinsbindung der festverzinslichen Darlehen ist im gleichen Zeitraum von rund zehn auf zuletzt leicht über 14 Jahre gewachsen.

Eigenheimfinanzierungen in Deutschland: höhere regelmäßige Tilgungen und längere Zinsbindungen

In ihrem Monatsbericht von Februar 2018 veröffentlichte die Bundesbank eine Schätzung, nach der in den Immobilienmärkten deutscher Städte Preisüberreibungen von 15 bis 30 Prozent vorlägen. Der Anteil der Wohnimmobilienkredite an der Gesamtkreditvergabe der Banken mache laut Bundesbank rund 30 Prozent aus. Die Bundesbank hat daher mögliche Auswirkungen eines Hauspreisverfalls genauer untersucht und dazu zwei Stresstestmodelle verwendet. Geprüft wurden die Einflüsse eines Hauspreisrückgangs um 30 Prozent und eines gleichzeitigen Anstiegs der Arbeitslosenquote auf 8 Prozent. Die Tests haben ergeben, dass in diesem Szenario zwar die Kernkapitalquote deutscher Banken um insgesamt 0,6 bis 0,9 Prozent sinken würde. Die Kreditinstitute wären jedoch nach Ansicht der Bundesbank ausreichend kapitalisiert, um die Verluste aus einem Anstieg der Wertberichtigungen im Hypothekenbuch abzufedern (siehe „Zwei Stresstests zur Untersuchung der Widerstandsfähigkeit deutscher Banken bei einem Rückgang der Immobilienpreise“ im Research Brief der Bundesbank von Juni 2018). Die Studien liefern insofern Argumente, warum in Deutschland bislang keine makroprudenziellen Maßnahmen für die Kreditvergabe ergriffen wurden.

Banken sind ausreichend kapitalisiert, um Effekte aus einem Hauspreisrückgang zu verkraften

Im §48u des deutschen Kreditwesengesetzes sind die Maßnahmen zur Begrenzung makroprudenzieller Risiken aus Eigenheimfinanzierungen geregelt. Sie sind nicht unumstritten, wie eine am 25. Juli 2018 veröffentlichte Studie des Deutschen Instituts für Wirtschaftsforschung (DIW) darlegt. Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) kann ihre makroprudenziellen Instrumente nur mittels einer Allgemeinverfügung einsetzen, für die die Voraussetzungen nach Ansicht des DIW unklar sind. Es fehle an konkreten Kriterien. Auch würden sich Kritiker wünschen, dass beispielsweise für Regelungen zur DSTI absolute Obergrenzen genannt würden. Im Ergebnis steht das DIW den makroprudenziellen Eingriffsmöglichkeiten der BaFin skeptisch gegenüber. Das Forschungsinstitut sieht es als schwierig an, mit den vorhandenen Werkzeugen rechtzeitig auf Krisen angemessen reagieren zu können. Es würde laut DIW noch an klaren Regeln zum Zeitpunkt des Einsatzes der makroprudenziellen Maßnahmen fehlen. Innerhalb Europas gibt es bereits Länder, die in diesem Punkt weiter als Deutschland zu sein scheinen.

DIW äußert Kritik an den makroprudenziellen Regeln in Deutschland

Andere Länder, vor allem in Nordeuropa, haben dem Banksektor bereits vor einigen Jahren Vorgaben für ihr Kreditgeschäft gemacht. Welche Lehren können aus den Erfahrungen mit diesen makroprudenziellen Eingriffen gezogen werden? In einer aktuellen Untersuchung kommt Fitch zu dem Ergebnis, dass die an das Einkommen der privaten Haushalte gekoppelten Begrenzungen für die Kreditaufnahme in Norwegen und Schweden zu einer Verlangsamung des Hauspreisanstiegs beigetragen haben (siehe „Fitch: LTI Rules And Rates To Drive Scandinavian House Prices“ vom 2. Juli 2018). Neben dem Verhältnis aus Verschuldung zum Einkommen des Haushalts (Debt To Income, DTI) beeinflussen darüber hinaus vor allem der Nachfrageüberhang nach Eigenheimen, das Einkommenswachstum und die Zinsentwicklung die Hauspreisentwicklung besonders stark. Die in Skandinavien in den vergangenen Jahren gestiegenen Immobilienpreise spiegeln nach Ansicht der Agentur die Fähigkeit der privaten Haushalte wider, aufgrund der in diesem Zeitraum sehr geringen und tendenziell fallenden Hypothekenzinsen immer höhere Kredite aufzunehmen, wobei die Verschuldungsquoten als Folge erheblich angestiegen sind. Die Aufsichtsbehörden hätten laut Fitch zunächst mit Vorgaben für Grenzen bei Beleihungsausläufen (Loan To Value, LTV) im Kreditneugeschäft reagiert. Außerdem mussten die Banken bei der Kreditvergabe die Schuldentragfähigkeit der Darlehensnehmer auch für gestresste (sprich erhöhte) Zinsniveaus prüfen. Diese Maßnahmen hatten nach Ansicht der Agentur jedoch einen nur begrenzten Effekt auf die Entwicklung der Verschuldung der privaten Haushalte. DTI-Grenzen wären effektiver. Die Schuldentragfähigkeit eines Kreditnehmers gemessen über die DSTI könnte durch die Verlängerung der Darlehenslaufzeit (sprich mit der Streckung der Tilgung sowie einer eventuell anfänglichen Tilgungsfreistellung) und sehr niedrige Zinsen zugunsten der

Fokus auf die Begrenzung der Verschuldung vorteilhaft

Kreditnehmer beeinflusst werden. In Schweden sind beispielsweise aufgrund dieser Entwicklungen sehr lange Kreditlaufzeiten (beziehungsweise Tilgungspläne) seit längerem eher die Regel als die Ausnahme geworden.

Seit 2017 wurden inzwischen von den zuständigen öffentlichen Stellen der skandinavischen Länder einkommensabhängige Verschuldungsgrenzen oktroyiert. In Norwegen gilt ein maximaler DTI-Multiplikator von fünf. Das heißt, der Hypothekenkredit darf das Fünffache des relevanten Haushaltseinkommens nicht übersteigen. In Dänemark gibt es Regeln, die den Anteil von Kreditnehmern, die eine kurzlaufende, variabel-verzinsliche Hypothek aufgenommen haben und einen DTI-Multiplikator von vier und mehr aufweisen, im Kreditneugeschäft der Banken auf 15 Prozent begrenzen. Dadurch würde nach Ansicht von Fitch der Zugang hochverschuldeter Kreditnehmer zu diesen als riskant eingestuften Darlehensprodukten begrenzt. Seit 2018 gelten für schwedische Hypothekenschuldner mit einem DTI-Multiplikator von 4,5 und höher strengere Tilgungsanforderungen. Damit müssen hochverschuldete Haushalte früh größere Anstrengungen leisten, um ihre Verschuldung nach und nach abzutragen. In den skandinavischen Ländern sind variabel-verzinsliche Hypothekendarlehen weit verbreitet. Vor allem in Schweden sind diese Kredite zusätzlich oft tilgungsfrei gestellt, zumindest für den Beginn der Kreditlaufzeit. Steigende Zinsen könnten daher insbesondere hochverschuldete Haushalte hart treffen. Unter ansonsten gleichen Umständen wäre bei schnell steigenden Hypothekenzinsen mit einer wachsenden Zahl von Kreditausfällen zu rechnen. In ihrer Covered Bond Analyse unterstellt Fitch deshalb strenge Stressannahmen bezüglich der Hauspreisentwicklung in den skandinavischen Ländern, vor allem für die Regionen um die jeweiligen Hauptstädte, deren Hauspreise stärker gestiegen sind als in den ländlichen Regionen.

Behörden beziehen vermehrt Verschuldungsmultiplikatoren ein

Finnland hinkt innerhalb der nordischen Region dem allgemeinen makroprudenziellen Trend etwas hinterher. Die Lage ist dort ähnlich zu Schweden oder Norwegen. Variabel-verzinsliche Darlehen dominieren im Hypothekenmarkt. Allerdings sind die privaten Haushalte zwar recht hoch, aber im Vergleich zu ihren nordischen Pendants weniger verschuldet. Im Moment erachtet die Finanzaufsicht eine Höchstgrenze für den Beleihungsauslauf von 85 Prozent im Kreditneugeschäft als ausreichend. Privatleute, die zum ersten Mal eine selbstgenutzte Wohnimmobilie kaufen, dürfen bei ihrem Kredit sogar einen LTV von 95 Prozent aufweisen. Kreditvergabebeschränkungen mit Bezug auf DTIs der Kreditnehmer gibt es in Finnland bislang nicht.

Ausnahme Finnland

ÜBERSICHT MAKROPRUDENZIELLER EINGRIFFE IN EUROPÄISCHEN LÄNDERN

Land	Makroprudenzielle Eingriffe	Aktuelle Regeln gültig seit
Nordeuropa und UK		
Dänemark	Darlehensnehmer, bei denen der Kreditbetrag das Bruttoeinkommen des Kreditnehmers um mehr als dessen Vierfa- ches übersteigt und der Beleihungsauslauf über 60 Prozent liegt, dürfen keine ARM-Darlehen* mit einer Laufzeit von weniger als fünf Jahren aufnehmen. Die Aufnahme von tilgungsfreien Darlehen ist nur eingeschränkt beziehungsweise in Ausnahmefällen möglich. Antizyklischer Kapitalpuffer: 0,5 Prozent (ab März 2019)	Juli 2017
Finnland	Maximaler Beleihungsauslauf für neue Eigenheimfinanzierungen: 85 Prozent, Ausnahme für Erstkäufer (Privatleute, die zum ersten Mal eine Wohnimmobilie erwerben). Für sie gilt ein maximaler Beleihungsauslauf von 95 Prozent. Kein antizyklischer Kapitalpuffer	Juli 2018
Norwegen	LTV-Höchstgrenze von 85 Prozent für alle neuen Eigenheimfinanzierungen und 60 Prozent im Falle von Flexi-Darlehen (Hypothekenkredite ohne festen Tilgungsplan). Außerdem maximal 60 Prozent LTV für Zweit- und Ferienwohnungen sowie vermietete Immobilien in Oslo. Mindestens 2,5 Prozent des ursprünglichen Darlehensbetrags als jährliche Tilgung oder Tilgungsplan mit einer maximalen Darlehenslaufzeit von 30 Jahren für alle Kredite mit einem LTV von mehr als 60 Prozent. Die Gesamtverschuldung des Kreditnehmers darf das Fünffache dessen Bruttojahreseinkommens nicht übersteigen. Für 10 Prozent der Kredite (nur für 8 Prozent der Kredite in Oslo) dürfen pro Quartal die obigen Schwellenwerte überschritten werden. Eine Verletzung der Kriterien muss der Aufsicht regelmäßig berichtet werden. Bei Kreditvergabe muss geprüft werden, ob der Schuldner die Raten auch bei einer um 5 Prozentpunkte erhöhten Zinslast leisten kann. Antizyklischer Kapitalpuffer: 2,0 Prozent	Juli 2018
Schweden	LTV-Höchstgrenze von 85 Prozent für alle neuen Eigenheimfinanzierungen. Eigenheimfinanzierungen mit einem LTV von mehr als 50 Prozent müssen regelmäßig getilgt werden. Die Höhe der Tilgung hängt vom Beleihungsauslauf und vom Verschuldungsmultiplikator ab. Kreditnehmer mit einem DTI-Multiplikator von bis zu 4,5 müssen 1 Prozent (2 Prozent) jährlich tilgen, wenn der Beleihungsauslauf zwischen 50 Prozent bis 70 Prozent (über 70 Prozent) liegt. Antizyklischer Kapitalpuffer: 2,0 Prozent	März 2018
UK	Darlehen mit einem DTI-Multiplikator von 4,5 oder mehr dürfen höchstens 15 Prozent des Hypothekenneugeschäfts einer Bank ausmachen. Bei Kreditvergabe müssen die Banken prüfen, ob der Kreditnehmer seinen Schuldendienst auch bei einem um 3 Prozentpunkte erhöhten Hypothekenzins leisten kann. Antizyklischer Kapitalpuffer: 1,0 Prozent ab 28. November 2018 (davor 0,5 Prozent)	Juni 2014
Zentral- und Osteuropa		
Slowakei	Der Anteil von neu vergebenen Krediten mit einem DTI-Multiplikator von mehr als 8 darf nicht mehr als 20 Prozent der neu vergebenen Darlehen betragen. Das DTI erfasst neben Immobilien- auch Konsumentenkredite. Bis 1. Juli 2019 soll dieser Anteil in drei gleichmäßigen Schritten auf 5 Prozent sinken. Der Beleihungsauslauf neuer Eigenheimfinanzierungen darf 90 Prozent nicht überschreiten. Der Anteil von neuen Hypothekenkrediten einer Bank mit einem Beleihungsauslauf von mehr als 80 Prozent darf 35 Prozent nicht überschreiten. Auch dieser Grenzwert wird bis 1. Juli 2019 in drei gleichmäßigen Schritten auf 20 Prozent reduziert. Antizyklischer Kapitalpuffer: 1,5 Prozent ab 1. August 2019 (davor 0,5 Prozent)	Juli 2018
Tschechische Republik	Der Anteil von Zins- und Tilgungszahlungen am laufenden Haushaltseinkommen darf nicht mehr als 45 Prozent betragen (Debt Service To Income, DSTI). Der DTI-Multiplikator darf 9 nicht überschreiten. Der Beleihungsauslauf für neue Eigenheimfinanzierungen darf 90 Prozent nicht überschreiten und nicht mehr als 15 Prozent des Hypothekenbuches einer Bank darf Beleihungsausläufe von 80 Prozent bis 90 Prozent aufweisen. Antizyklischer Kapitalpuffer: 1,5 Prozent ab 1. Oktober 2019 (davor 0,5 Prozent)	Oktober 2018
Ungarn	Für Haushalte mit einem monatlichen Nettoeinkommen von bis zu (über) 400.000 HUF darf der Anteil von Zins- und Tilgungszahlungen am Haushaltseinkommen 25 Prozent (30 Prozent) nicht übersteigen, wenn die Zinsanpassung des Hypothekenkredits innerhalb der nächsten fünf Jahre liegt. Für eine Kreditzinsanpassung in zehn Jahren oder später gilt 50 Prozent (60 Prozent) und 35 Prozent (40 Prozent) für Darlehen mit einer Zinsbindung zwischen fünf und zehn Jahren. Ab 1. Juli 2019 wird der Schwellenwert für das Nettoeinkommen auf 500.000 HUF angehoben. Kein antizyklischer Kapitalpuffer	Juli 2018

Andere europäische Länder		
Deutschland	Es wurden gesetzliche Grundlagen für makroprodenzielle Eingriffe der Aufsichtsbehörden in die Kreditneuvergaben 2017 der Banken erlassen. Die relevante Aufsichtsbehörde hat von ihren neuen Befugnissen noch keinen Gebrauch gemacht. Kein antizyklischer Kapitalpuffer	
Österreich	Es wurden gesetzliche Grundlagen für makroprodenzielle Eingriffe der Aufsichtsbehörden in die Kreditneuvergaben 2017 der Banken erlassen. Die relevante Aufsichtsbehörde hat von ihren neuen Befugnissen noch keinen Gebrauch gemacht. Allerdings hat die österreichische Zentralbank (Nationalbank) im Juni 2018 vorgeschlagen, die Beleihungsausläufe für neue Eigenheimfinanzierungen auf 80 Prozent zu begrenzen. Der Anteil von Zins- und Tilgungszahlungen am laufenden Haushaltseinkommen soll nach Vorstellung der Zentralbank im Falle von variabel-verzinslichen (fest-verzinslichen) Darlehen nicht mehr als 30 Prozent (40 Prozent) ausmachen. Die Nationalbank empfiehlt außerdem eine maximale Laufzeit von 35 Jahren. Kein antizyklischer Kapitalpuffer	
Portugal	Banco de Portugal hat Empfehlungen für das Kreditneugeschäft veröffentlicht, von denen die Banken nur aus guten Gründen abweichen dürfen. Die Laufzeit neuer Kredite darf 40 Jahre nicht überschreiten. Die durchschnittliche Laufzeit neuer Kredite soll bis 2022 schrittweise auf 30 Jahre reduziert werden. LTV-Obergrenze von 80 Prozent (90 Prozent für Personen, die zum ersten Mal ein selbstgenutztes Eigenheim finanzieren) DSTI-Grenze von 50 Prozent (bezogen auf das verfügbare Nettoeinkommen des Kreditnehmers/ Haushaltseinkommen). Kein antizyklischer Kapitalpuffer	Juli 2018
Länder außerhalb Europas		
Australien	Tilgungsfreie Eigenheimfinanzierungen dürfen im Neugeschäft einen Anteil von höchstens 30 Prozent erreichen. Banken müssen eigene strikte Limite für tilgungsfreie Darlehen mit einem LTV von mehr als 80 Prozent einführen und sicherstellen, dass es tilgungsfreie Hypotheken mit einem LTV von 90 Prozent und mehr nur in Ausnahmefällen gibt. Kredite zur Finanzierung von nicht selbstgenutzten Wohnungen (Investorendarlehen) dürfen einen Anteil von 10 Prozent nicht überschreiten. Im April 2018 hatte die Australian Prudential Regulation Authority (APRA) bekannt gegeben, dass diese 10 Prozent-Grenze ab 1. Juli 2018 nicht mehr angewendet werden muss, sofern die jeweilige Bank bestimmte Voraussetzungen erfüllt. Dazu zählt, dass die Bank dieses Limit mindestens für die vorangegangenen sechs Monate eingehalten hat. Bei Kreditvergabe ist die Schuldendienstfähigkeit des Kreditnehmers zu prüfen. Das Einkommen muss ausreichen, um die Hypothek auch dann bedienen zu können, wenn die Zinsen um 2 Prozentpunkte gestiegen sind. Der Kreditnehmer sollte außerdem einen freien Einkommenspuffer haben. Die Aufsicht erwartet, dass Banken die Vergaben von besonders riskanten Darlehen mit beispielsweise hohen DTI oder hohen LTV beschränken. Kein antizyklischer Kapitalpuffer	Dezember 2014/ März 2017
Kanada	Es gibt keine allgemeinen Vorgaben für die Kreditvergabestandards der Banken. Allerdings wurden im Oktober 2016 die Richtlinien für öffentliche Garantien für Eigenheimfinanzierungen verschärft. Die Qualifikationskriterien für diese Garantien umfassen beispielsweise Begrenzungen für den LTV der Hypothek und DTI des Kreditnehmers. Diese Kredite mit einer öffentlichen Garantie dürfen nicht für die Deckungsmassen kanadischer Covered Bonds verwendet werden. Die Kreditnehmer müssen auch unter Berücksichtigung eines Anstiegs des vereinbarten Zinssatzes um 200 Basispunkte oder bei Anwendung des Fünfjahres-Benchmarkzinses der kanadischen Zentralbank noch in der Lage sein, ihren Hypothekenkredit ordnungsgemäß bedienen zu können. Die Banken müssen sich außerdem angemessene LTV-Grenzen für das Kreditneugeschäft geben. Kein antizyklischer Kapitalpuffer	Oktober 2016 Januar 2018
Neuseeland	Kredite von selbstgenutzten Eigenheimen: höchstens 15 Prozent der neu vergebenen Kredite dürfen einen LTV von mehr als 80 Prozent aufweisen, für Investorendarlehen (nicht selbst genutzte Eigenheime) gibt eine LTV-Grenze von 65 Prozent und maximaler Anteil an der Kreditneuvergabe von 5 Prozent. Kein antizyklischer Kapitalpuffer	Januar 2018

Quelle: Fitch, Moody's, European Systemic Risk Board, Darstellung DZ BANK Research, * Kreditkonditionen werden regelmäßig – üblicherweise alle ein, zwei oder drei Jahre – an die Refinanzierungskosten der Hypothekenbanken am Kapitalmarkt angepasst.

In Deutschland wurden 2017 die rechtlichen Grundlagen geschaffen, die der Finanzaufsichtsbehörde einen Rahmen für makroprudenzielle Eingriffe in das Kreditgeschäft der Banken absteckt. Dazu zählen auch Maßnahmen, die an DTI-Multiplikatoren geknüpft werden können. Die Situation am Immobilienmarkt Deutschlands unterscheidet sich im Vergleich zur nordischen Region Europas in vielen Punkten. Die Kredite sind im Gegensatz zu den skandinavischen Ländern im Regelfall festverzinslich und weisen lange Zinsbindungen auf. Die deutschen Kreditnehmer nutzen außerdem ihre finanziellen Spielräume, die ihnen das momentan geringe Zinsniveau beschert, in größerem Umfang als die Skandinavier, um ihre Darlehen schneller abzutragen. Die Hauspreissteigerungen scheinen in Deutschland noch nicht zu Ende zu sein und daher ist auch für Investoren

Auswirkungen auf das Bonitätsprofil von Hypothekenspfandbriefen

die Frage spannend, wie sich die Verschuldungskennzahlen von privaten Haushalten auf die Ratings beziehungsweise die Bonitätsprofile von Hypothekenpfandbriefen auswirken können.

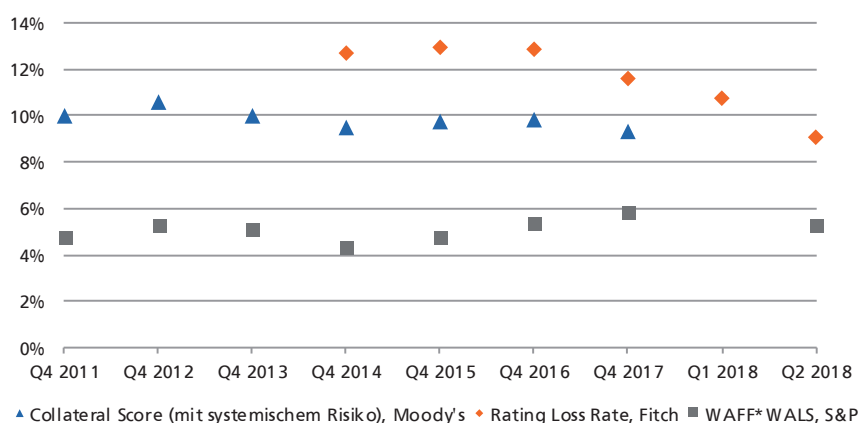
Begrenzungen für das Kreditgeschäft über DTI-Multiplikatoren sind im Vergleich zu Höchstwerten bei Beleihungsausläufen der strengere Eingriff in die Kreditvergabe der Banken. Es ist nachvollziehbar, dass die nordischen Aufsichtsbehörden vor einigen Jahren zunächst makroprudenzielle Regeln für LTVs im Neugeschäft der Banken eingeführt haben. Schließlich mussten sie einen schmalen Grat beschreiten, bei dem einerseits die künftigen Kreditrisiken der Banken begrenzt und andererseits die Hauspreisentwicklung nicht sonderlich beeinträchtigt werden sollte. Insofern scheinen die Beispiele der skandinavischen Länder zu zeigen, dass der Drahtseilakt glücken kann. Bei der Berechnung der DTI-Multiplikatoren ist es sinnvoll, alle Schulden des privaten Haushalts zu berücksichtigen. Das heißt, in den DTI-Multiplikator sollten nicht nur die Hypotheken- sondern auch Konsumkredite wie Autofinanzierungen einfließen. Damit wird unserer Meinung nach ein realistischeres Bild von der Verschuldungssituation des Haushalts gezeichnet.

Die Auswirkungen der makroprudenziellen Maßnahmen auf die Qualität der Deckungsmassen der betroffenen Covered Bond Programme dürfte – langfristig betrachtet – in jedem Fall positiv ausfallen. In diesem Punkt dürften sich die Ratingagenturen einig sein. Allerdings erwächst der Vorteil für die Covered Bond Gläubiger eher indirekt, da die makroprudenziellen Eingriffe der Aufsichtsbehörden – zu denen auch die in der Tabelle aufgeführten antizyklischen Kapitalpuffer gehören – auf die Begrenzung möglicher künftiger Ausfallrisiken in den Kreditbüchern der Banken beziehungsweise deren Verlusttragfähigkeit abzielen. Für Covered Bond Gläubiger sind die LTV-Grenzen in den gesetzlichen Grundlagen für gedeckte Anleihen wesentlich wichtiger, weil sie eine gewisse Mindestqualität der Forderungen in der Deckungsmasse sicherstellen.

Verschuldungskennzahlen bei der Kreditvergabe wichtiger als LTVs

Positive Auswirkungen für die Covered Bond Gläubiger

ENTWICKLUNG DER KREDITAUSFALLRISIKEN IN DEN DECKUNGSMASSEN DEUTSCHER HYPOTHEKENPFANDBRIEFE KENNZAHLEN DER RATINGAGENTUREN



Quelle: Fitch, Moody's und S&P, Darstellung DZ BANK Research

Die hier beschriebenen Entwicklungen am deutschen Immobilienmarkt sowie die Kreditvergabestandards der Banken haben natürlich Einfluss auf die Qualität der Deckungsmassen ihrer Hypothekenpfandbriefe. Die entsprechenden Kreditrisikokennzahlen der Ratingagenturen haben sich im Falle deutscher Hypothekenpfandbriefe allerdings nicht verschlechtert, sondern im Gegenteil leicht verbessert. Der Collateral Score von Moody's,

Kennzahlen der Ratingagenturen mit derzeit positivem Trend

mit dem die möglichen Verluste der Deckungsmasse in einem Stressszenario nach Ausfall des Emittenten in Prozent angegeben werden, betrug zuletzt 9,3 Prozent (Stand viertes Quartal 2017) und hat sich im Vergleich zu den Vorquartalen leicht verringert und damit verbessert. Die entsprechende Kennzahl von Fitch (Rating Loss Rate) weist mit einer Verbesserung auf 9,0 Prozent (Stand zweites Quartal 2018) in die gleiche Richtung. Die erwarteten Kreditausfälle für die Deckungsmasse, bei S&P WAFF*WALS, gingen zum zweiten Quartal 2018 auf 5,3 Prozent zurück. Die unterschiedliche Höhe für den jeweiligen Durchschnittswert für deutsche Hypothekendarlehen je Agentur lässt sich aufgrund verschiedener Faktoren begründen. Zunächst fallen die von den Agenturen verwendeten Stresstests und Analyseverfahren unterschiedlich aus. Außerdem beziehen sich die Durchschnittswerte auf jeweils andere Grundgesamtheiten, weil die Agenturen unterschiedlich viele Hypothekendarlehen bewerten. Die absolute Höhe der einzelnen Durchschnittskennzahlen lässt sich daher nicht sinnvoll bewerten. Die Veränderungen der Kennzahlenwerte weisen jedoch unisono in dieselbe derzeit positive Richtung.

Laufende Initiativen mit grünen Hypotheken & Co und ihre Kreditrelevanz

Die Initiative für energieeffiziente Hypotheken (Energy Efficient Mortgage Initiative, EEMI) hat am 14. Juni 2018 einen weiteren Meilenstein erreicht. Die EEMI zielt darauf ab, ein standardisiertes europäisches Rahmenwerk für energieeffiziente Hypotheken zu schaffen. Gleichzeitig sollen Daten für diese Darlehen gesammelt werden. In diese Kategorie fallen Finanzierungen von sowohl wohnwirtschaftlich als auch gewerblich genutzten Gebäuden, die besonders energieeffizient gebaut wurden oder deren Energieeffizienz durch Modernisierungsmaßnahmen erhöht werden soll. Die voraussichtlich mindestens zweijährige Pilotphase, an der 37 europäische Banken teilnehmen und 23 weiteren Organisationen unterstützend mitwirken, hat nun begonnen. Die Banken werden das zu Beginn des Jahres 2018 in einer Konsultationsphase diskutierte Rahmenwerk in den kommenden Monaten in ihrer Kreditvergabepraxis testen. Die Erfahrungen aus den Testläufen der teilnehmenden Banken sollen später in einen Marktstandard für energieeffiziente Hypotheken einfließen. Darüber hinaus sollen in der Pilotphase auch Daten über Kreditrisiken energieeffizienter Hypotheken gesammelt werden. Mit diesen Daten hofft die EEMI die These zu untermauern, dass Finanzierungen von energieeffizienteren Gebäuden im Vergleich zu konventionellen Immobilien auch die besseren Kreditrisiken sind, weil sie eine höhere Werthaltigkeit aufweisen. Ziel dieser vom Europäischen Hypothekenverband (European Mortgage Federation, EMF) und dem European Covered Bond Council (ECBC) geführten Initiative ist letztlich, einen Beitrag für den europäischen Aktionsplan für nachhaltige Finanzierungen (Action Plan on Sustainable Finance) zu leisten. Im Rahmen dessen hatte sich die Europäische Kommission verpflichtet, die Möglichkeiten einer Berücksichtigung nachhaltiger Kriterien im aufsichtsrechtlichen Rahmenwerk für Finanzinstitute zu prüfen.

Initiative für energieeffiziente Hypotheken erreicht wichtigen Meilenstein

Aufsichtsrechtliche Privilegien wie beispielsweise eine reduzierte Risikogewichtung für Banken werden in der Regel mit geringen Ausfallrisiken bei der betreffenden Assetklasse begründet. In der Studie „European Commission proposal to lower capital requirements for banks' green assets is credit negative“ vom 18. Dezember 2017 warnt Moody's vor möglichen höheren Kreditausfällen bei grünen Investments, die dann nicht adäquat mit Eigenkapital unterlegt sein könnten. Damit sagt die Ratingagentur implizit, dass grüne Finanzierungen nicht per se eine geringere Ausfallwahrscheinlichkeit haben. Im Falle von Hypotheken gibt es erfahrungsgemäß klare Risikodeterminanten. Die Ausfallwahrscheinlichkeit von Eigenheimfinanzierungen hängt in erster Linie vom Einkommen des Kreditnehmers ab. Vielleicht sparen die Haushalte, die in energieeffizienten Häusern leben, Kosten für Strom und Heizung. Dies würde sich unter ansonsten gleichen Umständen (mit unveränderten anderen Konsumausgaben) positiv auf das verfügbare

Moody's bewertet eine Eigenkapitalprivilegierung von grünen Finanzierungen als "Credit Negative"

Einkommen und damit die Schuldendiensttragfähigkeit des Kreditnehmers auswirken. Wie signifikant der Bonitätseffekt sein wird, fördert vielleicht das oben erwähnte Projekt zu Tage. Für den Wert einer Immobilie gilt das bekannte Bonmot: „Für den Gebäudewert gibt es nur drei Einflussfaktoren: Lage, Lage, Lage!“. Die Werthaltigkeit eines Hauses dürfte vermutlich auch von der Bauausführung abhängen. Eine besonders nachhaltige Bauweise würde demnach den Immobilienwert erhöhen. Die Kosten dürften im Vergleich zur konventionellen Bauweise jedoch ebenfalls höher liegen. Es könnte daher sein, dass sich nur Haushalte mit überdurchschnittlichem Einkommen (und mithin besserer Bonität) nachhaltige Wohnungen leisten können. Gleichzeitig werden die einschlägigen Bauvorschriften hinsichtlich des Energieverbrauchs regelmäßig angepasst. Gebäude, die sich heute mit dem Gütesiegel „grün“ schmücken können, werden morgen eventuell als „konventionell“ angesehen. Gebäude, die zehn Jahre oder älter sind (und für die die ursprüngliche Finanzierung noch läuft und die nach wie vor gut bewohnbar sind), dürften den immer wieder aktualisierten Standards vermutlich systematisch hinterherhinken, wodurch ihr ursprünglicher Bewertungsvorteil mit der Zeit schwinden würde. Diese Argumentation dürfte nicht nur für Eigenheime gelten, sondern wäre auch für Gewerbeimmobilienfinanzierungen in ähnlicher Weise denkbar. Für exotische Assetklassen aus dem Bereich Projektfinanzierungen warnt Moody's vor zusätzlichen Gefahrenquellen, wenn Zukunftstechnologien schneller als erwartet veralten und vermeintlich nachhaltige Projekte aufgrund des technischen Fortschritts früher als gedacht obsolet werden. Die noch ausstehenden empirischen Auswertungen bestimmter Nachhaltigkeitsmerkmale von Gebäuden in Bezug auf die Ausfallwahrscheinlichkeiten der Finanzierungen und Werthaltigkeit der Sicherheiten wird nicht einfach. Unabhängig davon, ob dieser Nachweis gelingt oder die EU-Kommission Eigenkapitalprivilegien für grüne und nachhaltige Assetklassen am Ende gewährt, wäre eine Vereinheitlichung der relevanten Definitionen für das Kreditgeschäft von Banken vorteilhaft.

Bezüglich der Kreditrisiken bei Immobilienfinanzierungen verweist S&P darauf, dass die Datengrundlage bezüglich grüner Hypotheken im Moment noch zu dünn sei, um abschließend zu beurteilen, ob Darlehen für energieeffiziente Gebäude bessere beziehungsweise geringere Kreditrisiken aufweisen als für konventionelle Häuser (siehe „Credit FAQ: What's Behind The Rise In Green Covered Bond Issuance?“ vom 26. Juni 2018). Daher wäre dieses Merkmal (noch) nicht Bestandteil in der Kreditanalyse der Agentur. Insofern würden grüne Hypotheken derzeit wie alle anderen Immobilienkredite behandelt. Indirekte Effekte könne es jedoch bereits geben. Wenn eine nachhaltige und energiesparende Bauweise des Gebäudes zu einem langfristig höheren Immobilienwert führe, würde dieser Umstand die Beurteilung des Kredits über die Bewertung der Sicherheiten und mithin den Beleihungsauslauf des Darlehens positiv beeinflussen.

Auch wenn die Zahl grüner Covered Bond Emittenten zur Jahresmitte 2018 noch recht klein ist, sieht S&P signifikantes Wachstumspotenzial für diese Assetklasse. Öffentliche Covered Bonds, die mit Forderungen gegen öffentliche Stellen besichert sind, böten laut Ansicht von S&P ebenfalls eine attraktive Möglichkeit für grüne Investments. Als Beispiele nennt die Agentur hier soziale öffentliche Einrichtungen und Anlagen zur Energieerzeugung aus erneuerbaren Quellen. Gleichzeitig räumt S&P ein, dass der Fokus im Covered Bond Markt derzeit auf Immobilienkrediten läge. Mit den Green Bond Principle (GBP) der International Capital Market Association (ICMA) gibt es zwar einen Standard, der von den Marktteilnehmern aktuell für grüne Covered Bonds allgemein akzeptiert und weit verbreitet ist. Die Hauptschwierigkeit bestünde allerdings derzeit darin, die passenden Forderungen auf den Bilanzen der Emittenten klar zu identifizieren. Hier verwenden Emittenten aus unterschiedlichen Ländern laut S&P abweichende Kriterien. Allgemein werden Energieausweise (Energy Performance Certificates, EPC) oder Gutachten von unabhängigen Sachverständigen benutzt. Fehlende international einheitliche

S&P behandelt grüne Hypotheken wie Finanzierungen konventioneller Gebäude

Wachstumspotenzial, aber derzeit noch fehlende internationale Standards für grüne Hypotheken

Standards für die EPCs würden jedoch die Vergleichbarkeit grüner und energieeffizienter Gebäude erschweren. Die folgenden Punkte nennt die Agentur als Faktoren, die das weitere Wachstum grüner Covered Bonds künftig begünstigen:

- » Grüne Hypotheken müssen leicht identifizierbar sein. Initiativen wie die EEMI helfen diesen Punkt positiv zu beeinflussen.
- » Legislative Initiativen, die die Transparenz und Berichtspflichten im grünen Kreditgeschäft verbessern.
- » Die Ausweitung des Covered Bond Modells auf andere Assetklassen.

Auch wenn seit 2014 die Zahl der Pfandbriefbanken aus Deutschland beziehungsweise Covered Bond Emittenten aus Europa mit grünen Covered Bonds steigt, bleibt diese Marktnische vorerst noch recht überschaubar. Mit der oben beschriebenen Initiative zur Standardisierung grüner Hypotheken könnte ein wichtiger Beitrag zur Entwicklung dieses Anleihesegments geleistet werden. Nachhaltige oder grüne Vermögenswerte beschränken sich jedoch nicht auf den Hypothekenmarkt. Ein weiteres Feld für nachhaltige Finanzierungen sind beispielsweise erneuerbare Energiequellen und dazugehörige Infrastrukturprojekte. Windkraftanlagen eignen sich jedoch nicht als Deckungsmasse für traditionelle Covered Bonds. Hier bräuchte es neue Refinanzierungskanäle, wenn diese Assetklassen für besicherte Bankschuldverschreibungen genutzt werden sollen (so wie dies S&P anregt). In Luxemburg wurden Anfang 2018 die gesetzlichen Grundlagen für Lettres de Gage Energies Renouvelables (LdG Vertes) auf den Weg gebracht. Mit LdG Vertes soll die Refinanzierung von Projekten zur Erzeugung von Strom aus erneuerbaren Energiequellen ermöglicht werden. Auf europäischer Ebene wird in diesem Zusammenhang ebenfalls über die Schaffung eines neuen Refinanzierungsinstruments für Banken nachgedacht, dass in seiner Grundstruktur einem Covered Bond gleicht. Der aktuelle Stand zu dieser als European Secured Notes bezeichneten Assetklasse wird im nachstehenden Kapitel zusammengefasst und in den Kontext der aktuell laufenden Bemühungen zur Harmonisierung der europäischen Covered Bond Gesetze gestellt.

Zur Refinanzierung von Infrastrukturmaßnahmen werden neue Instrumente benötigt

EUROPÄISCHE PERSPEKTIVE

Neben der Diskussion um grüne Hypotheken gibt es auf der Ebene der Europäischen Union derzeit noch zwei weitere Baustellen: Zum einen wird an European Secured Notes (ESN) gearbeitet, zum anderen laufen gerade die Vorbereitungen für ein europäisches Rahmenwerk zur Harmonisierung der Covered Bond Gesetze in den Mitgliedsländern. Das Projekt für harmonisierte Qualitätsstandards ist bereits recht weit fortgeschritten und könnte noch vor der nächsten Wahl zum Europaparlament im Jahr 2019 abgeschlossen werden. Inhaltlich würden ESN gut zum europäischen Rahmenwerk für Covered Bonds passen. Allerdings liegt für die ESN erst seit dem 24. Juli 2018 eine Stellungnahme der Europäischen Bankenaufsichtsbehörde (EBA) vor. Weitere Vorarbeiten müssen für dieses Projekt erst noch geleistet werden. Wenn ESN aufgrund ihrer inhaltlichen Nähe zum Thema gedeckte Bankanleihen in den schon weit fortgeschrittenen EU-Richtlinienentwurf zu European Covered Bonds eingearbeitet werden sollen, würde dies das Projekt der Harmonisierung der europäischen Covered Bond Gesetze vermutlich stark verzögern. In dem Artikel „Pfandbriefe und Gedeckte Bankschuldverschreibungen (Teil 2)“ von Otmar Stöcker im Heft 15/2018 der Europäischen Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (EuZW) werden die Entwicklungen der letzten 50 Jahre sehr detailliert beschrieben, die zur aktuellen Harmonisierung des Covered Bond Rechts in Europa führten. Der Autor sieht Vorteile darin, die ESN in der EU Covered Bond Richtlinie zu berücksichtigen. Dadurch könnten die relevanten Regelungen, die für ESN und Covered Bonds gleich sind, genutzt werden, ohne ein paralleles Regelwerk schaffen zu müssen. Die Rechtsstrukturen für beide Refinanzierungsinstrumente seien an vielen Punkten sehr ähnlich oder sogar identisch. Gleichzeitig sollte nach Ansicht des Autors sichergestellt werden, dass trotz vieler Gemeinsamkeiten aufgrund der völlig anderen Assetklassen in den Deckungsmassen von ESN eine klare Trennung zu Covered Bonds sichergestellt wird.

EBA Empfehlungen für European Secured Notes

Seit einigen Jahren wird schon über das Konzept von European Secured Notes diskutiert. Sie sollen einen Beitrag zur Europäischen Kapitalmarktunion leisten. Dieses potenzielle neue Refinanzierungsinstrument wäre Covered Bonds sehr ähnlich, weil es eine besicherte Forderung gegen ein Finanzinstitut darstellt (Dual Recourse). Als Deckungswerte für ESN sollen jedoch im Vergleich zu traditionellen Covered Bonds unübliche Assetklassen (Forderungen gegen kleine und mittelständige Unternehmen (KMU) oder Projekt- und Infrastrukturfinanzierungen) verwendet werden.

KMU-ESN könnten einen Beitrag zur Überwindung einer derzeit fehlenden Standardisierung für KMU-Investments leisten und wären komplementär zu KMU-Verbriefungen. Für KMU-ESN spricht, dass neue risikoscheuere Investoren gewonnen werden könnten, weil das aus dem Covered Bond Markt bestens bewährte und bekannte Konzept der Dual-Recourse-Struktur auch für dieses neue Finanzinstrument für den KMU-Markt angewendet würde und so Vertrauen bei den Investoren schaffen soll. Die EBA hofft, dass mit einem krisenfesten Refinanzierungsinstrument die Prozyklizität im KMU-Kreditgeschäft gelindert werden könnte. Die EBA würde allerdings einfachen, transparenten und standardisierten (Simple, Transparent and Standardised, STS) Verbriefungen bei der Refinanzierung von KMU-Darlehen den Vorzug geben und der Steigerung von deren Attraktivität derzeit Priorität einräumen. Für KMU-ESN wären nach Ansicht der Aufsichtsbehörde ihre im Bericht „EBA Report On EU Covered Bond Frameworks And Capital Treatment“ von Dezember 2016 aufgestellten Best-Practice-Empfehlungen in vielen Punkten angemessen anwendbar, die sie für ESN aber auch in einigen wichtigen Punkten modifiziert, zum Beispiel bezüglich der Zusammensetzung und Liquiditätsabsicherung der Deckungsmasse sowie den Transparenzanforderungen für ESN-Programme.

Covered Bond relevante Projekte

ESN als Beitrag zur europäischen Kapitalmarktunion

Vertrauensvorschuss für KMU-ESN durch Dual Recourse

Bezüglich der Zusammensetzung der Deckungsmasse fordert die Behörde, dass nur KMU Darlehen oder Leasing-Forderungen verwendet werden dürfen, die der Definition in der Europäischen Eigenkapitalverordnung für Banken (Capital Requirements Regulation, CRR) genügen. Überziehungskredite oder Forderungen aus Factoring schließt die EBA aufgrund ihrer häufig kurzen Laufzeiten in ihren Empfehlungen für KMU-ESN aus. Über die Kreditvergabestandards der Banken sollte ein gewisses Qualitätsniveau für die Deckungswerte sichergestellt werden, wobei die Forderungen zumindest anfänglich nicht leistungsgestört sein sollen, wenn sie in die Deckungsmasse registriert werden. Zur Sicherung der Granularität der Deckungsmasse schlägt die EBA vor, dass mindestens 500 verschiedene Forderungen gegen Kreditnehmer (Exposures) in der Deckungsmasse enthalten sein müssen, wobei kein Kreditnehmer mehr als 2 Prozent des Gesamtvolumens der Deckungswerte ausmachen darf. Die Überdeckung für KMU-ESN sollte nach Ansicht der EBA mindestens 30 Prozent betragen. Bei der Berechnung der Überdeckung dürfen ausgefallene (Defaulted) Forderungen nicht berücksichtigt werden.

Begrenzung der Konzentrationsrisiken in der Deckungsmasse und mindestens 30 Prozent Überdeckung

Bezogen auf ESN für Infrastrukturfinanzierungen kommt die EBA zu dem Schluss, dass diese neue Anleiheart nicht ihren Best-Practice-Kriterien von 2016 entspricht. Sie schlägt auch keine Anpassungen für diese Forderungsart vor. Die Infrastrukturkredite sind in der Regel für das jeweilige Projekt maßgeschneidert und können recht komplex sein. Die Deckungswerte für diese ESN dürften daher recht heterogen sein. Die EBA erwartet außerdem, dass die Deckungsmasse typischerweise nicht granular sein wird. Im Vergleich zu den durchschnittlichen Forderungsgrößen bei einem Hypotheken Covered Bond wären die Forderungen aus den Infrastrukturfinanzierungen in der Deckungsmasse eines ESN deutlich klumpiger. Allein schon deswegen wird es schwer, einen Markt für Infrastruktur-ESN zu schaffen, in dem das Risikoprofil der einzelnen Anleihen miteinander gut vergleichbar sein soll. Außerdem würden die Infrastrukturfinanzierungen bei ESN auf der Bilanz der Banken (Emittenten) verbleiben und dort das Eigenkapital weiter beanspruchen. Auch aus diesem Grund wäre es aus Sicht der EBA sinnvoller, statt eines Dual Recourse Instruments wie ESN Verbriefungstechniken für die Refinanzierung von Infrastrukturprojekten zu verwenden. Ein Transfer der Forderungen an eine Zweckgesellschaft würde das Eigenkapital der Banken entlasten. Als Refinanzierungskanal schlägt die EBA noch zu definierende EU-Infrastrukturverbriefungsanleihen vor und bietet sich an, eine Untersuchung von Standardisierungsmöglichkeiten einer solchen Anleihegattung durchzuführen. Mit ihren Vorbehalten gegenüber Infrastruktur-ESN ist die EBA nicht allein. Auch die Ratingagentur Fitch hat sich im Mai 2018 bereits kritisch gegenüber dieser Anleiheklasse geäußert. Falls die Europäische Kommission dennoch die rechtlichen Grundlagen für Infrastruktur-ESN schaffen will, sollten laut EBA die als Deckungswerte in Frage kommenden Forderungen eingeschränkt werden. Nur Finanzierungen für bereits in Betrieb befindlichen Projekten (Operational Phase) sollten für ESN zugelassen werden. Ein Kredit für die Entwicklung oder den Bau einer Infrastrukturmaßnahme wäre demgegenüber viel riskanter und eignet sich deswegen laut EBA nicht für ein Dual Recourse Instrument.

Infrastrukturkredite nicht für ESN geeignet

Gegen die Schaffung eines europäischen rechtlichen Rahmens für ESN, der den Covered Bond Markt ergänzt und die Refinanzierungsmöglichkeiten für Banken erweitert, ist im Grundsatz nichts einzuwenden. Für Covered Bonds arbeitet die EU gerade an einer neuen Richtlinie, mit der die rechtlichen Standards für europäische Bankschuldverschreibungen harmonisiert und insgesamt entlang der EBA Best-Practice-Kriterien von 2016 weiter verbessert werden sollen. Für KMU-ESN kommt die EBA zu dem Ergebnis, dass mit gewissen Anpassungen ihrer Best-Practice-Kriterien für Covered Bonds diese auch für die neue Anleiheklasse als erfüllt angesehen werden können. Mit dem Dual Recourse Prinzip weisen ESN ohnehin bereits die wichtigste Eigenschaft auf, die aus unserer Sicht einen Covered Bond ausmacht. Einerseits gibt es viele, in der Transaktionsstruktur von ESN angelegte und wohl auch gewollte Gemeinsamkeiten mit Covered Bonds. Diese

Offensichtliche Gemeinsamkeit mit Covered Bonds: Dual Recourse

Gemeinsamkeiten sollen die Akzeptanz des neuen Refinanzierungsinstruments bei Investoren erhöhen und letztlich die Grundlage zur Rechtfertigung von aufsichtsrechtlichen Privilegien bilden.

Gleichzeitig entsteht der Eindruck, dass sich die EBA, wie vermutlich auch andere Marktteilnehmer, Sorgen macht, dass European Secured Notes in einen Topf mit harmonisierten European Covered Bonds geworfen werden. Befürchtet wird, dass die Standards im Covered Bond Markt verwässert und die (wahrgenommene) Qualität gesicherter Bankanleihen dadurch geschmälert würden. Mit den ESN würde eine Anleihekategorie entstehen, die wie Covered Bonds aussieht und auch ähnliche aufsichtsrechtliche Privilegien erhalten soll. Der wesentliche Unterschied ist, dass für ESN exotische Deckungswerte verwendet werden, die bei traditionellen Covered Bonds unüblich sind. Vor dem letzten Schritt, der Aufnahme der ESN in den Covered Bond Markt und damit dem Ritterschlag für ESN, scheuen die EBA und andere Marktteilnehmer letztlich zurück.

ESN würden wie Covered Bonds aussehen

Mit der Namensgebung für ESN wird bereits der Versuch unternommen, eine klare Abgrenzung zum Covered Bond Markt vorzunehmen. Die Abgrenzung der Anleihe-segmente ist aber nur ein Aspekt. Eine weitere Frage wäre, inwieweit Banken derzeit ein neues Refinanzierungsinstrument wie KMU-ESN benötigen. In Deutschland gab es 2013 den Versuch, mit dem KMU Covered Bond der Commerzbank diese Assetklasse zu etablieren. Es blieb jedoch bei einer Euro-Benchmark-Anleihe aus diesem Programm, die inzwischen zurückgezahlt wurde. Ein weiteres Beispiel ist der Markt für Flugzeug- und Schiffspfandbriefe. Trotz des Glanzes, den das deutsche Pfandbriefgesetz auf diese Anleihen abstrahlt, kommen diese Marktsegmente seit einigen Jahren nicht vom Fleck. Die Umlaufvolumina dieser Pfandbriefarten schrumpfen stetig auf immer niedrigere Niveaus. Covered Bond Investoren scheinen eine gewisse Skepsis gegenüber exotischen Deckungswerten zu haben, die vor dem Hintergrund der aktuell allgemein sehr engen Spreadniveaus für einige vermutlich unattraktiv erscheinen. Ein weiterer Punkt kommt noch hinzu. Im Falle des KMU Covered Bonds der Commerzbank wurde die aus dem Structured Finance Bereich stammende Idee des Conditional Pass-Throughs (CPT) verwendet, um das Rating der Anleihen zu stärken. Für KMU-ESN dürfte vermutlich die Rating-Bestnote nicht automatisch ausgemachte Sache sein. Falls KMU-ESN mit CPT-Strukturen ausgestattet werden (so auch der Vorschlag der EBA), würden sie KMU-Verbriefungen immer ähnlicher werden.

Der Markt wartet im Moment nicht auf KMU-ESN

Warum also nicht den letzten Schritt gehen? Wenn KMU-ESN im Covered Bond Markt den Status einer Persona non grata hätten und die (wahrgenommene) Transaktionsstruktur ohnehin schon jenen von Verbriefungen nahekäme, warum dann nicht gleich die Priorität bei der Refinanzierung von KMU- und Infrastrukturdarlehen klar auf Verbriefungen legen? Auch wir glauben ähnlich wie die EBA, dass die Banken im Moment kein neues Refinanzierungsinstrument wie ESN benötigen, das zwischen traditionellen Covered Bonds und unbesicherten Bankanleihen angesiedelt wäre. Die Risikoaufschläge von gedeckten und unbesicherten Bankanleihen müssten sich stärker ausweiten, bevor ein ökonomischer Anreiz zur Nutzung von ESN für Emittenten entsteht, weil sie im Vergleich zu unbesicherten Refinanzierungsinstrumenten bessere Konditionen bieten. Allerdings stünden den Banken auch europäische STS Verbriefungen zur Verfügung, die neben einem gewissen Refinanzierungsvorteil gegenüber unbesicherten Bankanleihen auch eine Entlastung des Eigenkapitals bieten. Letzteres kann mit ESN nicht erreicht werden. Außerdem müssen letztlich auch die Investoren mitspielen. Wenn die neuen ESN auf traditionelle Covered Bond Investoren abzielen, müsste vermutlich zuvor viel Überzeugungsarbeit geleistet werden. Und wenn ohnehin klassische ABS-Investoren im Visier der Emittenten zur Verbreiterung des KMU- und Infrastrukturmarktes sind, wären standardisierte Verbriefungstransaktionen ein probates Mittel.

ESN wären zwischen Covered Bonds und unbesicherten Bankanleihen angesiedelt

ESN könnten natürlich auch mit Senior-Preferred-Bankanleihen verglichen werden, die im Rahmen einer Restrukturierung zwar erst spät an Verlusten beteiligt werden, für die jedoch grundsätzlich ein Bail-in-Risiko besteht. Das Bail-in-Risiko soll für ESN ausgeschlossen werden. Falls die neue gedeckte Anleihekategorie weitere Privilegien verliehen bekäme, wie beispielsweise die als hochliquide Aktiva im Rahmen der Mindestliquiditätsquote, dann könnten mit ESN vermutlich auch mehr Investoren von unbesicherten Bankanleihen erreicht werden. Diesen müssten jedoch entsprechend hohe Risikoaufschläge geboten werden, auch wenn die Swapspreeds der ESN aufgrund des fehlenden Bail-in-Risikos unterhalb der Senior-Preferred-Anleihen rangieren würden. Der Markt müsste ein Gleichgewicht finden, bei dem die Emittenten mit ESN genug an Refinanzierungskosten im Vergleich zu Senior-Preferred-Anleihen sparen und gleichzeitig genügend Investoren ESN als attraktive Geldanlage wahrnehmen. Eine größere Spread-Differenzierung der einzelnen Refinanzierungsinstrumente wäre hierfür erforderlich. Für Banken mit einem schwächeren Bonitätsprofil wären die Vorteile durch ESN vermutlich am größten. Moody's erwartet, dass italienische und spanische Banken im Moment am stärksten von ESN profitieren würden (siehe „European secured notes provide new funding source for banks; assets pose complex credit risks“ vom 11. September 2017). Für andere Banken könnten ESN eine Refinanzierungsalternative sein, wenn der Finanzmarkt insgesamt kriselt und Investoren gerne höhere Spreads als bei Covered Bonds haben wollen, aber keine signifikant höheren Risiken (sprich kein Bail-in-Risiko) eingehen möchten. Die Frage, wo sich ESN künftig auf dem Refinanzierungstableau von Banken positionieren werden, ist heute noch offen. Es ist auch unklar, ob Investoren ESN als „Soft“ Covered Bond oder eher als „Hard“ Senior-Preferred-Anleihen wahrnehmen. Vielleicht dominiert auch die Nähe zum Verbriefungsmarkt. Die Wahrnehmung der neuen ESN wird davon abhängen, ob die ESN-Ratings durch den Griff in den Structured Finance Werkzeugkasten aufge bessert werden oder ob sich Emittenten für einfache und endfällige ESN entscheiden und damit bewusst schlechtere Ratings in Kauf nehmen, um auch über das Rating eine Nähe zu Senior-Preferred-Anleihen herzustellen. Klar ist, dass die Swapspreeds der ESN je nach Strategie unterschiedlich ausfallen müssen. Wo sich diese neue Anleihekategorie letztlich am Markt positionieren wird – näher in Richtung Bankinvestoren beziehungsweise Senior-Preferred-Anleihen oder ABS Investoren und entsprechenden Verbriefungstransaktionen – ist heute nicht absehbar.

Könnten ESN eine Alternative zu Senior-Preferred-Anleihen sein?

Kernpunkte der EU-Richtlinie zur Harmonisierung der europäischen Covered Bond Gesetze

Über eine Harmonisierung der Covered Bond Gesetze innerhalb der Europäischen Union wird schon lange diskutiert. Am 12. März 2018 hat die Europäische Kommission im Rahmen ihrer Bemühungen zur Schaffung einer europäischen Kapitalmarktunion ein weiteres Maßnahmenpaket vorgelegt, das sich mit gedeckten Bankanleihen befasst und sich stark an den Ende 2016 vorgestellten Best-Practice-Empfehlungen der Europäischen Bankenaufsichtsbehörde orientiert. Im Mittelpunkt steht der Entwurf für eine neue Richtlinie zur Emission und besonderen öffentlichen Aufsicht von gedeckten Schuldverschreibungen („Directive of the European Parliament and of the Council on the issue of covered bonds and covered bond public supervision and amending Directive 2009/65/EC and Directive 2014/59/EU“). Ergänzt wird das Harmonisierungspaket mit für Covered Bonds relevanten Änderungen in den EU-Richtlinien 2009/65/EC (OGAW) und 2014/59/EU (Rahmen für die Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten) sowie Änderungen in der EU-Verordnung 575/2013 (CRR). Die neue Richtlinie und die Änderungen in der CRR bilden dabei die zwei Säulen des Reformvorhabens.

Reform orientiert sich an den Vorschlägen der EBA von Ende 2016

DIE BEIDEN PFEILER DER EU-REFORM: RICHTLINIE ZUR DEFINITION VON EUROPEAN COVERED BONDS UND ÄNDERUNGEN IN ARTIKEL 129 CRR



Quelle: DZ BANK Research

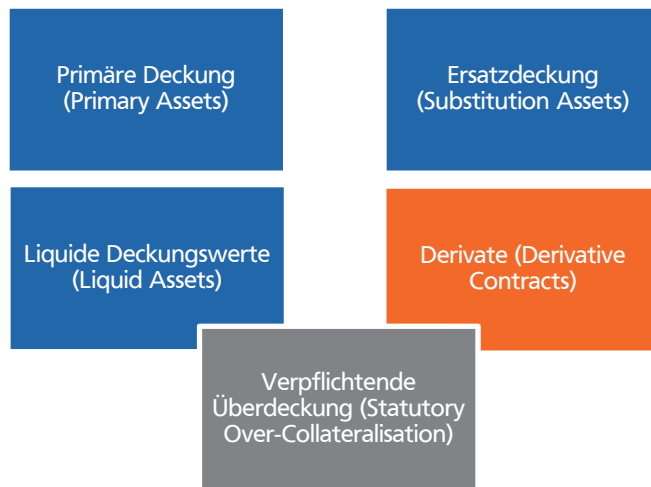
Mit den Reformvorschlägen werden die bislang zentralen Kriterien zur Definition von gedeckten Bankanleihen des Artikels 52(4) der OGAW-Richtlinie durch einen modernisierten Katalog von Eigenschaften für European Covered Bonds (EUCB) ersetzt. In Artikel 52(4) der OGAW-Richtlinie soll künftig auf die Ausführungen in der neuen Covered Bond Richtlinie verwiesen werden. Die bisherigen aufsichtsrechtlich relevanten OGAW-Kriterien zur Definition von gedeckten Bankanleihen werden dafür gestrichen. Gedeckte Anleihen, die aufsichtsrechtliche Privilegien genießen sollen, müssten dann die neuen EUCB Standards erfüllen. Der Kern des im Vergleich zu den alten OGAW-Kriterien stark erweiterten Kanons von Merkmalen für EUCB bleibt das Prinzip des doppelten Rückgriffs (Dual Recourse). Die Grundvoraussetzung für einen Covered Bond ist also weiterhin der Anspruch der Investoren gegenüber dem Emittenten (ein Kreditinstitut), dessen Erfüllung mit einer Deckungsmasse besichert ist. Auf die Sicherheiten in der Deckungsmasse haben die Covered Bond Investoren vorrangigen Zugriff im Falle der Zahlungsunfähigkeit des Emittenten. Ergänzt wird die neue europäische Definition des Dual Recourse um einen Ausgleichsanspruch gegen die Insolvenzmasse des Emittenten, falls sich die Deckungsmasse als nicht ausreichend für alle Ansprüche der Covered Bond Gläubiger herausstellen sollte. In diesem Fall sollen die Covered Bond Investoren mit den unbesicherten (Senior) Gläubigern des Emittenten auf einer Stufe stehen. Damit wird die Legaldefinition für Dual Recourse im Vergleich zu den OGAW-Kriterien um eine bedeutende kreditrelevante Komponente ergänzt. Erweitert wird dieser Kern der neuen EUCB mit den folgenden Punkten:

- » Die gedeckten Anleihen müssen eine Insolvenz des Emittenten überleben (Insolvency Remote). Eine Insolvenz oder Restrukturierung der Bank würde keine vorzeitige Fälligkeit der gedeckten Anleihen auslösen. Außerdem muss auch die Abtrennung aller relevanten Vermögensgegenstände in der Deckungsmasse (Segregation of Cover Assets) im nationalen Covered Bond Recht für diese Fälle geregelt werden.

Neue Definition für European Covered Bonds ersetzt OGAW-Kriterien

Gedeckte Anleihen sollen nicht durch Insolvenz des Emittenten vorzeitig fällig werden

EINTEILUNG DER DECKUNGSWERTE IN DER EU-RICHTLINIE



Quelle: DZ BANK Research

» Eine Deckungsmasse sollte nach Vorstellung der Europäischen Kommission ausreichend homogen sein. Die Richtlinie erwartet in diesem Zusammenhang ein ähnliches Risikoprofil von den Deckungswerten, die sich bezüglich ihrer Struktur und Laufzeit gleichen. Neben den in Artikel 129 CRR genannten Vermögenswerten werden darüber hinaus andere qualitativ hochwertige Assets als angemessen für eine Deckungsmasse angesehen. Für die anderen qualitativ hochwertigen Assets muss ein Markt- oder Beleihungswert ermittelt werden und für die Forderungen müssen Hypotheken oder ähnliche Sicherheiten sowie Garantien bestellt worden sein. Der im März veröffentlichte Richtlinienentwurf hatte damit eine allgemeinere und weiter gefasste Abgrenzung für in Frage kommende Deckungswerte als jene in Artikel 129 CRR. Die Definition der Deckungswerte stieß bei vielen Marktteilnehmern auf Kritik, die sich klarere Vorgaben wünschten, um eine Verwässerung der aktuellen Qualitätsstandards vorzubeugen. Auch bezüglich der Definition einer homogenen Deckungsmasse gab es zahlreiche Rückfragen. Unklar war zum Beispiel, ob die EU-Kommission damit meint, dass Hypotheken Covered Bonds ausschließlich mit Eigenheimfinanzierungen besichert sein dürfen oder ob auch gemischte Deckungsmassen aus Finanzierungen für Gewerbe- und Wohngebäude die Vorgabe der Homogenität erfüllen. Der Richtlinienentwurf dürfte aufgrund der starken Rückmeldungen von Marktteilnehmern an dieser Stelle wohl noch einmal umgeschrieben werden.

Weit gefasste Qualifikationskriterien für Deckungswerte

» Die Forderungen der Investoren aus den umlaufenden Covered Bonds müssen inklusive Stückzinsen und Verwaltungskosten (für die Deckungsmasse) mit Deckungswerten in ausreichender Höhe abgesichert werden. Dabei wird der Nennwert der gedeckten Anleihen und der Deckungsmasse zugrunde gelegt.

Nennwertdeckung

KRITERIEN, DIE AUS DEM ARTIKEL 52(4) OGAW ÜBERNOMMEN UND MODIFIZIERT WURDEN**Doppelter Rückgriff (Dual Recourse)**

- Die Richtlinie erweitert die Definition, indem der Anspruch auf die Insolvenzmasse explizit genannt wird, falls die Deckungsmasse nicht ausreichen sollte, um alle Ansprüche der Covered Bond Gläubiger zu befriedigen.

Deckung von Zins und Tilgung der Anleihen bis zu deren Fälligkeit

- Die Richtlinie konkretisiert diese Anforderung auf eine Nennwertdeckung (inklusive Stückzinsen und Kosten für die Verwaltung der Deckungsmasse).
- Verweis auf die CRR bezüglich zulässiger Deckungswerte und Öffnung für andere hochklassige Deckungswerte.

Emittent muss seinen Sitz im EWR haben

- Auftrag in der Richtlinie an die EU-Kommission, den Status von geeigneten Covered Bonds aus Drittländern zu prüfen

Besondere öffentliche Aufsicht für Covered Bonds

- Die Richtlinie führt die Aufgaben und Pflichten im Zusammenhang mit der besonderen öffentlichen Aufsicht für Covered Bonds näher aus

Quelle: DZ BANK Research

NEU IM VERGLEICH ZU DEN OGAW-KRITERIEN**Transparenzanforderungen**

- Erweiterung der bestehenden Regelungen aus dem Artikel 129 CRR (in Anlehnung an das harmonisierte Transparenztemplate für das Covered Bond Label).

Fälligkeitsverschiebungen bei Soft Bullets und Conditional Pass-Through

- Allgemeine Grundsätze in der Richtlinie zur Ausgestaltung möglicher Fälligkeitsverschiebungen für Covered Bonds.

Pooling-Modell

- Pooling-Modelle für Covered Bonds werden explizit als zulässige Transaktionsstruktur genannt.

Deckungsmasse und Covered Bonds im Insolvenzfall

- Vermögen der Deckungsmasse muss insolvenzfest von der Insolvenzmasse des Emittenten abgetrennt werden.
- Ausstehende Covered Bonds werden nicht durch die Insolvenz oder Restrukturierung des Emittenten fällig.

Quelle: DZ BANK Research

» Die Absicherung der Liquidität der Deckungsmasse für die nächsten 180 Kalendertage muss ebenfalls gesetzlich sichergestellt sein. Zur Abdeckung der laufenden Netto-Zahlungsverpflichtungen der Deckungsmasse (anstehende Rückzahlungen und Kupons für ausstehende Covered Bonds minus Zahlungseingänge in die Deckungsmasse im gleichen Zeitraum) müssen liquide Vermögensgegenstände vorgehalten werden. Der Richtlinienentwurf ließe zu, dass Liquiditätsreserven der Bank, die im Rahmen der Mindestliquiditätsquote (Liquidity Coverage Ratio, kurz LCR) gehalten werden, für die Reserve der Deckungsmasse angerechnet werden dürfen. Diese Regelung hätte zur Folge, dass die Liquiditätsreserve für die ersten 30 der insgesamt 180 Tage nicht innerhalb der Deckungsmasse sein müsste. Dies wäre erheblich schwächer, als die diesbezüglichen Regelungen im aktuellen Pfandbriefgesetz. Die Liquiditätsreserve kann in Form von Aktiva gehalten werden, die auch im Rahmen der LCR zugelassen sind. Darüber hinaus erlaubt der Richtlinienentwurf auch Forderungen gegen Banken, die eine Bonität von Credit Step 1 (mindestens AA(low), AA- oder Aa3) aufweisen. Zur Absicherung der Liquidität einer Deckungsmasse kann das nationale Covered Bond Recht auch mögliche Fälligkeitsverschiebungen (Soft Bullet oder Conditional Pass-Through) bei den ausstehenden gedeckten Anleihen zulassen. Dabei ist jedoch darauf zu achten, dass die Fälligkeitsverschiebung der betreffenden Anleihe rechtlich geregelt ist und nicht nach Belieben des Emittenten ausgelöst werden kann. Es müssen außerdem vorab unter anderem die Ereignisse klar benannt werden, die eine Fälligkeitsverschiebung auslösen können.

Absicherung der Liquidität

» Pooling-Modelle, bei denen Covered Bond Emittenten Deckungswerte von anderen Banken für ihre Programme nutzen, werden im Richtlinienentwurf für EUCB ausdrücklich zugelassen.

Pooling-Modell zugelassen

-
- » Deckungswerte, die außerhalb der EU (beziehungsweise des Europäischen Wirtschaftsraums (EWR)) belegen sind, können von den Mitgliedsstaaten für ihre Covered Bonds erlaubt werden, wenn diese Forderungen und deren Sicherheiten den europäischen Standards genügen. **Ausnahmen für geografische Einschränkungen**

 - » Emittenten müssen rechtlich verpflichtet sein, quartalsweise Berichte zu ihren Covered Bond Programmen zu veröffentlichen. Die Mindestangaben sind im Vergleich zum Informationskatalog des bisherigen Artikels 129(7) CRR leicht erweitert worden. Sie umfassen nun auch beispielsweise Angaben zur Rückzahlungsstruktur der gedeckten Anleihen und genauere Angaben zur Überdeckung. Die Richtlinie schlägt sogar vor, dass die Mitgliedsstaaten eine Einzelkreditdarstellung der Deckungsmasse vorschreiben können. Insgesamt scheinen die Emittenten, die bereits das harmonisierte Berichtsformat (Harmonised Transparency Template, kurz HTT) für das Covered Bond Label verwenden, gut gerüstet zu sein, um die neuen Transparenzstandards für EUCB zu erfüllen. **Veröffentlichungspflichten für Emittenten**

 - » Ein Covered Bond Monitor (oder unabhängiger Kontrolleur, wie er zum Beispiel im deutschen Pfandbriefgesetz mit der Rechtsfigur „Treuhänder“ existiert) wird in der Richtlinie nicht als zwingender Bestandteil eines Covered Bond Gesetzes gefordert. Die EU-Richtlinie setzt an dieser Stelle auf Regelungen, die eine Pflicht zur Einrichtung interner und möglichst unabhängiger Kontrollprozesse innerhalb des Emittenten vorsehen. Wenn ein Mitgliedsstaat allerdings einen Monitor im Covered Bond Gesetz vorsieht, müssen klare Spielregeln für die Bestellung des Monitors sowie dessen Kompetenzen und Pflichten erlassen werden. **Option: Covered Bond Monitor**

 - » Die Aufgaben der besonderen öffentlichen Covered Bond Aufsicht werden im Richtlinienentwurf im Vergleich zu den bisherigen OGAW-Kriterien klarer umrissen, zum Beispiel bezüglich des Lizenzverfahrens, der laufenden Kontrolle der Covered Bond Programme, den Berichtspflichten der Emittenten an die Aufsichtsbehörde und Vorgaben für Sanktionsmöglichkeiten der Aufsicht, falls ein Emittent gegen Vorschriften verstößt. Die nationalen Aufsichtsbehörden sollen künftig darüber hinaus Listen von Banken veröffentlichen, die eine Erlaubnis zur Emission von Covered Bonds haben. Außerdem sollen die Aufsichtsbehörden regelmäßig bekanntgeben, welche Covered Bond Programme die Kriterien für EUCB erfüllen. **Aufgaben und Rechte bei der besonderen öffentlichen Aufsicht**

 - » Im Restrukturierungs- beziehungsweise Abwicklungsfall einer Bank verlangt die neue europäische Richtlinie, dass die zuständigen Behörden miteinander kooperieren, um die Rechte der Gläubiger der gedeckten Anleihen zu wahren. Einen gesonderten Verwalter der Deckungsmasse, der unabhängig vom Insolvenzverwalter der Bank die Interessen der Covered Bond Gläubiger vertritt und im deutschen Pfandbriefrecht als „Sachwalter“ eingeführt wurde, wird als Voraussetzung für einen EUCB nicht verlangt. **Option: Verwalter der Deckungsmasse nach Insolvenz des Emittenten**

WAHLRECHTE FÜR DIE NATIONALE UMSETZUNG DER COVERED BOND RICHTLINIE

Covered Bond Monitor: Wenn das nationale Gesetz einen Monitor vorsieht, macht die Richtlinie hierfür Vorgaben.

Unabhängiger Verwalter der Deckungsmasse (für den Insolvenzfall des Emittenten): Wenn das nationale Gesetz einen solchen Verwalter vorsieht, macht die Richtlinie hierfür Vorgaben.

Deckungswerte außerhalb des EWR können unter bestimmten Voraussetzungen zugelassen werden.

Investorenberichte können auch im nationalen Gesetz eine Darstellung der Deckungsmasse auf Einzelkreditbasis verlangen.

Gedekte Anleihen mit Fälligkeitsverschiebung (Soft Bullet oder CPT) können zur Absicherung der Liquidität der Deckungsmasse eingesetzt werden.

Quelle: DZ BANK Research, CPT = Conditional Pass-Through

Anleihen, deren rechtliche Grundlagen die vorstehenden Vorgaben erfüllen, dürfen sich European Covered Bonds nennen, sobald die Regelungen in Kraft getreten sind. Der in einigen Ländern bestehende Bezeichnungsschutz für Covered Bonds wie zum Beispiel für Pfandbriefe in Deutschland bleibt hiervon unberührt. Der Richtlinienentwurf muss nun zwischen dem Europäischen Parlament, der Kommission und dem Rat abgestimmt werden. Die Zeit drängt, denn die finale Richtlinie soll noch vor den Wahlen zum nächsten EU Parlament Mitte 2019 verabschiedet werden. Die Mitgliedsstaaten haben dann ein Jahr nach Inkrafttreten der Richtlinie Zeit (also bis spätestens etwa Mitte 2020), um die in der Harmonisierungsrichtlinie vorgegebenen Standards in ihre nationalen Covered Bond Gesetze zu integrieren. Die neuen Standards für European Covered Bonds würden dann ebenfalls in Kraft treten und ab diesem Zeitpunkt die OGAW-Kriterien ersetzen. Für bereits umlaufende Covered Bonds gelten Übergangsbestimmungen, für die ein Stichtag noch festgelegt werden muss. Für diese gedeckten Anleihen wird ein Bestandschutz gelten. Das heißt, diese Anleihen werden bis zu ihrer Fälligkeit als EUCB angesehen, wenn sie zum Emissionszeitpunkt die OGAW-Kriterien erfüllen (auch wenn sie nicht alle neuen in der Covered Bond Richtlinie aufgelisteten Merkmale aufweisen).

Die Definitionen für EUCB sind breiter angelegt und detaillierter als die OGAW-Kriterien. Sie bleiben jedoch auf recht großer Flughöhe und stecken die Grenzen für das Spielfeld im Covered Bond Markt ab. Für gedeckte Bankanleihen, die im Rahmen der Eigenkapitalunterlegung für Banken privilegiert behandelt werden, stellt der Artikel 129 CRR Anforderungen auf, die im Rahmen des laufenden Reformprojekts ebenfalls angepasst werden. Die vorgeschlagenen Regeln konkretisieren in vielen Fällen die in der Covered Bond Richtlinie allgemein gehaltenen Punkte.

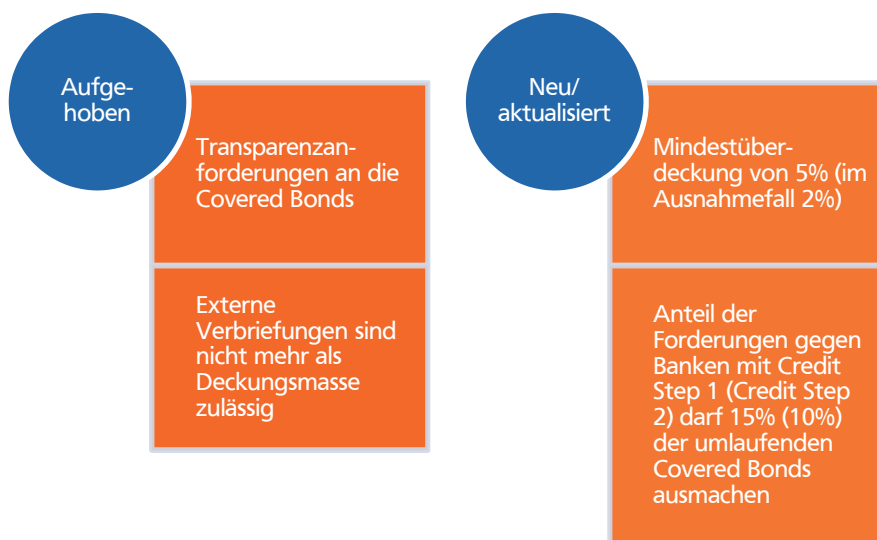
Verabschiedung der Richtlinie noch vor Mitte 2019

Änderungen in der CRR ergänzen die Richtlinie

Privilegierungsfähig sollen nach Artikel 129 CRR nur EUCB sein. Das heißt, nur European Covered Bonds können auch CRR-konform werden. Die derzeit noch in Artikel 129(7) CRR aufgeführten Transparenzvorschriften können daher ohne Qualitätsverlust gestrichen werden, weil erweiterte Berichtspflichten für Covered Bond Emittenten in den Vorgaben für EUCB bereits enthalten sind. Die Definitionen für primäre Deckungswerte und die Ersatzdeckung aus der Richtlinie werden in der CRR näher ausgeführt, wobei die bestehenden Formulierungen modifiziert werden. Fremde Verbriefungen (wie beispielsweise Mortgage Backed Securities) sollen in privilegierungsfähigen EUCB künftig grundsätzlich nicht mehr enthalten sein. Ansonsten gelten für die primären Deckungswerte die bereits bekannten Vorgaben aus der CRR. Damit bleiben auch Schiffspfandbriefe weiter grundsätzlich privilegierungsfähig unter der CRR, wenn die Anleihen alle anderen Voraussetzungen dazu erfüllen. Die Vorgaben für Ersatzdeckungswerte werden in dem geänderten Artikel 129 verfeinert. Forderungen gegen Banken, die eine Bonität von Credit Step 1 (Credit Step 2) aufweisen, dürfen maximal 15 Prozent (10 Prozent) der umlaufenden Covered Bonds ausmachen. Der Anteil von Forderungen gegen Banken darf insgesamt nicht mehr als 15 Prozent ausmachen.

Transparenzanforderungen werden aus der CRR gestrichen

ÜBERBLICK ZU DEN WICHTIGSTEN ÄNDERUNGEN IN ARTIKEL 129 CRR



Quelle: DZ BANK Research

Für die Deckungsrechnung wird auf die Nennwerte der Deckungswerte und der gedeckten Anleihen abgestellt. Eine Mindestüberdeckung in Höhe von 5 Prozent wird in Artikel 129 CRR eingeführt. Die zuständigen nationalen Aufsichtsbehörden können von dieser neuen Anforderung abweichen. Allerdings darf auch in diesem Ausnahmefall im Rahmen einer Nennwertrechnung eine 2 prozentige Überdeckung nicht unterschritten werden. In den Covered Bond Gesetzen der EWR-Mitgliedsländer gibt es nur wenige Ausnahmen, die keine gesetzlichen Mindestüberdeckungen vorsehen. Im deutschen Pfandbriefgesetz wird eine Überdeckung im Rahmen einer gestressten Barwertrechnung (aber derzeit nicht zum Nennwert) in Höhe von 2 Prozent verlangt.

Neu: Mindestüberdeckung in Höhe von 5 Prozent (in Ausnahmefällen 2 Prozent)

Auch für die vorgeschlagenen Änderungen in Artikel 129 CRR gelten Bestandsschutzregeln für Altanleihen. Gedeckte Anleihen, die vor dem 31. Dezember 2007 aufgelegt wurden und derzeit CRR konform sind, bleiben dies auch bis zu ihrer Fälligkeit. Covered Bonds, die sich für eine privilegierte Eigenkapitalunterlegung nach CRR qualifizieren und vor Veröffentlichung der geänderten CRR aufgelegt worden sind, werden auch danach

Übergangsvorschriften für die Änderungen in der CRR

als CRR-konform angesehen (und qualifizieren sich für eine privilegierte Eigenkapitalunterlegung), wenn sie nicht die neuen Überdeckungsvorgaben des überarbeiteten Artikels 129 erfüllen.

Auswirkungen des Reformpakets auf den Covered Bond Markt und das Pfandbriefgesetz

Die Reformvorschläge für neue europäische Covered Bond Standards sind gut gelungen. Mit der gewählten zweistufigen Definitionskaskade (Definition der Kernelemente für EUCB in einer neuen Richtlinie und den darauf abgestimmten aktualisierten Kriterien des Artikels 129 CRR) wird eine gewisse Flexibilität beibehalten, um eventuell EUCB, die die CRR-Kriterien nicht erfüllen, immer noch einen besonderen Status (mit eventuellen aufsichtsrechtlichen Privilegien) an anderen Stellen zu ermöglichen.

Die EU-Kommission erhält darüber hinaus über die Richtlinie den Auftrag, in Kooperation mit der EBA einen Bericht für das Europäische Parlament und den Rat vorzubereiten, in dem geprüft werden soll, inwieweit Covered Bonds aus Drittstaaten den künftigen EUCB gleichgestellt werden können. Für diese Aufgabe wurde ein Zeitraum von drei Jahren vorgeschlagen, wobei der Startzeitpunkt für diese Prüfung ein Jahr nach Inkrafttreten der Richtlinie sein soll. Die heute noch gültigen OGAW-Kriterien verlangen, dass der Emittent seinen Sitz in einem Mitgliedsland des EWR hat. Außereuropäische Emittenten fallen systematisch durch dieses Raster und qualifizieren sich daher nur im Ausnahmefall (wie zum Beispiel bei der Mindestliquiditätsquote) für aufsichtsrechtliche Privilegien. Eine internationale gegenseitige Anerkennung der Europäischen Covered Bonds mit ihren Pendants aus Drittstaaten wäre nach unserem Dafürhalten ein wichtiger Beitrag zur Vertiefung des globalen Covered Bond Marktes. Europäische Emittenten könnten davon eventuell profitieren, wenn sich durch die Globalisierung des Covered Bond Marktes auch die Investorenbasis für sie erweitert.

Der Anforderungskatalog an die neuen EUCB ist aus guten Gründen recht weit gefasst und allgemein formuliert (prinzipienbasierter Ansatz). Dadurch bekommen die EU-Mitgliedsstaaten notwendige Gestaltungsspielräume, um die neuen Kriterien soweit nötig in ihr bestehendes nationales Covered Bond Recht sinnvoll einzubetten, ohne die angestrebte Vereinheitlichung der europäischen Standards zu gefährden. Die Eigenkapitalprivilegierung der Covered Bonds soll künftig an Mindestüberdeckungsquoten geknüpft werden. Die Vorschläge der Europäischen Kommission bleiben jedoch hinter jenen des Baseler Ausschusses zurück, der in diesem Zusammenhang eine Mindestüberdeckung von 10 Prozent vorgeschlagen hatte. Aus unserer Sicht sind einheitliche Überdeckungsvorgaben mit Vorsicht zu genießen. Eine Grenze von 10 Prozent könnte für qualitativ hochwertige Portfolien mit Eigenheimfinanzierungen viel zu hoch sein. Im Falle von Deckungsmasse mit höheren Kreditrisiken (aufgrund der Art der Forderungen in der Deckungsmasse oder relevanten Länderrisiken) könnten 10 Prozent auch schnell zu wenig sein. Außerdem ändern sich Risikoprofile von Covered Bond Programmen im Zeitverlauf. Die aufsichtsrechtlichen Vorgaben könnten in manchen konjunkturellen Zyklen zu schwach, in anderen wieder zu streng sein. Heute sinnvoll erscheinende Risikopuffer könnten sich im Zeitverlauf daher in die eine oder andere Richtung als unangemessen herausstellen. Die von der EU-Kommission vorgeschlagenen moderaten Überdeckungsanforderungen im geänderten Artikel 129 CRR erachten wir als Salomonisches Urteil. Es schafft einen gewissen Risikopuffer, der jedoch nicht über das Ziel hinauschießt und den nationalen Aufsichtsbehörden noch etwas Freiraum nach unten lässt.

Die Bedeutung einer besonderen öffentlichen Aufsicht für Covered Bonds wird im Richtlinienentwurf im Vergleich zu den alten OGAW-Kriterien aufgewertet. Dort wurde

Gut gelungene Reformvorschläge

Privilegien auch für Anleihen aus Drittstaaten, wenn sie mit EUCB vergleichbar sind?

Moderate Überdeckungsanforderungen sind angemessen

Aufwertung der besonderen öffentlichen Aufsicht einer der wichtigsten Punkte

nur eine gesetzlich festgeschriebene öffentliche Aufsicht für gedeckte Anleihen gefordert, ohne genauer auszuführen, welche Aufgaben in diesem Zusammenhang von den zuständigen Behörden erwartet werden. Diese Lücke wird mit im Kontext zur gesamten Richtlinie recht detaillierten Vorgaben für die besondere öffentliche Aufsicht nun geschlossen. Dies erachten wir als eine der vielleicht wichtigsten Qualitätsverbesserungen im laufenden Reformprozess. Besonders hilfreich sind die geplanten Listen und Informationen, die künftig von den Aufsichtsbehörden veröffentlicht werden müssen. Dadurch bekommen die Investoren eine amtliche Aussage darüber, welche Covered Bonds die neuen EUCB Kriterien und damit aufsichtsrechtliche Voraussetzungen für eine privilegierte Behandlung erfüllen.

Ebenfalls wichtig sind die neuen Regelungen für gedeckte Anleihen mit möglichen Fälligkeitsverschiebungen, auch wenn deutsche Pfandbriefe davon nicht betroffen sind, weil in Deutschland bislang keine Pfandbriefe mit möglichen Fälligkeitsverschiebungen aufgelegt wurden. Diese Vorgaben betreffen vornehmlich den Auslöser einer Verschiebung und bleiben leider hinter dem Vorschlag der EBA zurück. Ob die Konditionen, die während einer etwaigen Verschiebung gelten, in den Investoreninformationen künftig regelmäßig enthalten sein müssen, ist unklar. Der Richtlinienentwurf fordert dies jedenfalls nicht explizit. Die Ergänzung der Investorenberichte um die Dauer einer möglichen Fälligkeitsverschiebung und die Höhe des in dieser Zeit gezahlten Kupons wären aus unserer Sicht wichtige Informationen, die von den Emittenten problemlos in einem standardisierten Format zur Verfügung gestellt werden könnten.

Das neue europäische Rahmenwerk für Covered Bonds dürfte vermutlich keinen allzu großen Anpassungsbedarf im deutschen Pfandbriefgesetz auslösen. Die gesetzlichen Transparenzvorschriften müssen eventuell noch einmal überprüft werden. Außerdem müsste vermutlich die Überdeckungsanforderung überarbeitet werden, um formell auch eine Nennwertüberdeckung von mindestens 2 Prozent gesetzlich zu verankern. Im Zusammenhang mit der Zulässigkeit von Deckungswerten von außerhalb des Europäischen Wirtschaftsraums sind die Regelungen im Pfandbriefgesetz weiter gefasst als jene des Richtlinienentwurfs. Im Zusammenhang mit einer eventuellen Neuordnung des geografisch zulässigen Deckungsgeschäfts ergibt sich eventuell mit dem Austritt Großbritanniens aus der EU ohnehin bald Anpassungsbedarf im Pfandbriefgesetz. Im Großen und Ganzen dürfte es aber schon heute viele Vorgaben erfüllen, die im Richtlinienentwurf genannt sind, darunter auch die als optional markierten Rechtsfiguren eines Cover Pool Monitors (Treuhänder) beziehungsweise den unabhängigen Verwalter der Deckungsmasse (Sachwalter). Die Vorschriften für die besondere öffentliche Aufsicht für Pfandbriefe sind im deutschen Recht bereits sehr detailliert. In diesen Punkten war das Pfandbriefgesetz wahrscheinlich eher Ideengeber für das europäische Covered Bond Rahmenwerk. Im nachstehenden Kapitel werden die aktuellen Regelungen des Pfandbriefrechts ausführlich beschrieben.

Erweiterung der Investorenberichte mit Informationen zu Soft Bullets wünschenswert

Vermutlich nur geringer Anpassungsbedarf im Pfandbriefgesetz

RECHTLICHE GRUNDLAGEN FÜR PFANDBRIEFE

Die gesetzlichen Grundlagen sind ein wichtiges Qualitätsmerkmal der deutschen Pfandbriefe. Das Pfandbriefgesetz trat im Juli 2005 in Kraft. In den ersten zehn Jahren des Bestehens des Pfandbriefgesetzes wurden insgesamt vierzehnmal Änderungen daran vorgenommen. Neben redaktionellen Korrekturen und Anpassungen an europäisches Recht wurde das Pfandbriefgesetz auch immer wieder inhaltlich weiterentwickelt. Die letzten Änderungen zum Pfandbriefgesetz sind am 3. Januar 2018 in Kraft getreten, die jedoch keine inhaltlichen Neuerungen gebracht haben, sondern lediglich kleine technische Anpassungen im Zusammenhang mit dem Verweis auf die Derivatedefinition im Kreditwesengesetz umsetzen. Im Folgenden möchten wir Ihnen eine aktuelle Zusammenfassung der wichtigsten Regelungen des Pfandbriefgesetzes (PfandBG) vorstellen. Dabei beziehen wir uns im Wesentlichen auf die Ausführungen von Otmar Stöcker „Grundzüge des Pfandbriefrechts und des Refinanzierungsregisters“ im Bankrechts-Handbuch (2011). Zusätzlich haben wir die Änderungen zum Pfandbriefgesetz seit 2011 auf Grundlage der einschlägigen Drucksachen des deutschen Bundestages in diese Studie eingearbeitet. Der Verband deutscher Pfandbriefbanken stellt auf seiner Internetseite die relevanten Drucksachen zu den Novellierungen des Pfandbriefgesetzes zur Verfügung, die interessante Einblicke in die Hintergründe für die Veränderungen des Pfandbriefrechts geben. Eine Zusammenfassung dieser Dokumente finden Sie außerdem in der vom vdp herausgegebenen Studie „10 Jahre Pfandbriefgesetz – Textsammlung und Materialien“ (2015), die direkt an die Veröffentlichung „Das Pfandbriefgesetz: Gesetzestext und Materialien“ (2005) anschließt. In dem Artikel „Pfandbriefe und Gedeckte Bankschuldverschreibungen (Teil 1)“ von Otmar Stöcker im Heft 14/2018 der Europäischen Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (EuZW) werden die historischen Hintergründe zum deutschen Pfandbriefrecht beleuchtet und vor allem die kontinuierliche Weiterentwicklung des deutschen Pfandbriefrechts bis 2015 dargestellt. Für den Autor ist kein Ende des Novellierungsreigns absehbar. Änderungen in den Vorgaben und Rahmenbedingungen im europäischen Recht werden immer wieder Anpassungen im Pfandbriefgesetz erforderlich machen. Außerdem bleibt das Ziel, den Benchmark-Charakter des Pfandbriefgesetzes unter den weltweiten Covered Bond Gesetzen zu erhalten. Die Konkurrenz schläft nicht, in anderen Ländern wird ebenfalls beständig an der Verbesserung der Rechtsgrundlagen für gedeckte Anleihen gearbeitet.

Gesetzliche Grundlagen sind wichtiges Qualitätsmerkmal

Pfandbrieflizenz

Durch die Berücksichtigung des Pfandbriefgeschäfts in der Definition des Bankgeschäfts im Kreditwesengesetz wird die Ausgabe von Pfandbriefen seit 2005 grundsätzlich allen Kreditinstituten ermöglicht, die über eine Erlaubnis für das Betreiben von Bankgeschäften verfügen. Dazu muss allerdings eine Lizenz zur Emission von Pfandbriefen bei der BaFin beantragt werden. Die Pfandbrieflizenz wird erteilt, wenn das Kreditinstitut bestimmte Mindestanforderungen erfüllt. Zu den Anforderungen gehören unter anderem die folgenden Punkte:

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 und nachhaltig 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.

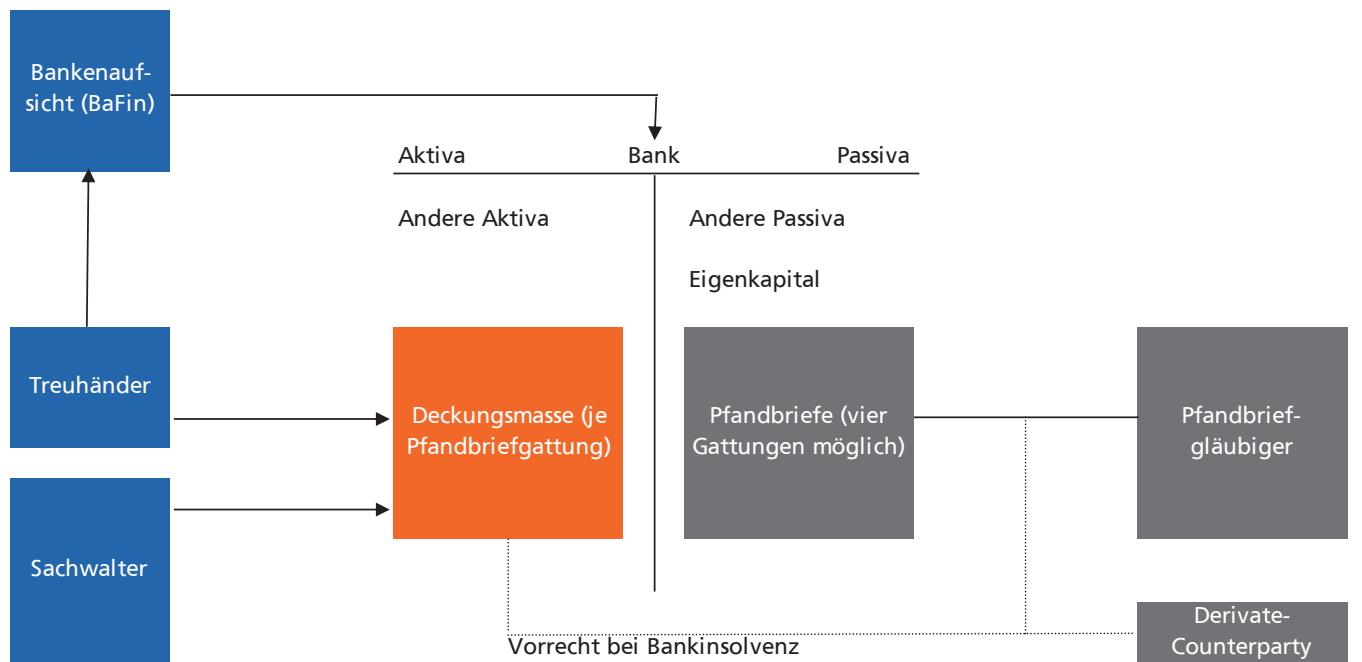
Regelmäßige Pfandbriefemissionen

Mindestkapital und geeignetes Risikomanagement

Eine einmal erteilte Pfandbrieflizenz kann auch wieder zurückgezogen werden. Dies geht jedoch nur dann, wenn die Bank die qualitativen Anforderungen des Pfandbriefgesetzes nicht mehr erfüllt. Dies ist auch möglich, wenn die Pfandbriefbank seit zwei Jahren keine Pfandbriefe mehr emittiert hat und die Aufnahme des nachhaltigen 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.

Lizenz kann auch entzogen werden

VERALLGEMEINERTE TRANSAKTIONSSTRUKTUR EINES PFANDBRIEFS



Quelle: DZ BANK Research

Das aktuelle Pfandbriefrecht kennt vier unterschiedliche Pfandbriefarten: Hypothekendarfandbriefe, Öffentliche Pfandbriefe, Schiffspfandbriefe und Flugzeugpfandbriefe. Die Pfandbrieflizenz kann durch die BaFin auf bestimmte Pfandbriefarten begrenzt werden. Für den Erhalt der Lizenz sieht das Pfandbriefgesetz kein Mindestemissionsvolumen in Bezug auf die Summe der zu begebenden Pfandbriefe vor. Das Pfandbriefgesetz begrenzt auch nicht explizit das Pfandbriefumlaufvolumen einer Bank. Vielmehr ergibt sich eine implizite Begrenzung des Umlaufvolumens über das Aktivgeschäft der Bank, das heißt, inwieweit die Pfandbriefbank Vermögenswerte besitzt, die sich als Deckungsaktiva qualifizieren. Im Gegensatz dazu sehen die rechtlichen Grundlagen für gedeckte Anleihen in vielen anderen Ländern (vor allem außerhalb Europas) Höchstgrenzen vor. Hintergrund für diese Auflage ist die Sorge, dass durch die zunehmende Reservierung von Vermögen der Bank (Vermögensverpfändung oder Asset Encumbrance) zugunsten bestimmter Gläubigergruppen die Bankbilanz ausgehöhlt werden könnte. Dies würde das Verlustrisiko der unbesicherten Bankgläubiger im Falle einer Insolvenz erhöhen. Es gibt jedoch mehrere Geschäftsfelder einer Bank, in deren Rahmen regelmäßig Sicherheiten hinterlegt werden. Im Rahmen des Artikels „Asset Encumbrance und Pfandbriefe“ in der Publikation des vdp „Der Pfandbrief 2012/2013 - Fakten und Daten zu Europas führenden Covered Bond“ wird detailliert ausgeführt, dass neben gedeckten Anleihen auch die Zentralbankrefinanzierung, das Derivategeschäft und besicherte Geldmarktgeschäfte (Repos) zur Asset Encumbrance beitragen. Der bestehende Interessenkonflikt zwischen unbesicherten und besicherten Bankgläubigern ist außerdem systemimmanent und ergibt sich durch den im Pfandbriefgesetz verankerten Schutz der

Vier Pfandbriefarten mit besonderen Deckungsanforderungen

Pfandbriefgläubiger. Über besicherte Refinanzierungsinstrumente wie Pfandbriefe haben sich die Banken gerade in Krisenzeiten mit Liquidität eindecken können. Eine starre Emissionsgrenze für Pfandbriefe wird vom vdp daher als nicht sachgerecht angesehen.

Das Risikomanagement eines Kreditinstitutes und das der Deckungsmasse haben einen hohen Stellenwert bezüglich des Schutzes der Pfandbriefgläubiger. Vor dem Hintergrund, dass sich Risiken des Pfandbriefgeschäfts von den allgemeinen Risiken des sonstigen Bankgeschäfts unterscheiden können, stellt der Gesetzgeber spezifische Anforderungen an das Risikomanagement einer Pfandbriefbank. Danach muss jedes Pfandbriefinstitut über ein für das Pfandbriefgeschäft geeignetes Risikomanagementsystem verfügen. Das Risikomanagementsystem 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 unter anderem die folgenden Anforderungen erfüllen:

- » Begrenzung der Konzentration von Risiken anhand eines Limitsystems.
- » 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 die vierteljährliche Vorlage eines Risikoberichts an den Vorstand.
- » Das Risikomanagementsystem muss ausführlich und nachvollziehbar dokumentiert sein.

Anforderungen an das Risikomanagement

Limitsystem und Rückführung der Risiken, falls erforderlich

Flexibilität und regelmäßige Überprüfung

Allgemeine Deckungsanforderungen und Kongruenzvorschriften

Alle zur Deckung der umlaufenden Pfandbriefe einer Bank dienenden Werte müssen in ein für die jeweilige Pfandbriefart separat geführtes Deckungsregister eingetragen werden. Dieses ermöglicht die eindeutige Identifikation der zur Deckungsmasse gehörenden Vermögensgegenstände. Einzelheiten über Form und den notwendigen Inhalt des Deckungsregisters sowie zur vorzunehmenden Eintragung werden durch eine gesonderte Rechtsverordnung (Deckungsregisterverordnung) genau bestimmt. Das Deckungsregister wurde im deutschen Pfandbriefrecht mit dem Hypothekenbankgesetz von 1899 eingeführt. Das Hypothekenbankgesetz schrieb außerdem das Befriedigungsvorrecht der Pfandbriefgläubiger bezüglich der im Deckungsregister eingetragenen Vermögensgegenstände fest. Ein direktes Pfandrecht an den Hypotheken, wie es in den Vorläufern zum damaligen Hypothekenbankgesetz noch vorgesehen war, wurde verworfen. Die Gründe dafür waren praktischer Natur: Die Ausstellung von Hypothekenbriefen für alle Kredite in der Deckungsmasse wäre zu aufwendig gewesen. Gleichzeitig war das Grundbuchwesen in Deutschland an der Schwelle zum 20. Jahrhundert noch nicht weit genug beziehungsweise flächendeckend entwickelt gewesen, um als Alternative zu Buchgrundschulden verwendet werden zu können.

Getrenntes Deckungsregister je Pfandbriefart

Das heutige Pfandbriefgesetz sieht vor, dass der jeweilige Gesamtbetrag der im Umlauf befindlichen Pfandbriefe je Gattung jederzeit ihrem Nenn- und Barwert nach durch Werte in mindestens gleicher Höhe gedeckt sein muss. Die Deckungsrechnung auf Grundlage der Barwerte der Pfandbriefe im Vergleich zu den Deckungswerten unter-

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

liegt 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 von Emittenten eine Überdeckung in Höhe von 2 Prozent des Umlaufvolumens der Pfandbriefe auch für den Fall der gestressten Risikobarwerte sicherzustellen.

Stresstests nach Pfandbriefrecht

Das Pfandbriefgesetz verlangt von den Emittenten, die Werthaltigkeit der Deckungsmassen wöchentlich mittels Stresstests zu prüfen. Damit soll sichergestellt werden, dass auch im Fall sehr volatiler Märkte die barwertige Deckung der umlaufenden Pfandbriefe sichergestellt wird.

Gemäß Pfandbrief-Barwertverordnung hat die Pfandbriefbank sicherzustellen, dass die barwertige Deckung der umlaufenden Pfandbriefe auch im Fall von Zins- und Wechselkursänderungen gegeben ist. Die Deckungsmasse muss ausreichen, um auch im unterstellten Stressszenario eine barwertige Überdeckung von mindestens 2 Prozent zu gewährleisten.

Die Stressszenarien haben eine Zins- und eine Währungskomponente. Bei den beiden Komponenten kann sich der Emittent zwischen einem statischen oder dynamischen Test entscheiden. Beim statischen Test wird die Zinskurve, die zur Diskontierung der Deckungswerte und der umlaufenden Pfandbriefe verwendet wird, parallel um 250 Basispunkte verschoben. Beim statischen Währungsstresstest gibt die Pfandbrief-Barwertverordnung feste prozentuale Auf- und Abschläge für mögliche Währungen vor. Im Gegensatz zu diesen festen Vorgaben werden beim dynamischen Verfahren die Stresswerte für die Verschiebung der Zinskurve beziehungsweise die Auf- und Abschläge bei den Währungen auf Grundlage der Volatilität der vergangenen 250 Handelstage bestimmt, wobei die Zinskurve um mindestens 100 Basispunkte verschoben werden muss.

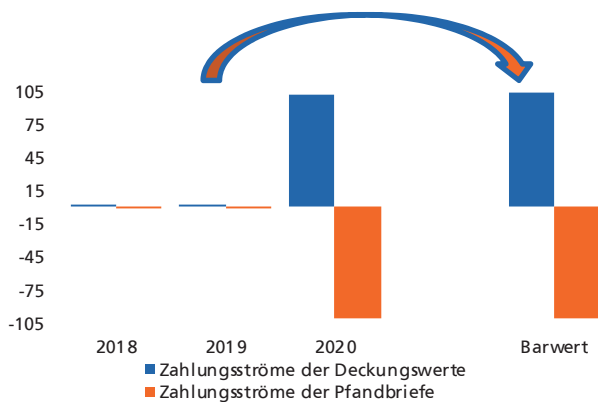
Pfandbriefbanken können auch eigene Risikomodelle für die Berechnung der Stresstests verwenden, wenn dieses Modell zuvor vom Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht geprüft und als ausreichend angesehen wird.

Quelle: DZ BANK Research auf Grundlage der Pfandbrief-Barwertverordnung

Die Berechnungsvorschriften zum Risikobarwert zeigen aus diesseitiger Sicht nach wie vor Wirkung und tragen somit zur Sicherheit der Pfandbriefgläubiger bei. Die aktuellen Berechnungsvorschriften zum Bar- und Risikobarwert nach Pfandbriefrecht heben jedoch nicht den Effekt auf, der aus der Verknüpfung der Überdeckungsanforderung an die (gestresste) Barwertrechnung herrührt. Aufgrund des Bezugs bei der gesetzlichen Überdeckung zur (gestressten) Barwertrechnung haben es die Pfandbriefbanken im Vergleich zur einfachen Nennwertrechnung etwas leichter, die Deckungsanforderung einzuhalten. Die von Moody's an den aktuellen Regelungen bezüglich der Barwertrechnung nach deutschem Pfandbriefrecht geäußerte Kritik greift daher zu kurz (siehe Moody's Studie „Low Interest Rates Limit Protection Offered by Stressed Present Value OC Requirement“ vom 13. März 2017). Sie müsste eher lauten, dass sich die gesetzlich erforderlichen Überdeckungsquoten nicht nur an einer gestressten Barwertrechnung orientieren, sondern auch eine mindestens gleich hohe Überdeckung zum Nennwert verlangen sollte. Die Pfandbriefbanken sollten dies nicht vor allzu große Probleme stellen. Die Ratingagenturen erwarten in der Regel ohnehin Überdeckungsquoten, die über den gesetzlich verankerten 2 Prozent liegen.

Barwertrechnung erleichtert die Einhaltung der gesetzlichen Überdeckung

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



Quelle: DZ BANK Research

	Zahlungsströme der Deckungsmasse	Zahlungsströme der Pfandbriefe
2018	2	-1,25
2019	2	-1,25
2020	102	-101,25
	Deckungsmasse	Pfandbriefe
Nennwert	100,0	100,0
Überdeckung (Nennwert)	0,0 Prozent	
Barwert	103,0	-100,7
Überdeckung (Barwert)	2,28 Prozent	

Quelle: DZ BANK Research

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 Überdeckungsniveaus die Interessen der Pfandbriefgläubiger besser schützt. Das Pfandbriefgesetz stellt außerdem klar, dass die Vermögenswerte, die über die gesetzliche oder die von der BaFin verlangten Überdeckung hinausgehen, im Insolvenzfall der Pfandbriefbank zur Befriedigung der Pfandbriefgläubiger vorrangig zur Verfügung stehen.

Überdeckung steht den Pfandbriefgläubigern insgesamt zur Verfügung

Die gesetzliche Überdeckung ist in Form von liquiden Deckungswerten bereitzustellen (sichernde Überdeckung), für die besondere gesetzliche Anforderungen gelten. Die sichernde Überdeckung kann beispielsweise als Guthaben bei der Deutschen Bundesbank oder auch als Guthaben bei der EZB beziehungsweise allen übrigen Zentralbanken der Mitgliedstaaten der EU gehalten werden. Es eignen sich auch Staatsanleihen von Mitgliedsländern des EWR oder Guthaben bei geeigneten Kreditinstituten, wenn diese ein Rating der Bonitätsstufe 1 gemäß der europäischen Bankenrichtlinie aufweisen. Die BaFin kann im Ausnahmefall erlauben, auch Forderungen gegen Kreditinstitute der Bonitätsstufe 2 zu verwenden, um damit Konzentrationsrisiken zu vermeiden. Diese Regelungen zielen darauf ab, die sichernde Überdeckung in möglichst liquiden Vermögenswerten vorzuhalten, damit die Deckungsmasse auch unmittelbar nach einer Trennung von der Pfandbriefbank ihren Zahlungsverpflichtungen nachkommen kann.

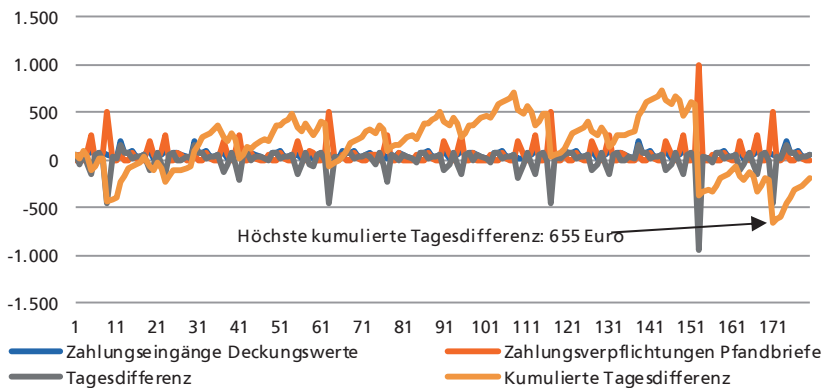
Sicherende Überdeckung in Form von besonders liquiden Vermögenswerten

Zur Sicherung der Zahlungsfähigkeit der Deckungsmasse unmittelbar nach einer Insolvenz der Pfandbriefbank verlangt das Pfandbriefgesetz darüber hinaus, dass für die nächsten 180 Tage fortlaufend ein taggenauer Abgleich fällig werdender Forderungen aus eingetragenen Deckungswerten und fällig werdenden 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 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 Pfandbriefgesetzes verdeutlicht. Die größte kumulierte Tagesdifferenz (die mit dem Pfeil markierte hell orange Linie) ergibt sich in diesem Beispiel gegen Ende der 180-Tage-Periode und beträgt 655 Euro. Dieser Betrag

Zahlungen auf Pfandbriefe für die nächsten 180 Tage muss sichergestellt werden

müsste innerhalb der Deckungsmasse in Form von liquiden Vermögenswerten zur Verfügung stehen.

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



Quelle: DZ BANK Research

Die Kongruenzanforderungen des Pfandbriefgesetzes sind eine Kombination aus einer Mindestdeckung zum gestressten Barwert (inklusive einer Überdeckung in Höhe von mindestens 2 Prozent) und der 180-Tage-Liquiditätsregel. Eine vollständige Kongruenz zwischen den Zahlungsströmen der Deckungsmasse und den umlaufenden Pfandbriefen verlangt das Pfandbriefgesetz nicht. Das Thema Laufzeitkongruenz ist nicht neu und wurde bereits zur Einführung des Hypothekendarlehensgesetzes 1899 diskutiert. Im Falle von Amortisationsdarlehen hatte die kreditgebende Hypothekendarlehensbank kein generelles Kündigungsrecht. Im Gegenzug durfte das Kündigungsrecht des Immobilienkreditnehmers (Vorfalligkeitsrisiko) vertraglich für höchstens zehn Jahre ausgeschlossen werden. Gleichzeitig durfte eine Hypothekendarlehensbank mit dem Kreditnehmer höchstens zehn tilgungsfreie Jahre vereinbaren. Gegenüber den Pfandbriefinvestoren durften die Hypothekendarlehensbanken für höchstens zehn Jahre auf die Rückzahlung der Pfandbriefe verzichten. Aus dieser Zeit stammt auch die nach wie vor gültige Vorschrift, dass der Pfandbriefemittent dem Anleihegläubiger kein Kündigungsrecht einräumen darf. Im Hypothekendarlehensgesetz von 1899 gab es ebenfalls keine strenge Laufzeitkongruenzvorschrift zwischen Deckungsmasse und umlaufenden Pfandbriefen. Vielmehr vertraute der Gesetzgeber darauf, dass die Pfandbriefemittenten im eigenen Interesse und damit auch im Sinne der Pfandbriefgläubiger auf die Kongruenz der Zahlungsströme achten.

Kombination aus Barwerttest und 180-Tage-Liquiditätsregel

Wie oben erwähnt, verlangt das Pfandbriefgesetz, dass die sichernde Überdeckung von 2 Prozent und die Reserven für Zahlungsverpflichtungen in den nächsten 180 Tagen, die nicht durch erwartete Zahlungseingänge auf die Deckungswerte abgedeckt sind, in besonders liquiden Vermögenswerten vorzuhalten sind. Darüber hinaus gibt es je Pfandbriefart besondere Vorschriften, welche Vermögensgegenstände zur Sicherung der Pfandbriefe geeignet sind (ordentliche Deckung), die wir ab Seite 44 im Einzelnen darstellen. Um den Pfandbriefbanken jedoch mehr Flexibilität bei der Steuerung der Deckungsmassen zu geben, erlaubt das Pfandbriefgesetz in begrenztem Umfang die Aufnahme von weiteren Deckungswerten ins Deckungsregister der Pfandbriefe. Der Gesetzgeber scheint in diesem Zusammenhang jedoch auch insgesamt die Liquidität der Deckungsmasse für einen weiteren Zeithorizont im Sinn gehabt zu haben. Die zulässigen weiteren Deckungswerte sind im Vergleich zu den Anforderungen an die Vermögenswerte für die sichernde Überdeckung von etwas geringerer Liquidität. Sie scheinen jedoch geeignet zu sein, die Liquidität der Deckungsmasse im Insolvenzfall der Pfandbriefbank zu verbessern. Die für die weitere Deckung zulässigen Forderungen sind für

Weitere Deckungswerte neben der ordentlichen Deckung

alle vier Pfandbriefarten gleich. Ihr Anteil am Umlaufvolumen der gedeckten Anleihen ist jedoch unterschiedlich (siehe hierzu auch den Artikel „Weitere Deckungswerte als notwendiger Bestandteil von Pfandbriefdeckungsmassen“ in der vdp Publikation „Der Pfandbrief 2012/2013 - Fakten und Daten zu Europas führenden Covered Bond“). Grundsätzlich eignen sich unter anderem die folgenden Forderungen als weitere Deckungswerte:

- » Forderungen gegenüber der EZB, der Deutschen Bundesbank oder anderen Zentralbanken der Mitgliedstaaten der EU und Forderungen gegen geeignete Kreditinstitute. Die Forderung gegen ein und dasselbe Kreditinstitut darf nicht höher als 2 Prozent des Gesamtbetrags der umlaufenden Pfandbriefe sein.
- » Für Hypotheken-, Schiffs- und Flugzeugpfandbriefe: Forderungen, die sich als ordentliche Deckung für Öffentliche Pfandbriefe qualifizieren würden.
- » Sicherungsgeschäfte mit Derivaten, die die Veränderungen im Wert der Deckungsmasse gegen Zins- und Währungsschwankungen abfedern, können als weitere Deckungswerte Teil des insolvenzfesten Pfandbriefregisters sein. Der Einsatz der Derivate in Deckung wird durch das Pfandbriefgesetz beschränkt. Auf Grundlage der Barwertrechnung darf der Anteil der Forderungen aus Derivategeschäften an den Deckungswerten beziehungsweise der Anteil der Zahlungsverpflichtungen aus diesen Derivaten an der Summe aus umlaufenden Pfandbriefen zuzüglich der Zahlungsverpflichtungen aus den Derivaten 12 Prozent nicht überschreiten. In dieser 12-Prozent-Grenze werden Derivate, die zur Absicherung von Währungspositionen eingesetzt werden, jedoch 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.

Forderungen gegenüber Zentralbanken und Kreditinstitute ...

... sowie öffentlichen Schuldnern

Derivate mit geeigneten Gegenparteien

Die EBA hat im April 2017 bekannt gegeben, dass sie die Anwendung eines Wahlrechts zur Lockerung der Ratinganforderungen für in der Deckungsmasse enthaltene Forderungen gegenüber Banken in Deutschland als gerechtfertigt ansieht. In Artikel 129 Absatz 1(c) CRR ist geregelt, dass Forderungen gegenüber Banken mit einer Laufzeit von über 100 Tagen in der Deckungsmasse höchstens 15 Prozent des Nominalbetrags der ausstehenden Covered Bonds ausmachen dürfen und diese Banken ein Rating der Bonitätsstufe 1 (mindestens „AA-“) aufweisen müssen. Sind diese Anforderungen nicht erfüllt, kann für die betreffenden Covered Bonds von europäischen Instituten kein privilegiertes Risikogewicht gemäß CRR angesetzt werden. Es gibt derzeit nicht viele Banken, die über ein solch hohes Rating verfügen. Daher könnte ein Konzentrationsrisiko in der Deckungsmasse entstehen, wenn sich Pfandbriefbanken bei den weiteren Deckungswerten auf wenige Banken mit hohen Bonitätsnoten beschränken müssten. Die nationalen Aufsichtsbehörden haben nach Konsultation mit der EBA die Möglichkeit, die Ratinganforderungen aufzuweichen. So kann das Mindestrating von Bonitätsstufe 1 auf Bonitätsstufe 2 (mindestens A-) gesenkt werden, wobei dann die Forderungen gegenüber diesen Banken höchstens noch 10 anstatt 15 Prozent des ausstehenden Covered Bond Volumens ausmachen dürfen. Die BaFin hatte die EBA Ende 2014 über ihre Absicht informiert, das Wahlrecht nutzen zu wollen.

EBA sieht die Lockerung von CRR-Ratinganforderungen als gerechtfertigt an

Der Anteil der weiteren Deckungswerte im Deckungsregister kann für Hypotheken-, Schiffs- und Flugzeugpfandbriefe insgesamt bis zu 20 Prozent des Umlaufvolumens betragen. Die Forderungen gegenüber der EZB, den Zentralbanken der Mitgliedstaaten der EU sowie Schuldverschreibungen von geeigneten Kreditinstituten dürfen dabei maximal 10 Prozent betragen. Im Falle von Hypotheken-, Schiffs- und Flugzeugpfandbriefen

Anteil der weiteren Deckungswerte gesetzlich geregelt

fen dürfen darüber hinaus Vermögenswerte mit bis zu 20 Prozent in Deckung genommen werden, die sich als ordentliche Deckungsmasse für Öffentliche Pfandbriefe eignen, wobei die zuvor genannten Forderungen anzurechnen sind. Bei den Öffentlichen Pfandbriefen ist der Anteil der weiteren Deckungswerte generell auf 10 Prozent des Umlaufvolumens der Öffentlichen Pfandbriefe begrenzt. Forderungen aus Derivategeschäften werden auf diese Grenzen jedoch bei allen Pfandbriefarten nicht angerechnet. Für sie gilt eine wie oben ausgeführt selbstständige 12-Prozent-Grenze.

Vorrecht der Pfandbriefgläubiger und insolvenzfeste Treuhand

Die Deckungswerte sollen nach Insolvenz des Emittenten zur Befriedigung der Ansprüche der Pfandbriefinvestoren uneingeschränkt zur Verfügung stehen (insolvenzfeste Deckungsmasse). Forderungen in Deckung, bei denen das Insolvenzvorrecht der Pfandbriefgläubiger nicht zweifelsfrei sichergestellt ist, dürfen bei Öffentlichen Pfandbriefen und Hypothekendarlehenpfandbriefen insgesamt 10 Prozent des Gesamtbetrags der Forderungen in der Deckungsmasse nicht übersteigen. Bei Schiffs- und Flugzeugpfandbriefen liegt diese Grenze bei 20 Prozent.

Fragen im Zusammenhang mit dem Insolvenzvorrecht der Pfandbriefgläubiger können sich vor allem beim internationalen Kreditgeschäft ergeben. Für alle Forderungen gegen Kreditnehmer aus den Ländern des EWR kann nach unserem Verständnis das Konkursvorrecht der Pfandbriefgläubiger aufgrund einheitlicher europäischer Regelungen als gesichert angesehen werden. Die Richtlinie der EU zur Sanierung und Liquidation von Kreditinstituten (Liquidationsrichtlinie) führt dazu, dass im Falle der Insolvenz einer Pfandbriefbank das deutsche Recht für das Insolvenzverfahren auch in den Mitgliedsstaaten des EWRs anerkannt wird. Das Vorrecht der Pfandbriefgläubiger auf Deckungswerte, die innerhalb des EWR belegen sind, wird dadurch geschützt, weil kein Sekundärinsolvenzverfahren im Drittland droht. Im Falle eines Sekundärinsolvenzverfahrens nach ausländischem Recht wäre nicht zweifelsfrei sichergestellt, dass im Drittland belegene Deckungswerte in diesem Insolvenzverfahren unberücksichtigt bleiben. Bei Deckungswerten, die außerhalb des EWR belegen sind, ist daher größere Vorsicht angebracht. Für Forderungen gegen Schuldner mit Sitz in Staaten außerhalb des EWR und bei Sicherheiten an Grundstücken beziehungsweise grundstücksgleichen Rechten sowie Schiffen und Flugzeugen, die nicht innerhalb des EWR belegen sind, kann zur Wahrung der erwarteten gleichwertigen Sicherheit der Deckungswerte zugunsten der Pfandbriefgläubiger aber eine zusätzliche vertragliche Sicherheit nach den entsprechenden Rechtsvorschriften des Drittlandes an den betroffenen Deckungswerten bestellt werden. Diese vertragliche Sicherheit kann beispielsweise Doppeltreuhänder für die Pfandbriefgläubiger unter Wahrung der Interessen der Pfandbriefbank vorsehen. Im Krisenfall garantiert der Treuhänder der ausländischen Vermögenswerte unabhängig von der ausländischen Anerkennung deutscher Maßnahmen des Sanierungs- und Insolvenzrechts den Schutz des Befriedigungsvorrechts der Pfandbriefgläubiger auf die ausländischen Deckungswerte.

Die möglichen Beschränkungen für Deckungswerte außerhalb des EWR gelten solange wie die Pfandbriefbank nicht durch geeignete Maßnahmen die Insolvenzfestigkeit dieser Deckungswerte zugunsten der Pfandbriefgläubiger sichergestellt hat. Aus der Praxis heraus haben sich Lösungsansätze wie das zuvor angesprochene Modell der Doppeltreuhand herausgebildet. Im Special Comment von Moody's „Structural Protection Mechanisms for Non-EEA Assets in German Cover Pools“ vom 22. Juli 2014 bezieht die Ratingagentur Stellung zu diesen Maßnahmen, die für in Japan, Kanada, den Vereinigten Staaten von Amerika und in der Schweiz belegene Deckungswerte gelten. Nach Ansicht von Moody's sind die von den Banken verwendeten Treuhandstrukturen für US-amerikanische und schweizerische Vermögenswerte geeignet, die möglichen Risiken

Deckungswerte müssen im Insolvenzfall des Emittenten den Pfandbriefgläubigern uneingeschränkt zur Verfügung stehen

Drohende Vollstreckungsmaßnahmen bei ausländischen Deckungswerten

Treuhandmodell sichert Vorrecht der Pfandbriefgläubiger

im Insolvenzfall der Bank für Pfandbriefgläubiger zu begrenzen und damit deren Befriedigungsvorrecht sicherzustellen. Für Deckungswerte, die in Japan belegen sind, hat Moody's die rechtliche Prüfung ebenfalls abgeschlossen (siehe Pressemitteilung „Moody's updates on Japanese assets in German cover pools“ vom 15. August 2016). Auch die Treuhandstrukturen für japanische Deckungswerte stellen nach Auffassung der Ratingagentur sicher, dass den Pfandbriefgläubigern die japanischen Vermögenswerte auch im Insolvenzfall der Pfandbriefbank voll zur Verfügung stehen werden.

Das Pfandbriefgesetz eröffnet allgemein für das In- und Auslandsgeschäft die Möglichkeit, treuhänderisch von Dritten gehaltene Forderungen und Grundpfandrechte in die Deckung aufzunehmen. Dies setzt voraus, dass diese Vermögensgegenstände die allgemeinen Anforderungen des Pfandbriefgesetzes erfüllen. Um die treuhänderisch gehaltenen Vermögensgegenstände für die Deckung von Pfandbriefen zu verwenden, muss außerdem sichergestellt werden, dass im Insolvenzfall des Treuhänders die Pfandbriefbank uneingeschränkten Zugriff auf diese Vermögensgegenstände hat (insolvenzfeste Treuhand). Eine insolvenzfeste Treuhand kann zum Beispiel über die Eintragung von Vermögensgegenständen in ein Refinanzierungsregister geschaffen werden. Durch das Refinanzierungsregister, das im Kreditwesengesetz (KWG) und in der Refinanzierungsregisterverordnung geregelt ist, können Kreditinstitute zum Beispiel grundpfandrechtlich besicherte Kredite an Pfandbriefbanken übertragen, aber die Forderungen oder Grundpfandrechte weiter verwalten und in ihrer Bilanz ausweisen.

Treuhänderisch verwaltete Deckungswerte

Die Regelungen im KWG zum Refinanzierungsregister lehnen sich an die Formulierungen des Pfandbriefgesetzes an. Das Treuhand-Kreditinstitut (oder Refinanzierungsunternehmen) führt das Refinanzierungsregister, in das die Forderungen und/oder die Grundpfandrechte zugunsten der Pfandbriefbank eingetragen werden. Ein speziell einzusetzender Verwalter prüft die ordnungsgemäße Führung des Refinanzierungsregisters. Im Insolvenzfall des Refinanzierungsinstituts setzt die BaFin einen Sachwalter ein, der sich unabhängig vom Insolvenzverwalter um das Refinanzierungsregister kümmert. Dieser Sachwalter könnte von der BaFin, falls nötig, auch bereits vor Insolvenzeröffnung eingesetzt werden. Sowohl die Wortwahl als auch die Formulierungen im Kreditwesengesetz ähneln in diesem Zusammenhang sehr den entsprechenden Regelungen im Pfandbriefgesetz.

KWG lehnt sich an das Pfandbriefgesetz an

Die Eintragung der Forderungen und der Grundpfandrechte in das Refinanzierungsregister verhindert zwar, dass diese Vermögensgegenstände in die allgemeine Insolvenzmasse des Refinanzierungsinstituts fallen (insolvenzfeste Treuhand). Allerdings müssen der Übertragungsberechtigte Begünstigte (hier: die Pfandbriefbank) und das Treuhand-Kreditinstitut eine Vereinbarung (oder Vertrag) abschließen, in der der Anspruch der Pfandbriefbank auf die Vermögensgegenstände begründet wird. Dies kann zum Beispiel im Rahmen einer Konsortialvereinbarung geschehen. Die Eintragung der Vermögensgegenstände in das Refinanzierungsregister allein reicht nicht aus. Dem Übertragungsberechtigten muss zudem von dem Refinanzierungsunternehmen ein Auszug aus dem Refinanzierungsregister übergeben werden, aus dem sich, für Dritte nachvollziehbar, der Anspruch des Übertragungsberechtigten gegen das Refinanzierungsunternehmen ableiten lässt. Aus unserer Sicht sind in diesem Zusammenhang vor allem drei Aspekte wichtig:

Insolvenzfeste Treuhand durch das Refinanzierungsregister

» Die Vereinbarungen zwischen der Pfandbriefbank und dem Refinanzierungsinstitut müssen rechtlich bindend und wirksam sein. Ratingagenturen haben angekündigt, diesen Punkt im Rahmen ihrer Analyse zu prüfen (siehe zum Beispiel S&P „German Refinancing Registers Could Help Source Assets For Pfandbrief“, Oktober 2007).

Vertrag erforderlich

» Die Verträge, die die Forderungen aus dem Kundengeschäft begründen (zum Beispiel Kreditverträge), müssen den Verkauf und die Übertragung der Forderungen und gegebenenfalls der dazugehörigen Sicherheiten (Grundpfandrechte bei Immobilienfinanzierungen) zulassen.

Forderungen/Sicherheiten müssen übertragbar sein

» Die Eintragung der Vermögensgegenstände in das Refinanzierungsregister schränkt die Rechte auf Einwendungen und Einreden Dritter gegen die eingetragenen Forderungen oder grundpfandrechtlichen Sicherheiten nicht ein. Ein Beispiel hierfür wäre nach unserem Verständnis der Fall einer stillen Abtretung der Kreditforderungen. In diesem Fall wird der Kreditnehmer (zumindest anfänglich) nicht über die Übertragung des Kredits an die Pfandbriefbank informiert. Die Rechte des Kreditnehmers, beispielsweise gegenläufige Forderungen mit bestehenden Verbindlichkeiten aus dem Kredit im Insolvenzfall des Treuhand-Kreditinstituts miteinander aufzurechnen, werden durch die Eintragung der Forderung in das Refinanzierungsregister nicht berührt (siehe zum Beispiel den Special Report von Fitch „The Refinancing Register in German Structured Finance Transactions“, Dezember 2011).

Einrederechte Dritter bestehen fort

Das KWG stellt klar, dass auch die anfänglich offene Konsortialfinanzierung den Regelungen des Refinanzierungsregisters unterliegt. Mit der Regelung im Kreditwesengesetz wird zudem sichergestellt, dass Deckungswerte, die in einem Refinanzierungsregister zugunsten einer Pfandbriefbank eingetragen sind, nur mit deren Zustimmung und der Zustimmung des Treuhänders der Pfandbrief-Deckungsmasse (als unabhängiger Kontrolleur des Deckungsregisters bei der Pfandbriefbank) gelöscht werden können. Außerdem kann die Pfandbriefbank vom Verwalter des Refinanzierungsregisters jederzeit einen Auszug über die im Refinanzierungsregister zu ihren Gunsten eingetragenen Vermögenswerte verlangen. Durch dieses Informationsrecht soll die Pfandbriefbank in die Lage versetzt werden, die Richtigkeit der Eintragungen effektiv überprüfen zu können.

Pfandbrief- und Refinanzierungsregisterrecht sind verzahnt

Anders als Grundbucheintragungen sind Eintragungen in das Refinanzierungsregister nicht öffentlich. Der Pfandbriefgläubiger muss sich bei der operativen Umsetzung auf die Sorgfalt des Refinanzierungsinstituts verlassen, wobei die ordnungsgemäße Führung des Registers durch den von der BaFin bestellten Verwalter regelmäßig überwacht wird. Insgesamt wird die Komplexität der Transaktionsstruktur eines Pfandbriefprogramms durch die Einbeziehung eines Refinanzierungsregisters erhöht und es besteht für den Pfandbriefinvestor nach unserem Dafürhalten unter Kreditgesichtspunkten dadurch auch eine schwache Verbindung mit der Bonität des Refinanzierungsinstituts.

Höhere Komplexität

Das Refinanzierungsregister bietet mehrere Anwendungsmöglichkeiten für das Pfandbriefgeschäft. Geschäftsbanken ohne Pfandbrieflizenz können auf diesem Wege Pfandbriefbanken Deckungswerte zur Verfügung stellen und indirekt von der günstigen Refinanzierung via Pfandbriefe profitieren, wenn sich Pfandbriefbanken auf diese Weise anderen Kreditinstituten als Refinanzierungsplattform zur Verfügung stellen (Pooling-Modell).

Pfandbriefbanken als Refinanzierungsplattform

Außerdem können Konsortialkredite, auch wenn sie erst im Nachhinein syndiziert werden, via Refinanzierungsregister von mehreren Pfandbriefbanken entsprechend der übernommenen Risikoquote als Deckungsmasse für ihre jeweiligen Pfandbriefprogramme benutzt werden. Der Vorteil bei der Nutzung des Refinanzierungsregisters ist bei den genannten Beispielen, dass eine kosten- und zeitaufwändige grundbuchliche Vollziehung einer Grundpfandrechtsabtretung und eine Benachrichtigung der Kreditnehmer auf einen späteren Zeitpunkt (zum Beispiel falls es durch die Insolvenz des Refinanzierungsinstituts erforderlich wird) verschoben werden beziehungsweise völlig unterbleiben kann.

Vereinfachung im Konsortialgeschäft

Eine weitere Anwendungsmöglichkeit für das Refinanzierungsregister wäre ein strukturierter Covered Bond nach deutschem Recht. Die Transaktionsstruktur könnte dabei vorsehen, dass das Kreditinstitut Forderungen und die dazugehörigen Sicherheiten an eine Zweckgesellschaft überträgt. Die insolvenz feste Treuhand würde via Refinanzierungsregister erreicht. Die Vermögensgegenstände würden zunächst auf der Bilanz des Kreditinstituts verbleiben, die Zweckgesellschaft hätte jedoch im Falle der Insolvenz der Bank ein Aussonderungsrecht bezüglich der im Refinanzierungsregister eingetragenen Vermögenswerte. Wie im Modell für UK Covered Bonds würde die Zweckgesellschaft eine mit den auf sie übertragenen Vermögensgegenständen besicherte Garantie für die von der Bank aufgelegte Anleihe zugunsten der Anleihegläubiger aussprechen. Der Emittent des strukturierten Covered Bonds hätte bei der Auswahl möglicher Deckungswerte mehr Freiheiten, weil die strengen Anforderungen des Pfandbriefgesetzes für strukturierte Covered Bonds nicht gelten würden.

Strukturierte Covered Bonds nach deutschem Recht

Besondere Anforderungen an die Deckungsmassen je Pfandbriefart

Öffentliche Pfandbriefe

Laut Pfandbriefgesetz dürfen nur Forderungen gegenüber Gebietskörperschaften oder Forderungen gegenüber Anstalten und Körperschaften des öffentlichen Rechts zur Deckung von Öffentlichen Pfandbriefen 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 Betrieben in der Rechtsform der Anstalt öffentlichen Rechts, die über eine Gewährträgerhaftung verfügen. Das Pfandbriefgesetz gibt detaillierte Anforderungen für mögliche ordentliche Deckungswerte für Öffentliche Pfandbriefe vor, die verkürzt wie folgt zusammengefasst werden können:

Forderungen gegenüber Gebietskörperschaften

- » Forderungen gegenüber inländischen Gebietskörperschaften oder solche 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 EWR sowie deren Zentralbanken und Forderungen gegenüber Regionalverwaltungen und Gebietskörperschaften aus den Mitgliedsländern der EU und des EWR. Je nachdem, wie das Ergebnis aus den Verhandlungen zum EU-Austritt Großbritanniens aussehen wird, müsste eventuell das Pfandbriefgesetz angepasst werden, damit derzeit deckungsfähige Forderungen gegen britische öffentliche Stellen auch nach dem Brexit in den Deckungsmassen deutscher Pfandbriefe bleiben können.
- » Forderungen gegenüber den Vereinigten Staaten von Amerika, Japan, der Schweiz und Kanada sowie deren Zentralbanken, Regionalverwaltungen und Gebietskörperschaften, solange diese der Bonitätsstufe 1 der europäischen Bankenrichtlinie/-verordnung (CRD/CRR) entsprechen.
- » Forderungen gegenüber der EZB und anderen multilateralen Entwicklungsbanken und internationalen Organisationen laut der europäischen Bankenrichtlinie/-verordnung (CRD/CRR).
- » Öffentliche Stellen eines Mitgliedsstaats der EU oder des Europäischen Wirtschaftsraums.

Detailanforderungen hinsichtlich des Kreditnehmers

- » Öffentliche Stellen im Sinne der europäischen Bankenrichtlinie/-verordnung (CRD/CRR) 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.
- » 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.

Deckungsfähigkeit bei Anleihen mit Umschuldungsklausel ist gegeben

KMU- und Exportfinanzierungen mit öffentlichen Garantien als Deckungsmasse für Öffentliche Pfandbriefe

Zwar eignen sich unbesicherte Forderungen gegen kleine und mittlere Unternehmen (KMU) nicht als Deckungsmasse für Pfandbriefe. Allerdings gibt es die Möglichkeit, für KMU-Finanzierungen eine Garantie einer öffentlichen Stelle wie zum Beispiel der KfW zu bekommen, wodurch diese garantierten Forderungen die Anforderungen an Deckungswerte für Öffentliche Pfandbriefe erfüllen. In diesem Zusammenhang gibt es einen weiteren, in der Vergangenheit bereits häufig genutzten Weg, Forderungen aus Exportgeschäften von KMU in die Deckungsmasse für Öffentliche Pfandbriefe aufzunehmen. Voraussetzung dafür ist, dass diese Exportfinanzierungen über eine Garantie von beispielsweise Euler Hermes verfügen. Mit Hilfe dieser Garantien könnten zum Beispiel auch andere Forderungen wie beispielsweise Flugzeugfinanzierungen oder andere Projektfinanzierungen nach unserer Auffassung als Deckungsmasse für Öffentliche Pfandbriefe verwendet werden. Im Zusammenhang mit den Hermes-Garantien gab es zwischen dem Gesetzgeber, der Aufsicht, dem vdp als Vertreter der Pfandbriefbanken und Euler Hermes seit Jahren intensive Diskussionen. Ein Ergebnis dieser Diskussionen ist, dass der Exportkreditversicherer seit dem 1. Dezember 2017 ein spezielles Produkt für Pfandbriefbanken anbietet. Dieses neue Produkt zielt darauf ab, das Insolvenzvorrecht der Pfandbriefgläubiger auch für Forderungen wirtschaftlich abzusichern, wenn diese außerhalb des Europäischen Wirtschaftsraums belegen sind (siehe hierzu vdp Infobrief Q1 2018).

Quelle: DZ BANK Research

Exportfinanzierungen, die außerhalb der EU belegen sind und durch eine öffentliche Ausfallgarantie abgesichert sind, müssen in der 10-Prozent-Grenze für Forderungen, für die nicht zweifelsfrei das Vorrecht der Pfandbriefgläubiger im Falle einer Insolvenz der Pfandbriefbank sichergestellt ist, berücksichtigt werden, wenn das Risiko eines Sekundärinsolvenzverfahrens über das Vermögen der Pfandbriefbank im betreffenden Drittland nicht mit Sicherheit ausgeschlossen werden kann. Falls die öffentliche Exportkreditversicherung allerdings neben dem Kreditausfallrisiko der Schuldner der Exportfinanzierungen auch das Insolvenzvorrecht der Pfandbriefgläubiger auf diese Forderungen im Falle der Insolvenz der Pfandbriefbank absichert, erfolgt keine Anrechnung auf die 10-Prozent-Grenze.

Exportfinanzierungen in außereuropäischen Ländern mit öffentlichen Garantien

Das Pfandbriefgesetz erlaubt die Forderungen gegen die zuvor genannten öffentlichen Stellen in der Deckungsrechnung vollständig zu berücksichtigen, unabhängig von der Bonität des Schuldners beziehungsweise Garantiegebers. Die im 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 Pfandbriefgesetzes hinausgehen. Der vdp nennt diese

Bewertungsvorschriften für öffentliche Schuldner fehlen im Pfandbriefgesetz

standardisierte Vorgehensweise „vdp-Modell zur Differenzierung der Bonität von Staaten“ (kurz vdp-Bonitätsdifferenzierungsmodell). Bei der Anrechnung von Forderungen gegen Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraums und deren unterstaatlichen Stellen berücksichtigen die vdp-Mitgliedsinstitute in der Deckungsrechnung ratingabhängige Abschläge (eine ausführlichere Darstellung finden Sie im Artikel „Das vdp-Bonitätsdifferenzierungsmodell“ in der vdp Publikation „Der Pfandbrief 2013/2014 - Fakten und Daten zu Europas führenden Covered Bond“). Die verwendeten Bewertungsabschläge werden regelmäßig geprüft und sind in der vorstehenden Tabelle zusammengefasst.

**RATINGABHÄNGIGE BEWERTUNGSABSCHLÄGE IM VDP BONITÄTSDIFFERENZIERUNGSMODELL:
KAUM VERÄNDERUNGEN SEIT 2012**

Rating von S&P beziehungsweise entsprechende Bonitätsnote von Fitch oder Moody's	Abschläge gültig bis 31. Dezember 2013	Abschläge gültig bis 31. Dezember 2014	Abschläge gültig bis 31. Dezember 2015	Abschläge gültig bis 31. Dezember 2017	Abschläge gültig ab 1. Januar 2018
AAA	0%	0%	0%	0%	0%
AA+	0%	0%	0%	0%	0%
AA	0%	0%	0%	0%	0%
AA-	0%	0%	0%	0%	0%
A+	0%	0%	0%	0%	0%
A	0%	0%	0%	0%	0%
A-	0%	0%	0%	0%	0%
BBB+	0%	0%	0%	0%	0%
BBB	0%	0%	0%	0%	0%
BBB-	0%	0%	0%	0%	0%
BB+	9%	10%	11%	9%	8%
BB	11%	12%	13%	11%	11%
BB-	14%	15%	16%	14%	13%
B+	18%	19%	20%	18%	17%
B	21%	23%	24%	21%	20%
B-	26%	27%	28%	26%	24%
CCC	36%	37%	38%	36%	34%
CC	55%	56%	57%	55%	54%
C	80%	81%	81%	80%	79%
D	100%	100%	100%	100%	100%

Quelle: vdp, Darstellung DZ BANK Research, Stand Juli 2018

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.

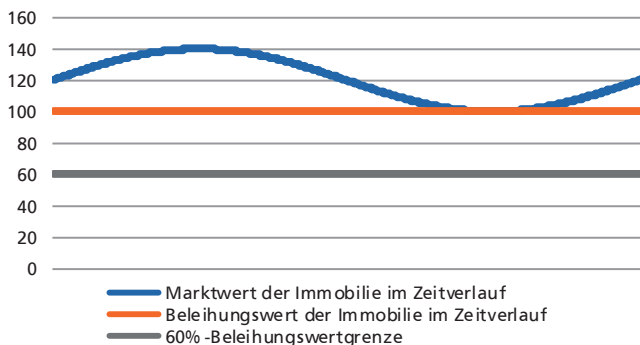
Grundpfandrechtlich gesicherte Forderungen

Beleihungswert berücksichtigt nur die nachhaltigen Eigenschaften einer Immobilie

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. Der Beleihungswert ist

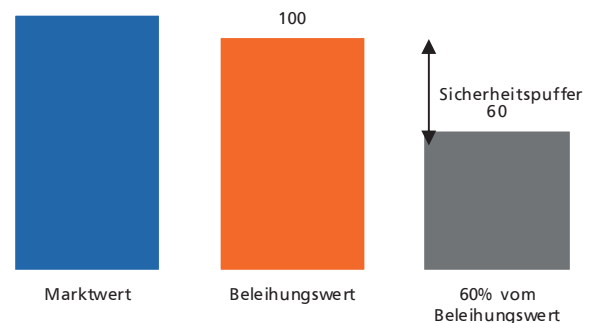
nach dem Vorsichtsprinzip zu ermitteln. Das heißt, er ist nur auf Grundlage der dauernden Eigenschaften des Grundstücks beziehungsweise Gebäudes und dem daraus nachhaltig zu erzielenden Ertrag abzuleiten. Für den Beleihungswert ist der Ertragswert in der Regel ausschlaggebend. Dieser Wert darf nicht überschritten werden. Bleibt der Sachwert um mehr als 20 Prozent unter dem Ertragswert, müssen die bei der Ertragswertermittlung zugrunde liegenden Annahmen auf ihre Nachhaltigkeit überprüft und gegebenenfalls korrigiert werden. Daher überschreitet der Beleihungswert 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 für im In- oder Ausland liegende Immobilien sind gleich.

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. 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. Laut vdp fällt der wesentliche Teil des inländischen Mengengeschäfts unter die Kleindarlehensregel (siehe vdp Infobrief Q4 2015). In diesen Fällen können die Banken ein vereinfachtes Verfahren zur Beleihungswertermittlung verwenden. Eine Erleichterung betrifft die Befreiung von der Pflicht, ein ausführliches Wertgutachten für die Immobilie zu erstellen beziehungsweise erstellen zu lassen. Im Falle von Kleindarlehen im Sinne des Pfandbriefrechts reichen vereinfachte Dokumentationen der Wertermittlungen aus, die beispielsweise durch standardisierte Formulare umgesetzt werden können. Es können auch automatisierte Bewertungsverfahren, die beispielsweise auf hedonischen Modellen basieren, zur Wertermittlung von Eigenheimen zur Unterstützung herangezogen werden. Die Einschätzung der Lage der Immobilie und der Objektzustand können über standardisierte Formulierungen beziehungsweise durch Beurteilungen auf vorgegebenen Skalen erfolgen. Eine weitere Erleichterung bezieht sich auf den Ersteller der Wertermittlung. Diese Person

Erleichterungen für Darlehen, die unter die Kleinkreditgrenze fallen

muss ausreichend geschult sein. Sie muss unabhängig sein und darf nicht die abschließende Kreditentscheidung treffen. In einigen Fällen kann auf eine Objektbesichtigung verzichtet werden beziehungsweise auf eine Außenbesichtigung beschränkt werden.

Das Besondere am Beleihungswertkonzept ist, dass dieser Wert für die gesamte Kreditlaufzeit gelten soll. Durch die Beleihungswertermittlungsverordnung bleiben andere Vorschriften über weitergehende Verpflichtungen zur regelmäßigen Überprüfungen der Wertermittlung der Immobilien allerdings unberührt. So müssen zum Beispiel vor allem bei Gewerbeimmobilien die zugrunde liegenden Annahmen bei der Wertermittlung regelmäßig auf den Prüfstand gestellt werden. Wenn es Zweifel an deren Richtigkeit gibt, kann dies ebenfalls zur Überprüfung des Beleihungswerts führen. Mögliche Veränderungen im Beleihungsauslauf (englisch Loan to Value, kurz LTV) ergeben sich im Kontext des Pfandbriefgeschäfts mithin in der Regel nur aufgrund der Tilgung des Darlehens. Wertzuwächse durch Immobilienpreissteigerungen (aufgrund von Marktwertsteigerungen) beeinflussen den Beleihungswert der Immobilie und somit den LTV des Darlehens nicht. Sollte in einer Region der Immobilienpreis allerdings deutlich fallen, so müssen die Beleihungswerte für die in dieser Region liegenden Immobilien überprüft und gegebenenfalls angepasst werden. Dieses Marktschwankungskonzept sieht einen Preisverfall von mindestens 20 Prozent für Wohnimmobilien (mindestens 10 Prozent im Falle von Gewerbeimmobilien) als Schwellenwert vor, der eine Neubewertung der Immobilien auslöst.

Stark fallende Preise lösen Neubewertung aus

Die seit 2014 geltende Regelung des Artikels 208 Absatz 3 CRR sieht einen dreistufigen Prozess im Zusammenhang mit der Beobachtung der Immobilienbewertungen im Rahmen des Kreditgeschäfts vor. Im ersten Schritt wird beispielsweise mittels statistischer Verfahren wie dem Marktschwankungskonzept für Gewerbe- (jedes Jahr) und Wohnimmobilien (spätestens alle drei Jahre) geprüft, ob es Signale für einen nachhaltigen und hinreichend signifikanten Hauspreisrückgang gibt. In Deutschland haben sich granulare Modelle etabliert, die Preisschwankungen für mehrere Objektarten auf Postleitzahlenebene ausweisen. Ein konkretes Umsetzungsbeispiel ist das Immobilienmarktmonitoring von vdpResearch, das laut Angaben des vdp von rund 90 Prozent der deutschen Kreditinstitute genutzt wird (siehe vdp Infobrief Q3 2017). Liegt ein erheblicher Hauspreisrückgang vor (10 Prozent bei Gewerbeimmobilien beziehungsweise 20 Prozent bei Wohnimmobilien) folgt im zweiten Schritt des Monitoringprozesses die Überprüfung der Immobilienbewertung. Die Überprüfung muss durch eine vom Kreditprozess unabhängige und qualifizierte Person durchgeführt werden. Sollte die Überprüfung den durch das Modell angezeigten signifikanten Wertverfall der Immobilie bestätigen, muss im dritten Schritt eine Neubewertung des Gebäudes durchgeführt werden. Zum Monitoring des Beleihungswerts einer Immobilie, der seiner Natur nach unabhängig von kurzfristigen Marktschwankungen konzipiert ist, wird der Marktwert genutzt, um die Anforderungen der CRR zu erfüllen. Fällt der Marktwert der Immobilie nach einer Neubewertung unter den Beleihungswert, muss auch deren Beleihungswert geprüft und gegebenenfalls Neubewertet werden, wenn die Marktpreisschwankungen als nachhaltig anzusehen sind.

Marktschwankungskonzept als erster Schritt im Monitoringprozess

Das im Beleihungswert zum Ausdruck kommende Vorsichtsprinzip führt zu einer Glättung der LTV-Entwicklung im Zeitverlauf. Steigende oder moderat fallende Immobilienpreise wirken sich nicht auf den aktuellen LTV aus. 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.

Beleihungswertkonzept glättet LTV-Entwicklung

Europäische Beleihungswertmethodik

Auf europäischer Ebene wurde im Rahmen der Eigenkapitalanforderungen für Banken über die Harmonisierung der Immobilienwertermittlung diskutiert. Eine Maximalharmonisierung, die zu einem Standard für Immobilienbewertungen zum Zweck der Eigenkapitalberechnungen hätte führen können, schien Anfang 2015 möglich. Die EBA legte einen sehr detaillierten Entwurf für einen Regulierungsstandard vor, der den nationalen Aufsichtsbehörden keine Spielräume für eine eigene Ausgestaltung mehr gelassen hätte. Die Arbeiten am europäischen Bewertungsstandard ruhen derzeit. Die EBA möchte zunächst mit der Europäischen Kommission den Anwendungsbereich des neuen technischen Standards und Fragen zum Wahlrecht zwischen Markt- und Beleihungswert klären. Insgesamt erscheint eine prinzipienbasierte Harmonisierung mit nationalen Gestaltungsmöglichkeiten sinnvoll, weil sich die Funktionsweisen der europäischen Immobilienmärkte und die Datenverfügbarkeiten in den einzelnen Ländern unterscheiden (siehe vdp Infobrief Q4 2016).

Der Verband deutscher Pfandbriefbanken (vdp) sieht in einer prinzipienbasierten Methode zur Beleihungswertermittlung eine Chance, einen europäischen Beleihungswert zu definieren, der von einem größeren Anwenderkreis genutzt werden könnte. Der vdp prägte für einen möglichen prinzipienorientierten europäischen Standard den Begriff „Long-Term Sustainable Value (L-TSV)“. Zur Förderung dieser Idee wurde das L-TSV Network gegründet, das sich dafür einsetzt, dass der L-TSV die Grundlage für eine kreditwirtschaftliche Wertermittlung wird. Außerdem möchte das neue Netzwerk zur Entwicklung einer international anwendbaren Beleihungswertermittlungsmethode beitragen. Die Prinzipien der deutschen Wertermittlungsverfahren sind nicht ohne weiteres auf alle europäischen Immobilienmärkte übertragbar, weil die Methoden stark auf die Besonderheiten in Deutschland zugeschnitten sind.

Quelle: Verband deutscher Pfandbriefbanken, Darstellung DZ BANK Research

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 die Darlehen innerhalb der erstrangigen 60 Prozent-Grenze begrenzt ist (Soft LTV-Limit). Diese Regelung ist aus unserer Sicht im Vergleich zu anderen Covered Bond Gesetzen in Europa beziehungsweise auch im weltweiten Vergleich eine strenge Regelung, die dem Schutz des Pfandbriefgläubigers dient.

Einheitliche Beleihungswertgrenze von 60 Prozent

Fitch stellt in der Studie „Market vs. Mortgage Lending Values in Pfandbriefe“ vom 4. September 2017 die Vorteile des Beleihungswerts im Vergleich zum Marktwert einer Immobilie aus Kreditsicht heraus. Die Verwendung des Beleihungswerts zusammen mit der LTV-Grenze von 60 Prozent im Pfandbriefgesetz schafft einen erheblichen Sicherheitspuffer für die Deckungswerte. In der Untersuchung, in der die von Fitch zu diesem Zeitpunkt bewerteten Hypothekendarlehen berücksichtigt wurden, kommt die Agentur zu dem Ergebnis, dass die Hauspreise um 50 Prozent zurückgehen könnten, ohne dass die Darlehen in der Deckungsmasse Verluste erleiden würden. Zwei Gründe hebt Fitch dabei hervor. Der Beleihungswert würde von seiner Konzeption nicht über dem Marktwert liegen, sondern eher darunter. Darüber hinaus würden durch spätere Hauspreissteigerungen Puffer für die Bewertungen entstehen. Wie erwähnt, wird ein sich später einstellendes Plus im Immobilienwert nicht nachträglich im ursprünglichen Beleihungswert berücksichtigt. Die Agentur weist jedoch darauf hin, dass diese Puffer in einem Umfeld fallender Immobilienpreise wieder aufgebraucht werden.

Untersuchung von Fitch bestätigt positive Wirkung des Beleihungswertkonzepts

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
Rohertrag		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	Sachwert	9.550.414 Euro
Jahresreinertrag	628.830 Euro	Sachwert (abgerundet)	9.550.000 Euro
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		
Ertragswert	10.256.741 Euro	Beleihungswert (Ertragswertobjekt)	10.250.000 Euro
Ertragswert (abgerundet)	10.250.000 Euro	Indeckungnahme (Beleihungsgrenze 60 Prozent)	6.150.000 Euro

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

Moody's hebt auch sowohl die im internationalen Vergleich strenge LTV-Grenze von 60 Prozent als auch die konservativen Bewertungsvorschriften über die Beleihungswertermittlungsverordnung positiv hervor. In der Studie „German Mortgage Covered Bonds: Pfandbrief Act is Conservative in its Treatment of Rising House Prices“ (vom 24. Juni 2013) werden diese Stärken anhand eines Zahlenbeispiels verdeutlicht. Das Beleihungswertkonzept führt in einem Immobilienmarkt mit steigenden Marktpreisen nach und nach zum Aufbau von Bewertungsreserven, die letztlich die Sicherheit der Pfandbriefgläubiger erhöhen (siehe erstes Beispiel in der folgenden Tabelle). In anderen Ländern können Hauspreissteigerungen dazu genutzt werden, den deckungsfähigen Teil des Darlehens zu erhöhen. Insofern führen Hauspreissteigerungen zu einer (mehr oder weniger automatischen) Ausweitung der Deckungsmasse (siehe zweites Beispiel in der folgenden Tabelle), wodurch der Aufbau von stillen Bewertungsreserven wie im Falle des deutschen Beleihungswertkonzepts verhindert wird.

Auch Moody's hebt das Beleihungswertkonzept positiv hervor

BELEIHUNGSWERTKONZEPT KANN ZU BEWERTUNGSRESERVEN FÜHREN

	Beispiel 1: Ohne Neubewertung der Immobilie	Beispiel 2: Mit Neubewertung der Immobilie
LTV-Grenze	60 Prozent	60 Prozent
Darlehenssumme	90	90
Ausgangssituation:		
- Immobilienwert	100	100
- Anrechenbares Darlehensvolumen für die Deckungsmasse	60 (= 100 * 60 Prozent)	60 (= 100 * 60 Prozent)
Um wie viel Prozent kann der Hauspreis fallen, bevor die Deckungsmasse im Fall einer Verwertung der Immo- bilie Verluste erleiden würde	40 Prozent (= (100 – 60)/100)	40 Prozent (= (100 – 60)/100)
Nach einer Hauspreissteigerung um 50 Prozent:		
- Neuer Immobilienwert	150	150
- Anrechenbares Darlehensvolumen für die Deckungsmasse	60 (= 100 * 60 Prozent)	90 (= 150 * 60 Prozent)
Um wie viel Prozent kann der Hauspreis fallen, bevor die Deckungsmasse im Fall einer Verwertung der Immo- bilie Verluste erleiden würde	60 Prozent (= (150 – 60)/150)	40 Prozent (= (150 – 90)/150)

Quelle: Moody's, Darstellung DZ BANK Research

Wie bei Öffentlichen Pfandbriefen gibt es auch für Hypothekendarlehen zusätzlich zu den zuvor genannten Anforderungen an die Deckungswerte geografische Restriktionen. So müssen die Forderungen in Deckung im Europäischen Wirtschaftsraum, Australien, Japan, Kanada, Neuseeland, der Schweiz, Singapur oder den Vereinigten Staaten von Amerika belegen sein. Je nach Ergebnis der Verhandlungen zum EU-Austritt Großbritanniens müsste das Pfandbriefgesetz an dieser Stelle geändert werden, wenn die derzeit deckungsfähigen Hypothekendarlehen aus Großbritannien auch nach dem Brexit in den Deckungsmassen deutscher Pfandbriefe bleiben sollen. 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. Der vdp hat 2005 einen runden Tisch ins Leben gerufen, der sich regelmäßig mit dem internationalen Vergleich von Grundpfandrechten beschäftigt. Die Vorgehensweise wird im Artikel von Andreas Luckow „Grundpfandrechte – internationaler Vergleich auf einen Blick“ in der Zeitschrift Immobilien & Finanzierung Ausgabe 03 – 2016 dargelegt. Eine ausführliche Darstellung findet sich im Band 54 der vdp Schriftenreihe „Grundpfandrechte 2016 in Europa und darüber hinaus“. Die Analyse ist gut durchdacht und sehr fundiert. Das internationale Expertengremium am runden Tisch bearbeitet für jedes Land einen standardisierten Fragenkatalog. Die Antworten werden im Rahmen eines Scoring-Verfahrens ausgewertet, um damit einen Vergleich der Rechtssysteme zu ermöglichen. Beim Vergleich werden vier verschiedene Perspektiven betrachtet, die abschließend zu einem Gesamtwert verdichtet werden. Bei den vier Perspektiven werden zunächst die unterschiedlichen Interessen der kreditgebenden Bank, des Kreditnehmers, der nachrangigen sowie der unbesicherten Gläubiger und der allgemeinen Verwendbarkeit der Grundpfandrechte getrennt voneinander gewürdigt.

Geografische Restriktionen

» Perspektive der Bank/Verwertung des Grundpfandrechts: Hier geht es um die Frage, wie schnell der Inhaber eines Grundpfandrechts die Sicherheit verwerten kann und den Erlös entsprechend seines Ranges erhält.

Verwertung des Grundpfandrechts

» Perspektive des Eigentümers der Immobilie: Das Interesse des Eigentümers der Immobilie steht dem Interesse der kreditgebenden Bank bei der Frage der Verwertung diametral gegenüber. Jede Rechtsordnung versucht einen Interessenausgleich herzustellen, um erforderlich werdende Verwertungen verhältnismäßig zu gestalten.

Berücksichtigung der Interessen des Kreditnehmers

» Perspektive der Bank/Verwendbarkeit des Grundpfandrechts: Die Interessen von Kreditnehmer und -geber sind im Fall der Frage nach der Verwendbarkeit eines Grundpfandrechts eher gleichgerichtet. Bei diesem Punkt geht es darum, wie flexibel das Grundpfandrecht eingesetzt werden kann. Kann ein Grundpfandrecht zum Beispiel für mehrere Forderungen eingesetzt werden? Der runde Tisch des vdp kommt hier zu dem Ergebnis, dass nicht-akzessorische Grundpfandrechte, die eine Trennung von Darlehensforderung und Grundpfandrecht vorsehen und die über eine Sicherheitsvereinbarung verknüpft werden, entscheidende Vorteile bieten.

Vorteile für nicht akzessorische Grundpfandrechte

» Perspektive Gesetzgeber: Hier werden die Aspekte erfasst, wie der Gesetzgeber den Interessenausgleich zwischen den beteiligten Parteien gestaltet hat und die Rechte nachrangig gesicherter oder ungesicherter Gläubiger schützt.

Ausgestaltung des Interessenausgleichs

In der Gesamtbetrachtung des runden Tisches des vdp schneiden die Grundpfandrechte, die als Sicherungsinstrumente letztlich die Grundlage für die Sicherheit der Hypothekendarlehen bilden, in Deutschland, Norwegen, Schweden und der Schweiz besonders gut ab. Demgegenüber werden die Grundpfandrechte in Belgien, Italien und der Slowakei am schwächsten bewertet (Stand 2017). Die aufwendige, detaillierte und sehr fundierte Analyse des runden Tisches zeigt, wie vielschichtig die Rolle der Grundpfandrechte ist. Die Analysen zeigen außerdem, wie stark sich die einzelnen Rechtssysteme unterscheiden können und dass sich ein genauerer Blick auf diese Fragen lohnt.

Deutliche Unterschiede in den einzelnen Rechtssystemen

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 zu gute. Diese allgemeine Anforderung an Gebäudeversicherungen muss in der Praxis mit Leben gefüllt werden, wobei sich im internationalen Kreditgeschäft und durch Veränderungen in der Versicherungswirtschaft immer wieder neue Herausforderungen für die Pfandbriefbanken ergeben. Schäden an Gebäuden durch Erdbeben sowie andere Naturkatastrophen wie Wirbelstürme und Überschwemmungen können beispielsweise häufig nicht zum Wiederherstellungswert der Immobilien versichert werden. Mit statistischen Methoden können aber je nach Standort der Gebäude recht zuverlässige Vorhersagen für mögliche Höchstwerte bei Gebäudeschäden je nach Bausubstanz getroffen werden (Probable Maximum Loss, kurz PML). Anhand des PMLs können sodann die Versicherungssummen festgelegt werden. Unternehmen, die mehrere Gebäude besitzen, schließen häufig eine Gruppenversicherung (englisch Blanket Insurance) für mehrere Immobilien ab. Wenn sich die Gebäude zum Beispiel an verschiedenen Standorten befinden, richtet sich der Versicherungssumme einer Police nicht nach der einfachen Addition der Gebäudewerte. Die Versicherungssumme kann aufgrund einer nicht perfekten Korrelation der Eintrittswahrscheinlichkeiten für beispielsweise Brandschäden an allen Immobilien gleichzeitig geringer ausfallen.

Gebäudeversicherungen sind Pflicht

Einige Immobilienbesitzer vereinbaren für ihre Gebäudeversicherungen darüber hinaus Selbstbehalte, die darauf abzielen, die Versicherungsprämien zu verringern. Das Pfandbriefgesetz trägt diesen Gesichtspunkten Rechnung, indem es drei Optionen hinsichtlich der Versicherungshöhe zulässt:

- » erwartete Wiederherstellungskosten des Gebäudes,
- » einen Schadenswert, der mit hoher Wahrscheinlichkeit nicht überschritten wird,
- » die jeweils ausstehende Darlehensforderung.

Für eine ausführlichere Darstellung dieses Themas siehe den Artikel von Andreas Luckow „Neuregelung der Gebäudeversicherung bei Deckungswerten für Hypothekendarlehen“ in Immobilien & Finanzierung, Ausgabe 03 – 2015.

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 in Höhe von mindestens 110 Prozent der jeweils ausstehenden Darlehensforderung versichert sein.

Auch für die Ermittlung der Beleihungswerte für Schiffe und Schiffsbauwerke gibt es explizite Vorschriften, wobei ebenfalls wie bei Hypothekendarlehen 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 Schiffs.

Der Schiffsbeleihungswert darf nicht höher als der aktuelle beziehungsweise der durchschnittliche Marktwert des Schiffes sein. Wenn der durchschnittliche Marktwert nicht für

Selbstbehalt reduzieren Versicherungsprämien

Rechte an Schiffen und Schiffsbauwerken

Beleihungswertgrenze von 60 Prozent und Versicherungspflicht

Aktueller Marktwert

Durchschnittlicher Marktwert

Neubaupreis

Kaufpreis

Schiffsbeleihungswertermittlung nutzt das Niederstwertprinzip

die vergangenen zehn Jahre ermittelt werden kann, müssen zusätzliche 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 zugrunde liegenden 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. Ähnlich wie bei Immobilienkrediten bleiben andere Vorschriften zur weitergehenden Verpflichtung zur Überprüfung des Beleihungswerts für Schiffe durch die Schiffsbeleihungswertermittlungsverordnung unberührt.

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. Die Flugzeuge müssen während der gesamten Darlehenslaufzeit in Höhe von mindestens 110 Prozent der jeweils ausstehenden Darlehensforderung versichert sein.

Wie bei Immobilien- und Schiffsfinanzierungen besteht auch für Flugzeugfinanzierungen eine Beleihungswertgrenze von 60 Prozent für die in der Deckungsrechnung anrechenbaren Forderungen. Auch für den zugrunde liegenden 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. Andere Vorschriften zur weitergehenden Verpflichtung zur Überprüfung des Beleihungswerts für Flugzeuge bleiben durch die Flugzeugbeleihungswertermittlungsverordnung unberührt.

Preisverfall kann Neubewertung auslösen

Rechte an Flugzeugen, die sich auch auf die Triebwerke erstrecken

Unabhängiger Sachverständiger ermittelt den Wert des Flugzeugs

Transparenzvorschriften zu Quartalsberichten

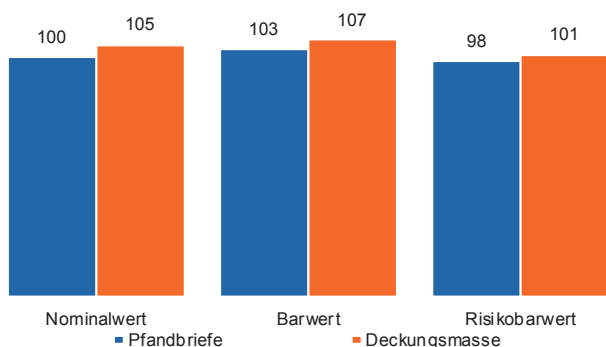
Der Gesetzgeber versucht, den seit einigen Jahren gestiegenen Informationsbedürfnissen der Investoren Rechnung zu tragen, indem die bestehenden Publikationspflichten der Pfandbriefemittenten immer wieder erweitert werden, um die Transparenz für die Marktteilnehmer bezüglich der Zusammensetzung der Deckungsmassen zu verbessern. Jede Pfandbriefbank ist verpflichtet, in einer öffentlich zugänglichen Form einmal pro Quartal den Mindestkatalog an Informationen über die umlaufenden Pfandbriefe und die Deckungswerte zu veröffentlichen. Das Pfandbriefgesetz 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 anzugeben hat. Beim Risikobarwert ist nur das Ergebnis aus dem Stressszenario anzugeben, dass zur geringsten Überdeckung führt. Darüber hinaus sind die Laufzeitstruktur (nach Zinsbindung) der Pfandbriefe sowie der Deckungsmassen nach vorgegebenen Laufzeitbändern aufgliedert 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. Um den Investoren ein Gefühl für eventuell bestehende Zins- oder Währungsinkongruenzen im Rahmen des Pfandbriefgeschäfts der Bank zu geben, enthalten die Pflichtveröffentlichungen die Verteilung der Deckungsmasse und der umlaufenden Pfandbriefe nach fester und variabler Verzinsung. Außerdem muss der Netto-Barwert offener Währungspositionen zwischen Deckungswerten und Pfandbriefen veröffentlicht und der aktuelle Wert (Nettobarwert) der Derivate in den Deckungsmassen ausgewiesen werden.

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

Gesetzlicher Standard bei Pflichtangaben

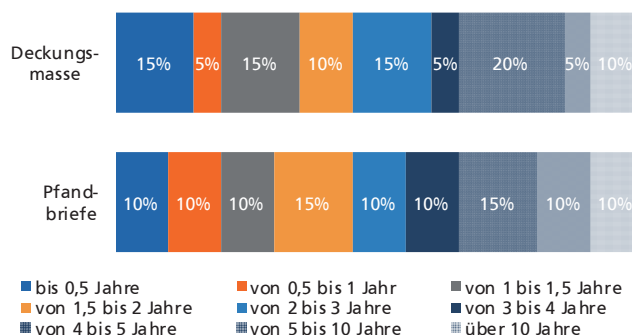
Informationen zu leistungsgestörten Forderungen und geografische Verteilung

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



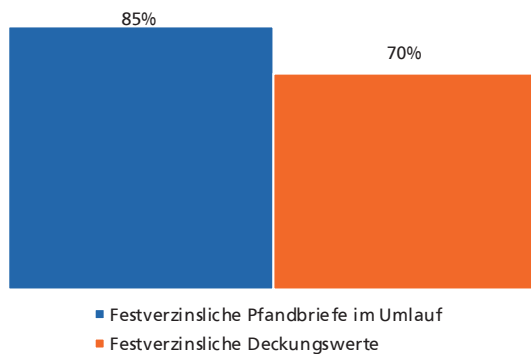
Quelle: DZ BANK Research

VERTEILUNG DER DECKUNGSMASSE UND DER UMLAUFENDEN PFANDBRIEFE NACH ZINSBINDUNG
WILLKÜRLICHES ZAHLENBEISPIEL



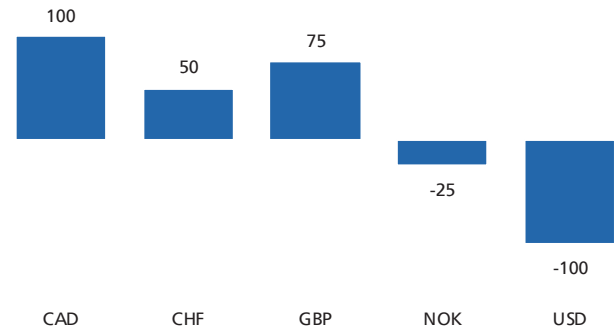
Quelle: DZ BANK Research

ANGABEN ZUR VERZINSUNG DER DECKUNGSMASSE UND DER UMLAUFE-
DEN PFANDBRIEFE
WILLKÜRLICHES ZAHLENBEISPIEL



Quelle: DZ BANK Research

ANGABEN ZU WÄHRUNGSINKONGRUENZENZEN ZWISCHEN DEN PFANDBRIE-
FEN UND DER DECKUNGSMASSE
WILLKÜRLICHES ZAHLENBEISPIEL, NETTOBARWERT IN EURO



Quelle: DZ BANK Research

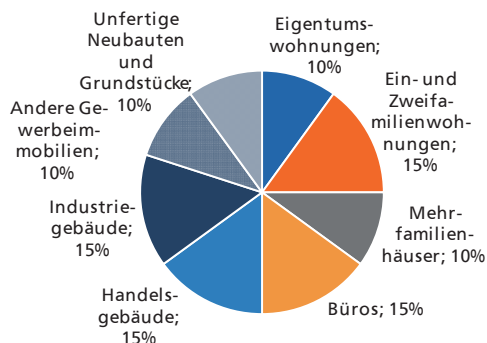
Über die Höhe der Vermögenswerte, die zwar in der Deckungsmasse enthalten sind, gegen die jedoch aufgrund von Beschränkungen oder Höchstgrenzen im Pfandbriefgesetz keine Pfandbriefe emittiert werden dürfen, werden ebenfalls Angaben gemacht. Ein Beispiel dafür sind weitere Deckungswerte, deren prozentualer Anteil an der Deckungsmasse über das Pfandbriefgesetz begrenzt ist. Sollte zum Beispiel der Anteil der weiteren Deckungswerte an der Deckungsmasse über der gesetzlichen Höchstgrenze liegen, so werden diese überschüssigen weiteren Deckungswerte gesondert ausgewiesen. Darüber hinaus ist auch der Umfang der Forderungen außerhalb des Europäischen Wirtschaftsraums, bei denen das Konkursvorrecht der Pfandbriefgläubiger nicht zweifelsfrei sichergestellt ist, in der Deckungsmasse begrenzt. Bei Überschreiten dieser Grenzen müssen die Pfandbriefbanken hierüber Auskunft geben. Es gibt darüber hinaus weitere regelmäßige Pflichtangaben je Pfandbriefart.

Gesonderter Ausweis von Vermögenswerten, die über Grenzwerten liegen

Die Verteilung der Immobilienkredite in der Deckungsmasse für Hypothekendarlehen muss nach Objekttyp und nach Volumen der Darlehensforderungen erfolgen. Für die Kredite in der Deckungsmasse muss auch der volumengewichtete Durchschnitt der seit der Kreditvergabe verstrichenen Laufzeit der Darlehen angegeben werden. Diese Zahl wird nicht aufgeteilt nach Eigenheim- und Gewerbeimmobilienfinanzierungen, sondern für alle Immobilienfinanzierungen insgesamt ausgewiesen. Diese Kreditalter (oder Seasoning) ist vor allem bei Eigenheimen eine interessante Kenngröße. Es existieren Erfahrungswerte und Statistiken, die den Schluss nahelegen, dass je länger ein privater Haushalt seinen Kredit bedient, die Wahrscheinlichkeit einer Leistungsstörung für diesen Kreditnehmer über die Zeit abnimmt. Eine getrennte Darstellung des Seasonings für Eigenheim- und Gewerbeimmobilienfinanzierungen wäre daher aus unserer Sicht besser. Allerdings stellt sich in diesem Zusammenhang auch die ganz praktische Frage, wie man Immobilien mit gemischter Nutzung konkret zuordnen sollte. Ein Grenzfall könnte beispielsweise ein selbstständiger Architekt sein, der seine Wohnung und Büro in ein und demselben Gebäude hat, das als Sicherheit für den Kredit dient.

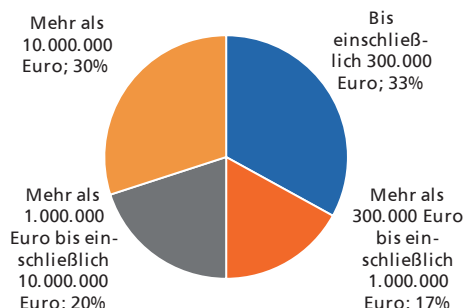
Spezielle Angaben zu Hypothekendarlehen

FÜR HYPOTHEKENPFANDBRIEFE: VERTEILUNG DER IMMOBILIENKREDITE DER DECKUNGSMASSE NACH OBJEKTTYP
WILLKÜRLICHES ZAHLENBEISPIEL



Quelle: DZ BANK Research

FÜR HYPOTHEKENPFANDBRIEFE: VERTEILUNG DER DARLEHEN NACH GRÖßENKLASSEN
WILLKÜRLICHES ZAHLENBEISPIEL



Quelle: DZ BANK Research

Die Pfandbriefbanken sind außerdem verpflichtet, für die Deckungsmasse ihrer Hypothekendarlehen den durchschnittlichen Beleihungsauslauf regelmäßig zu berichten. In der nachstehenden Tabelle geben wir ein Berechnungsbeispiel für den durchschnittlichen Beleihungsauslauf zur Illustration wieder.

BERECHNUNGSBEISPIEL ZUM BELEIHUNGS-AUSLAUF

	Finanzierung 1	Finanzierung 2
Erstrangige Hypothek	20	400
Zweitrangige Hypothek	80	600
Beleihungswert	100	1.000
Valutierung des erstrangig besicherten Darlehens	20	400
Valutierung des zweitrangig besicherten Darlehens	30	550
Beleihungsauslauf erstrangiges Deckungsdarlehen*	20 Prozent	40 Prozent
Beleihungsauslauf zweitrangiges Deckungsdarlehen**	50 Prozent	60 Prozent

Quelle: DZ BANK Research, * Beleihungsauslauf für das erstrangige Darlehen: Valutierung des erstrangigen Darlehens im Verhältnis zum Beleihungswert. ** Beleihungsauslauf für das zweitrangige Darlehen: Valutierung des zweitrangigen Darlehens plus den Wert der erstrangigen Hypothek im Verhältnis zum Beleihungswert. Für beide gilt eine absolute Obergrenze von 60 Prozent (gesetzliches Limit für die Anerkennung von Hypotheken als Sicherheiten in der Deckungsmasse von Hypothekendarlehen).

Für die Berechnung des Beleihungsauslaufs eines Darlehens wird die Darlehensvalutierung herangezogen und ins Verhältnis zum Beleihungswert des Grundstücks beziehungsweise der Immobilie gesetzt, wobei eventuelle Vorlasten in diese Rechnung eingehen. Nur die Teile des Darlehens, die im Rahmen der Deckungsrechnung berücksichtigt werden, sind Teil dieser Beleihungsauslaufrechnung, das heißt, der Beleihungsauslauf je Darlehen wird nie über der gesetzlich festgelegten Höchstgrenze von 60 Prozent liegen. Die Darlehen werden mit der jeweils aktuellen Darlehensvalutierung gewichtet. Im unten aufgeführten Beispiel (unter der Annahme, dass alle Darlehen soweit wie möglich in der Deckungsmasse sind) ergibt sich ein durchschnittlicher Beleihungsauslauf von 59,2 Prozent.

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

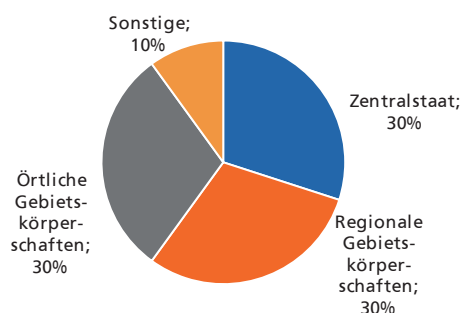
Berechnungsbeispiel für den durchschnittlichen Beleihungsauslauf

Gewichtung mit Darlehensvolumen

Anteil von öffentlich garantierten Exportfinanzierungen muss offengelegt werden

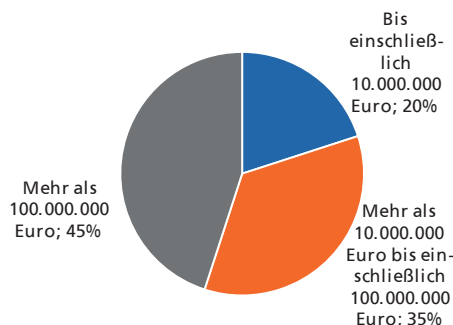
garantiert. Allerdings ist davon auszugehen, dass in der Regel bei öffentlich garantierten Exportfinanzierungen die Zentralregierung für die Erfüllung der Darlehensforderungen haftet. Die Forderungen müssen auch nach Größengruppen aufgegliedert werden, allerdings gilt dabei im Vergleich zu den Hypothekendarlehen eine andere Einteilung dieser Gruppen.

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

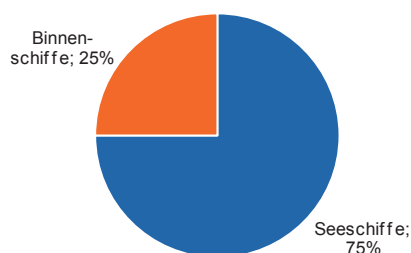


Quelle: DZ BANK Research

Die gesetzlichen Anforderungen im Rahmen der Transparenzvorschriften für Flugzeug- und Schiffspfandbriefe sind im Vergleich zu denen für Hypothekendarlehen weniger detailliert. Im Falle der Schiffspfandbriefe müssen die Emittenten lediglich offen legen, 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 Hypothekendarlehen 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. Der geringe gesetzliche Detaillierungsgrad bei diesen Pfandbrieftypen mag der Tatsache geschuldet sein, dass es sich in beiden Fällen um Nischenprodukte im Pfandbriefmarkt handelt.

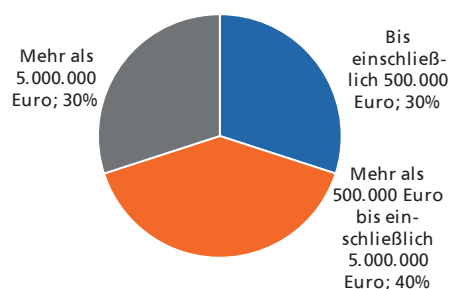
Wenig Details bei Flugzeug- und Schiffspfandbriefen

FÜR SCHIFFSPFANDBRIEFE: VERTEILUNG NACH SCHIFFSTYP
WILLKÜRLICHES ZAHLENBEISPIEL



Quelle: DZ BANK Research

FÜR FLUGZEUG- UND SCHIFFSPFANDBRIEFE: VERTEILUNG DER DARLEHEN NACH GRÖßENKLASSEN
WILLKÜRLICHES ZAHLENBEISPIEL



Quelle: DZ BANK Research

Der vdp stellt über seine Internetseite seit Jahren die Pflichtangaben seiner Mitgliedsinstitute zu deren Pfandbriefprogrammen in einer standardisierten Form zur Verfügung. Der Deutsche Sparkassenverband (DSGV) bietet seit 2016 einen ähnlichen Service an, der sich am Datenformat des vdp orientiert. Für mehr als die Hälfte der vdp-Mitgliedsbanken gibt es auf der Internetseite des Pfandbriefverbands inzwischen auch Berichte entsprechend eines internationalen Standards (Harmonised Transparency Template, kurz HTT). Das durch das European Covered Bond Council (ECBC) initiierte Covered Bond Label setzt ein regelmäßiges Reporting im HTT voraus. Die Mehrheit der vdp-Pfandbriefbanken ergänzt ihre gesetzlichen Pflichtangaben freiwillig mit quartalsweisen Berichten im HTT-Format, auch ohne das Covered Bond Label zu führen. Ausführliche Informationen zu den Deckungsmassen einzelner Pfandbriefbanken finden Sie auch im „Covered Bond Monitor: Deutschland“ des DZ BANK Researchs.

Informationen zentral über Internetseiten der Bankverbände verfügbar

Unabhängige Kontrolle durch den Treuhänder

Für die Kontrolle der Einhaltung der gesetzlichen Deckungsanforderungen wurde bereits 1899 mit dem Treuhänder eine neue Rechtsfigur im deutschen Pfandbriefrecht entwickelt. Bei jeder Pfandbriefbank sind – damals wie heute – 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

Besondere öffentliche Aufsicht durch die BaFin

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 die EZB, sondern auch unter einer besonderen öffentlichen Aufsicht durch die BaFin hinsichtlich des Pfandbriefgeschäfts. 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 Deckung der Pfandbriefe und damit die Einhaltung der gesetzlichen Vorgaben zu prüfen. Diese Prüfungen erfolgen in der Regel nach jeweils zwei Jahren (siehe hierzu auch den Artikel „Die Aufsicht über Pfandbriefbanken“ in der vdp Publikation „Der Pfandbrief 2013/2014 - Fakten und Daten zu Europas führenden Covered Bond“).

Deckungsprüfung durch die BaFin in der Regel nach jeweils zwei Jahren

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 Sachwalter für die Deckungsmassen vor. Näheres zum Sachwalter und zu den Bestimmungen für den Insolvenzfall einer Pfandbriefbank finden Sie im Abschnitt „Sachwalter einer Pfandbriefbank mit beschränkter Geschäftstätigkeit“.

BaFin hat im Insolvenzfall des Emittenten ebenfalls eine Schlüsselrolle

Im Rahmen der Europäischen Bankenunion hat die EZB im November 2014 die Aufsicht über einige, aber nicht alle, Pfandbriefbanken übernommen. Im Rahmen des Meldewesens zur wirtschaftlichen Situation der Deckungsmassen hat die BaFin im Rahmen der besonderen Aufsicht für den deutschen Pfandbriefmarkt (auch für die Banken, für die die EZB die Verantwortung übernommen hat) gleichzeitig eine starke Stellung. 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 soll per Verwaltungsakt angeordnet werden können, wenn die allgemein gesetzlich festgeschriebene Mindestüberdeckungsanforderung von 2 Prozent auf Basis einer gestressten Barwertrechnung von der BaFin als nicht ausreichend angesehen wird, um die Risiken aufgrund der konkreten Zusammensetzung der Deckungsmasse abzudecken. Die Aufsicht soll damit auf Unterschiede in der Sicherstellung der Pfandbriefverbindlichkeiten individuell reagieren können. In der Begründung zu diesem Teil des Pfandbriefgesetzes werden unter anderen folgende Beispiele aufgeführt, die eine höhere Mindestdeckungsanforderung rechtfertigen könnten:

Informationsrechte und Eingriffsmöglichkeiten der BaFin

- » 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.

Eine wesentliche Rolle bei der Festlegung der individuellen Deckungszuschläge dürften mögliche Inkongruenzen zwischen den umlaufenden Pfandbriefen und den Vermögenswerten der Deckungsmasse spielen. Schwierig zu beurteilen ist die zum Glück bislang rein hypothetische Frage, wie ein Insolvenzgericht nach Bestellung des Sachwalters die Frage einer möglichen Übertragung von Teilen der Deckungsmasse an die Insolvenzmasse entscheiden würde. Die Hürden zur Rückübertragung von Vermögen der Deckungsmasse sind hoch. Gleichzeitig ist eine mögliche öffentlich-rechtliche Festlegung einer individuellen Mindestüberdeckung für eine Pfandbriefbank durch die BaFin eine starke Aussage, die ein Insolvenzgericht bei der Entscheidung dieser Frage berücksichtigen dürfte.

Wird die Rückübertragung von freiwilliger Überdeckung wahrscheinlicher?

Sachwalter einer Pfandbriefbank mit beschränkter Geschäftstätigkeit

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

Sachwalter führt das Pfandbriefgeschäft des insolvenzfremigen Vermögens fort

vertreten. Das zuständige Gericht ernennt auf Antrag der BaFin eine oder 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 insolvenzfrees Vermögen weiter fort. Die Pfandbriefe werden mit Eröffnung des Insolvenzverfahrens gegen die Pfandbriefbank nicht automatisch fällig gestellt, sondern entsprechend der ursprünglich vereinbarten Laufzeit aus den Zahlungseingängen in die Deckungsmasse getilgt. Pfandbriefgläubiger nehmen außerdem nicht an einem eventuellen Restrukturierungsverfahren des Emittenten teil. Pfandbriefgläubiger müssen daher nicht auf Teile ihrer besicherten Forderungen verzichten (Bail-in), um damit einen Beitrag zur Rettung der Bank zu leisten.

Die Anzahl der Pfandbriefbanken mit beschränkter Geschäftstätigkeit korrespondiert mit der Anzahl der Deckungsmassen. Wenn eine Pfandbriefbank mehrere Register für Deckungsmassen führt, zum Beispiel ein Register für Öffentliche Pfandbriefe und eines für Hypothekendarfandbriefe, so bleibt für jede Deckungsmasse eine „Pfandbriefbank mit beschränkter Geschäftstätigkeit“ nach Insolvenz des Emittenten bestehen. Der Sachwalter erledigt die Rechtsgeschäfte, die für die Abwicklung der Deckungsmasse bei vollständiger und fristgerechter Befriedigung der Pfandbriefgläubiger notwendig sind. Er darf die gesamte Deckungsmasse oder Teile davon zusammen mit den dagegen stehenden 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.

Übertragung der Deckungsmasse zusammen mit Pfandbriefen an dritte Pfandbriefbanken

Umwandlung von Pfandbriefen in Aktien während der großen Hypothekenbankkrise nach 1900

Seit Inkrafttreten des Hypothekenbankgesetzes (HBG) am 1. Januar 1900 hat kein Anleger in deutschen Pfandbriefen einen Verlust erlitten. Das Pfandbriefumlaufvolumen betrug zu Beginn des 20. Jahrhunderts rund 6,5 Mrd. Mark (Gegenwert von umgerechnet etwa 33 Mrd. Euro)*. Die ersten Jahre des 20. Jahrhundert waren mit der „großen Hypothekenbankkrise“ verbunden, in der zwei Bankkonzerne, der Preußenbank-Konzern mit der Preußischen Hypotheken Actien-Bank und der Deutschen Grundschuldbank sowie der Pommernbank-Konzern mit der Pommerschen Hypotheken-Aktien-Bank und der Mecklenburg-Strelitzsche Hypothekenbank, involviert waren. Ausgelöst wurde diese Bankenkrise durch zu riskante Kredit- und Refinanzierungsgeschäfte in einer Phase der wirtschaftlichen Stagnation, die durch den „Gründerkrach“ 1873 nach dem Boom der Gründerjahre in Deutschland ausgelöst wurde. Nur für eines der genannten Institute – die Deutsche Grundschuldbank – musste der Konkurs eröffnet werden. Die Gründe für ihre Krise lagen in Geschäften vor 1900, die gemäß HBG unzulässig gewesen waren. Sie hatte auch keine Pfandbriefe aufgelegt, sondern Realobligationen. Die Sanierung der anderen Institute erforderte jedoch von den Pfandbriefgläubigern den Verzicht oder Stundung von Kuponzahlungen beziehungsweise die Umwandlung der Zinsforderungen in Aktienkapital. Darüber hinaus wurden in gewissem Umfang auch Pfandbriefe in Aktienkapital umgewandelt, wobei die Pfandbriefgläubiger sogar auf Teile des Nennwerts verzichten mussten. Die Pfandbriefgläubigerversammlungen hatten damals diesem Vorgehen zugestimmt. Dieser Rettungsplan ähnelt jedoch sehr dem Drehbuch eines heutigen Bail-ins, nur dass die aktuellen Bail-in-Regeln eine Verlustbeteiligung der besicherten Teile von Covered Bond Gläubigern im Regelfall ausschließen. Die eingangs gewählte Formulierung ist jedoch richtig, wenn die Kursgewinne bei den Bankaktien, die sich allerdings erst später nach den Bankenrettungen eingestellt hatten, berücksichtigt und entsprechend gegengerechnet werden. Formulieren ließe sich auch, dass seit Gültigkeit des HBGs über keine Hypothekenbank ein Konkursverfahren eröffnet worden ist, die sich an die gesetzlichen Vorgaben und Geschäftsbeschränkungen durch das HBG halten musste. Die durch die Insolvenz der amerikanischen Investmentbank Lehman Brothers im September 2008 eingeleitete Finanz- und Staatsschuldenkrise brachte zwar auch einige deutsche Hypothekenbanken in arge Bedrängnis. Allerdings wurden die betroffenen Institute entweder durch Staatshilfen oder über Fusionen rechtzeitig gerettet, sodass eine eventuelle Gefahr für die Pfandbriefgläubiger bereits früh im Keim erstickt wurde.

Quelle: DZ BANK Research auf Grundlage des Artikels von Tim Lassen „Lehren aus der Hypothekenbankkrise von 1900“ in Immobilien & Finanzierungen Ausgabe 18 – 2003, *siehe „Das Reichs-Hypothekenbankgesetz in seiner wirtschaftlichen Bedeutung“ (1909), die Umrechnung von Mark in Euro ist gelinde gesagt schwierig. Anhand der Informationen von der Internetseite der Bundesbank haben wir für die obige Umrechnung den Faktor 5 gewählt.

Bei der Abwicklung der Deckungsmassen können Liquiditätsrisiken auftreten, wenn die Laufzeit der Deckungswerte länger ist als die Laufzeit der umlaufenden Pfandbriefe. Die durch Liquiditätslücken möglichen Refinanzierungsrisiken stehen im Mittelpunkt des Interesses der Ratingagenturen, die sie als eine wesentliche Risikoquelle im Rahmen ihrer Bonitätsanalyse ansehen. Das Pfandbriefgesetz versucht Vorsorge gegen Refinanzierungsrisiken zu treffen, indem dem Sachwalter die Vollmacht zugesprochen wird, alles zu tun, was zur pünktlichen Rückzahlung der Pfandbriefe notwendig ist. So kann der Sachwalter beispielsweise Brückenkredite aufnehmen oder Deckungswerte veräußern, um den Zahlungsverpflichtungen bei den Pfandbriefen fristgerecht nachkommen zu können. Um die Liquiditätsrisiken nach Insolvenz der Pfandbriefbank weiter zu begrenzen, schafft das Pfandbriefgesetz die formalrechtliche Grundlage dafür, dass der Sachwalter auch Refinanzierungsgeschäfte mit der Bundesbank abschließen könnte.

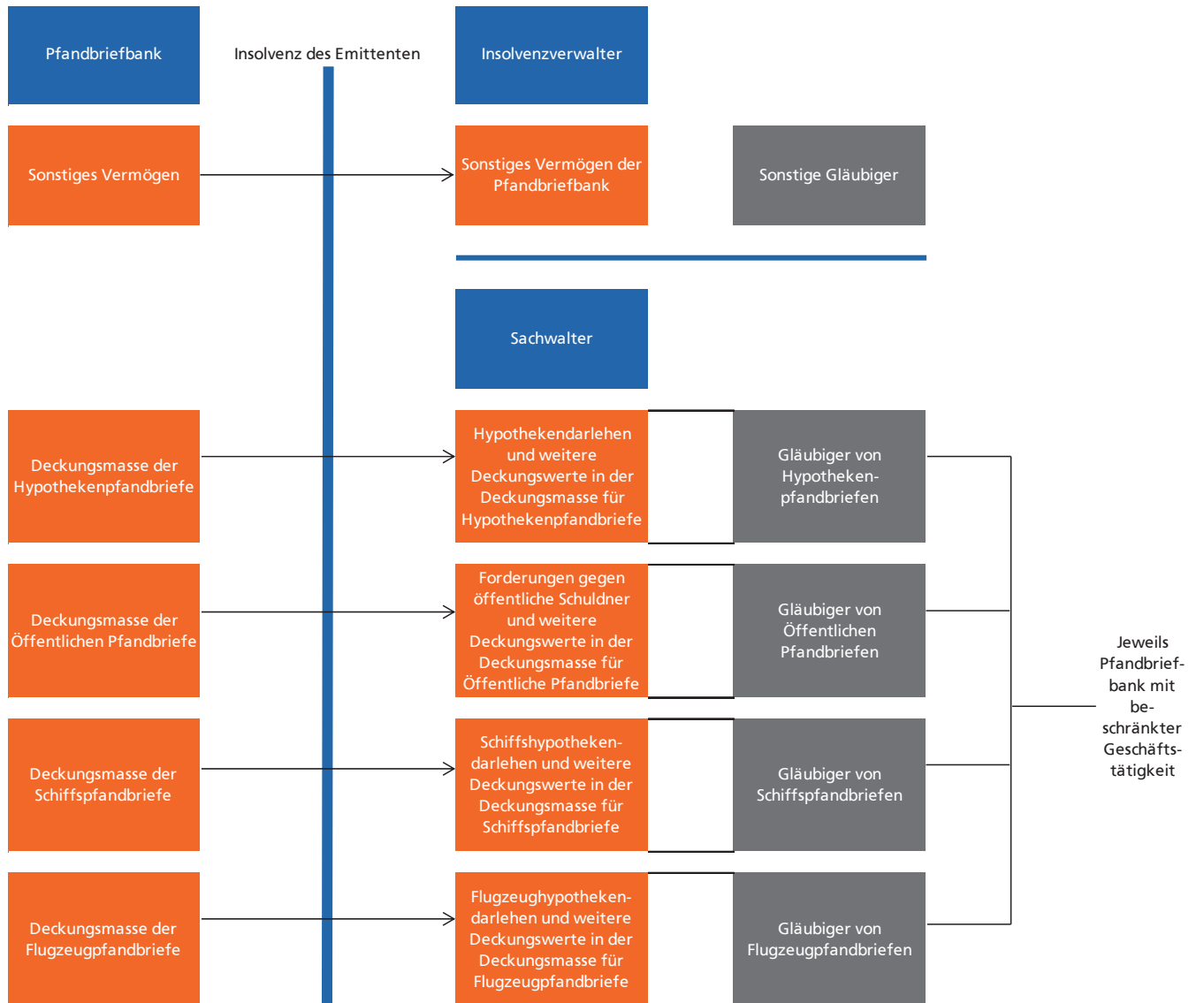
Die EZB hat jedoch entschieden, dass Institute, deren Geschäftszweck auf die Abwicklung ihres Aktivgeschäfts zielt, sich künftig nicht mehr für Refinanzierungsgeschäfte mit der Zentralbank qualifizieren. Diese Entscheidung wurde im Juli 2017 veröffentlicht. Es ist anzunehmen, dass die EZB mit dieser neuen Regelung nicht die Vorkehrungen im Pfandbriefgesetz quasi aushebeln wollte. Eine Pfandbriefbank mit beschränkter Geschäftstätigkeit würde jedoch gut auf die von der EZB benutzte Definition für ein Abbaustitut passen. Die von der EZB geänderten formalen Voraussetzungen für den Zugang zur Zentralbankliquidität werden von einer Pfandbriefbank mit beschränkter Geschäftstätigkeit wahrscheinlich nicht mehr erfüllt. Die Bundesbank könnte der Deckungsmasse dann über den Kauf von den durch den Sachwalter neu aufgelegten

Liquiditätslücken im Mittelpunkt des Interesses

Neue Regeln der EZB verwehren dem Sachwalter wahrscheinlich den Zugang zur Refinanzierung über die Bundesbank

Pfandbriefen Liquidität zur Verfügung stellen, wenn die Anleihen auf das eigene Buch der Bundesbank genommen werden. Zum aktuellen Zeitpunkt bleiben diese Überlegungen jedoch nur theoretische Gedankenspiele.

INSOLVENZVORRECHT DER PFANDBRIEGLÄUBIGER



Quelle: vdp, Darstellung DZ BANK Research

Eine mehr technische Frage betrifft die operationellen Risiken nach Insolvenz der Pfandbriefbank. Welche Ressourcen kann der Sachwalter zur Erfüllung seiner Tätigkeit nutzen? Das Pfandbriefgesetz 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. Allerdings bleibt die Frage, wie lange es dauert, bis der Sachwalter seine Arbeit aufnehmen kann. Was passiert in der Übergangszeit mit der Deckungsmasse, insbesondere wenn Zahlungen anstehen? Die Regelungen im Pfandbriefgesetz mit der Überdeckung von 2 Prozent und der Anforderung, die Liquidität der Deckungsmasse für die nächsten 180 Tage sicherzustellen, verschaffen dem

Operationelle Risiken: Wer verwaltet die Deckungsmasse?

Sachwalter hierfür einen zeitlichen Spielraum direkt nach Insolvenzeröffnung der Pfandbriefbank beziehungsweise der Abtrennung der Deckungsmassen vom restlichen Vermögen der Pfandbriefbank.

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 (die Deckungsmasse der insolventen Pfandbriefbank) vorbereiten sollen. Dadurch bekommen die handelnden Personen die notwendige Zeit, um sich ohne öffentliches Aufsehen in die komplexe Verwaltung der Deckungsmasse einzuarbeiten.

Sonderbeauftragte mit Informationsrechten

Die Zuständigkeiten werden durch Regelungen im Pfandbriefgesetz klar zugewiesen. 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 BaFin ein Vorschlagsrecht. Die Bestellung des Sachwalters erfolgt jedoch immer durch das zuständige Gericht, unabhängig davon, ob die Pfandbriefbank bereits insolvent ist oder nicht. Das Pfandbriefgesetz stellt auch 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.

Klare Zuständigkeiten

Das Pfandbriefgesetz verankert den Anspruch des Sachwalters auf eine Vergütung. Die konkrete Ausgestaltung einer angemessenen Tätigkeitsvergütung sowie der Erstattung der Auslagen wird über eine Verordnung geregelt, zu deren Erlass das Bundesministerium der Finanzen im Pfandbriefgesetz ermächtigt wird. Der Sachwalter haftet andererseits der Pfandbriefbank mit beschränkter Geschäftstätigkeit gegenüber für Schäden, wenn er seine Pflichten verletzt. Das Pfandbriefgesetz führt dazu aus, dass eine Pflichtverletzung nicht vorliegt, wenn der Sachwalter bei einer unternehmerischen Entscheidung vernünftigerweise annehmen durfte, dass er auf der Grundlage angemessener Informationen zum Wohle der Pfandbriefgläubiger gehandelt hat. 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.

Beirat als Ratgeber für den Sachwalter

Stellt der Sachwalter jedoch fest, dass eine Übertragung der Deckungsmasse zusammen mit den ausstehenden Pfandbriefen an eine solvente Pfandbriefbank nicht möglich ist und die Werthaltigkeit der Deckungswerte insgesamt nicht mehr zur vollständigen Befriedigung der Pfandbriefgläubiger ausreicht, ist über die Deckungsmasse ein gesonderter Insolvenzverfahren zu eröffnen. In diesem Fall würden die Pfandbriefe fällig gestellt und die Deckungsmasse würde liquidiert. Die Erlöse hieraus würden an die Pfandbriefgläubiger zu gleichen Teilen ausgekehrt. Das Pfandbriefgesetz 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

Eigenverwaltung der Deckungsmasse ist ein langwieriges Verfahren ...

im Interesse der Gläubiger ist. Sollte der Gläubigerausschuss sich 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. Diese Regelung ist im Interesse der Pfandbriefgläubiger und ähnelt im wirtschaftlichen Ergebnis entsprechenden Vorkehrungen bei Conditional Pass-Through (CPT) Covered Bonds. Bei CPT Covered Bonds kann sich nach Insolvenz des Emittenten und gleichzeitiger Illiquidität der Deckungsmasse die Rückzahlung der gedeckten Anleihen nach den Zahlungseingängen in die Deckungsmasse richten. Diese Rückzahlungsoption reduziert das Refinanzierungs- beziehungsweise Liquiditätsrisiko der Deckungsmasse erheblich und wird von den Ratingagenturen bei CPT Covered Bonds als Stärke im Rahmen der Bonitätsanalyse berücksichtigt, weil die Auslösung der CPT Option nicht als Zahlungsausfall gewertet wird. Die durch eine Insolvenz der Deckungsmasse ausgelöste Eigenverwaltung wird demgegenüber als Ausfallereignis von den Ratingagenturen gewertet. Daher stärken die Regelungen zur Eigenverwaltung im deutschen Pfandbriefrecht nicht die Bonitätsnoten der Pfandbriefe.

... und bietet wie CPT Covered Bonds die Chance auf höhere Verwertungserlöse

Rechtliche Restrisiken nach Insolvenz der Pfandbriefbank

Die zuvor beschriebenen Möglichkeiten zur Verwaltung der Deckungsmasse (beziehungsweise einer Pfandbriefbank mit beschränkter Geschäftstätigkeit) nach Insolvenz des Emittenten haben vor allem operationelle Risiken und die Absicherung des Vorrechts der Pfandbriefgläubiger auf die Deckungsmasse im Blick. Ratingagenturen prüfen für den Fall der Insolvenz des Emittenten, inwieweit die Werthaltigkeit der Deckungsmasse in besonderen Fällen bedroht sein könnte. In diesem Zusammenhang werden unter anderem die folgenden rechtlichen Fragen geprüft:

Weitere Fragen im Zusammenhang mit der Insolvenz der Pfandbriefbank

» Das Pfandbriefgesetz stellt sicher, dass die Pfandbriefgläubiger vorrangigen Anspruch auf die gesamte Deckungsmasse (inklusive der gesamten Überdeckung) haben. Hinsichtlich der Liquidität der Deckungsmasse muss der Emittent wie zuvor beschrieben die sichernde Überdeckung in Form von liquiden Deckungswerten vorhalten. Darüber hinaus zielt die 180-Tage-Regel darauf ab, dass für die Zahlungsverpflichtungen der Deckungsmasse innerhalb der nächsten sechs Monate genügend Liquidität vorhanden ist. 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. Mit der Möglichkeit für die BaFin Pfandbriefbanken individuelle Überdeckungs-niveaus zu oktroyieren, gibt es jetzt einen weiteren Anhaltspunkt, den das Insolvenzgericht bei seiner diesbezüglichen Entscheidung berücksichtigen dürfte. Die Hürden für eine eventuelle Rückübertragung von Teilen der Deckungsmasse an die Insolvenzmasse der Pfandbriefbank sind aus unserer Sicht insgesamt sehr hoch. Sie sollten verhindern, dass eventuell vorhandene freie Überdeckung ohne weiteres an die Insolvenzmasse der Pfandbriefbank ausgekehrt wird.

Rücktransfer von Deckungswerten

» Kunden der Pfandbriefbank, die sowohl Einlagen bei der Bank als auch einen Kredit bei ihr aufgenommen haben, könnten nach Insolvenz des Emittenten versuchen,

Aufrechnungsrisiken

gegenläufige Forderungen miteinander aufzurechnen. Diesem eventuellen Aufrechnungsrisiko für die Pfandbriefgläubiger schiebt das Pfandbriefgesetz jedoch 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 reduzieren.

» 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 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 ganz 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 Pfandbriefgesetz 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, das entstehen kann, wenn Zahlungseingänge mit dem restlichen Vermögen der Pfandbriefbank, insbesondere im Insolvenzfall der Bank, untrennbar vermischt werden und in der Insolvenzmasse schlimmstenfalls untergehen.

Vermischung der Zahlungsströme

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.

Regelungen gegen rechtliche Restrisiken

Unsere Einschätzung

Das Pfandbriefgesetz bietet dem Pfandbriefgläubiger – auch im internationalen Vergleich – ein hohes Schutzniveau. Der Pfandbrief stellt daher gegenwärtig eine der sichersten Geldanlagen dar. Im Falle einer Krise einer Pfandbriefbank ist zudem eine gegenseitige Unterstützung innerhalb der Finanzbranche aus unserer Sicht nicht unwahrscheinlich, da die Banken ein hohes Interesse daran haben dürften, die Marke „Pfandbrief“ zu schützen.

Pfandbriefgesetz bietet sehr hohes Schutzniveau

TABELLARISCHE ZUSAMMENFASSUNG DES PFANDBRIEFGESETZES

Pfandbriefarten	Hypothekendarlehen, Öffentliche Pfandbriefe, Schiffspfandbriefe, Flugzeugpfandbriefe
Emittent	Banken mit Pfandbrieflizenz
Spezialbankprinzip	Nein
Besondere Aufsicht	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)
Unabhängige Kontrolle der Deckungsmasse	Ja
Hauptkategorien erlaubter Deckungswerte	Je nach Pfandbriefart: Hypothekendarlehen, öffentliche Darlehen, Schiffsfinanzierungen oder Flugzeugfinanzierungen
Weitere erlaubte Deckungswerte	Für alle Pfandbriefarten: Forderungen gegenüber EZB, Zentralbanken und anderen geeigneten Finanzinstituten (bis zu 10 Prozent), Derivate Zusätzlich für Hypotheken-, Schiffs- und Flugzeugpfandbriefe: Forderungen gegenüber öffentlichen Stellen (bis zu 20 Prozent unter Anrechnung oben genannter Forderungen)
Geografische Restriktionen für Deckungswerte	Hypothekendarlehen: EWR, Australien, Japan, Kanada, Neuseeland, Schweiz, Singapur USA Öffentliche Pfandbriefe: EWR, Schweiz, USA, Kanada, Japan Schiffspfandbriefe/ Flugzeugpfandbriefe: weltweit
Beleihungsgrenzen (Loan-to-value, LTV)	Eigenheimfinanzierungen: 60 Prozent Gewerbeimmobilienfinanzierungen: 60 Prozent Schiffsfinanzierungen: 60 Prozent Flugzeugfinanzierungen: 60 Prozent
Grundlage für die LTV Berechnung	Beleihungswert der Immobilie
Stehen auch Darlehensteile oberhalb der Beleihungsgrenzen den Covered Bond Gläubigern vorrangig zur Verfügung?	Nein
Besondere Deckungsvorschriften	Der Anteil der Forderungen gegenüber einem Kreditinstitut darf 2 Prozent des Pfandbriefumlaufs nicht überschreiten Barwert der Derivate: max. 12 Prozent Anteil der Länder außerhalb des EWR, bei denen das Konkursvorrecht der Pfandbriefgläubiger nicht sichergestellt ist: max. 10 Prozent
Gesetzliche Mindestüberdeckung	2 Prozent (barwertig im Rahmen der Stressrechnung)
Stehen den Covered Bond Gläubigern auch Deckungswerte vorrangig zur Verfügung, die über die gesetzliche Mindestüberdeckung hinausgehen?	Ja
Umlaufbegrenzung für Covered Bonds	Nein
Deckungsrechnung / Kongruenz- und Liquiditätsvorschriften	Barwertige und nominale Deckungsanforderung, Einhaltung eines 180-Tage-Liquiditätspolsters
Stresstest bei Deckungsrechnung	Ja
Besondere gesetzliche Regelungen zu Rückzahlungsmodalitäten der Covered Bonds	Nein
Auswirkung einer Emittenteninsolvenz auf Covered Bonds	Weiterbedienung gemäß Emissionsbedingung

Quelle: European Covered Bond Council (ECBC), DZ BANK Research, EZB = Europäische Zentralbank, EWR = Europäischer Wirtschaftsraum

Die seit Schaffung des Pfandbriefgesetzes im Jahre 2005 immer wieder daran vorgenommenen Änderungen unterstreichen, dass der Gesetzgeber bereit 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. Aus der diskutierten Harmonisierung der europäischen Covered Bond Gesetze zeichnet sich, wenn überhaupt, nur ein recht geringer Anpassungsbedarf für das deutsche Pfandbriefgesetz ab. Dies belegt nach diesseitiger Meinung, dass aufgrund der regelmäßigen Anpassungen des Pfandbriefrechts ein modernes Rahmenwerk geschaffen und erhalten wurde, das den aktuellen internationalen Standards entspricht beziehungsweise sogar als Vorbild hierfür angesehen werden kann.

Anpassungsfähigkeit des deutschen Pfandbriefs ist eine Stärke

AUFSICHTSRECHTLICHE BEHANDLUNG VON PFANDBRIEFEN

Covered Bonds und damit auch Pfandbriefe erfahren zunehmend weltweite Anerkennung. Das Baseler Komitee hat in ihrer Revision des Basel III Akkords eine privilegierte Eigenkapitalunterlegung von gedeckten Bankanleihen aufgenommen und nähert sich damit dem europäischen Bankenrecht an („Basel III: Finalising post-crisis reforms“ von Dezember 2017). Danach muss für gedeckte Anleihen im Standardansatz nur die Hälfte des Risikogewichts für unbesicherte Senior-Bankverbindlichkeiten angesetzt werden. Das Baseler Komitee orientierte sich mit seinen Formulierungen weitgehend am europäischen Bankenrecht. Als Definition für Covered Bonds werden die OGAW-Kriterien verwendet. Damit sich die Covered Bonds für eine privilegierte Behandlung qualifizieren, dürfen lediglich Forderungen gegen öffentliche Stellen oder Hypothekendarlehen in der Deckungsmasse enthalten sein. Schiffs- oder Flugzeughypotheken wurden hier nicht genannt. Bis zu 15 Prozent der Deckungsmasse dürfen allerdings aus Forderungen gegenüber Finanzinstituten bestehen, wenn deren Risikogewicht 30 Prozent nicht überschreitet. Außerdem werden Veröffentlichungspflichten zum Covered Bond Programm formuliert, die jenen der europäischen Eigenkapitalverordnung für Banken (CRR) entsprechen. Die Anforderungen des Baseler Komitees gehen in einem Punkt über die Anforderungen des geltenden europäischen Rechts hinaus: Für einen privilegierungsfähigen Covered Bond muss jederzeit eine Überdeckung in Höhe von 10 Prozent vorgehalten werden. Damit bleibt sich das Baseler Komitee treu. Die gleichen Kriterien, inklusive der Überdeckungsanforderung von 10 Prozent, wurden auch bereits im April 2014 als Voraussetzung für eine reduzierte Anrechnung von gedeckten Bankanleihen im Rahmen der Großkreditgrenze formuliert.

Überarbeiteter Basel III Akkord sieht Privilegierungen für Covered Bonds vor und nähert sich so europäischen Standards an

Deutsche Pfandbriefe erfüllen die Anforderungen des Artikels 52(4) der Richtlinie für Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW-Richtlinie). Pfandbriefe eignen sich außerdem grundsätzlich auch als Sicherheit für Refinanzierungsgeschäfte mit der EZB. Außer den Flugzeugpfandbriefen, erfüllen alle anderen Pfandbriefarten auch die grundlegenden Kriterien der CRR. Banken können grundsätzlich alle Pfandbriefarten für ihre Liquiditätsportfolios im Rahmen der Mindestliquiditätsanforderungen (Liquidity Coverage Ratio, kurz LCR) verwenden, vorausgesetzt, die Anleihen erfüllen bestimmte Anforderungen zum Beispiel hinsichtlich Emissionsvolumen und Bonitätsnoten. Für einiges Aufsehen hat eine Veröffentlichung der EBA vom 22. September 2017 gesorgt (Single Rulebook Q&A). Demnach könnten Flugzeugpfandbriefe nicht als qualitativ hochwertige Aktiva im Rahmen der Ermittlung der LCR berücksichtigt werden (weder als Level 1 Aktiva noch als Level 2A oder Level 2B Aktiva). Die Auslegung der EBA würde bedeuten, dass stets die Anforderungen für eine Eigenkapitalprivilegierung erfüllt sein müssten, damit gedeckte Anleihen für LCR-Zwecke genutzt werden können. Dies steht allerdings nicht im Einklang mit grundlegenden LCR-Regelungen. In Artikel 10 Absatz 1 (f) (i) LCR-Verordnung wird als Grundvoraussetzung für die LCR-Fähigkeit verlangt, dass die Covered Bonds den allgemeinen Anforderungen des Artikels 52 Absatz 4 OGAW-Richtlinie genügen oder die Voraussetzungen für eine privilegierte Behandlung nach Artikel 129 Absatz 4 oder 5 CRR erfüllen. Diese „oder“-Regelung hätte bei Anwendung der EBA-Auslegung keinerlei Bedeutung mehr. Es gibt eine weitere kuriose Regelung. Flugzeug-, Hypotheken- und Schiffspfandbriefe qualifizieren sich im Grundsatz als erstklassige, hochliquide Aktiva (High-Quality Liquid Assets, HQLA), solange sie mindestens mit einem ‚A3‘ oder ‚A-‘ bewertet sind. Sollte die Bonitätsnote für Flugzeug- und Schiffspfandbriefe sowie Hypothekenspfandbriefe, die (teilweise) mit Gewerbeimmobilienfinanzierungen besichert sind, unter diese Rating-Schwelle fallen, ist eine Einstufung in die HQLA-Kategorie 2B nicht möglich. Finanzierungen für Flugzeuge, Gewerbeimmobilien oder Schiffe werden für die HQLA-Kategorie 2B explizit ausgeschlossen.

Kriterien der OGAW-Richtlinie und CRD/ CRR sind erfüllt

ZUSAMMENFASSUNG DER AUFSICHTSRECHTLICHEN BEHANDLUNG VON PFANDBRIEFEN

Aufsichtsrechtlicher Aspekt	Behandlung des/ Einschätzung zum Pfandbrief(s)
Kriterien des Artikels 52 (4) OGAW-Richtlinie erfüllt?	
Erfüllen die Deckungswerte die Kriterien des Artikels 129 (1) CRR?	Ja (Hypothekendarlehen, Öffentliche Darlehen, Schiffsdarlehen), Nein (Flugzeugdarlehen)
Grundsätzlich LCR-fähig?	Grundsätzlich ja, aber Darlehen, die mit Flugzeug-, Gewerbeimmobilien- oder Schiffsdarlehen besichert und schlechter als „A3“ oder „A-“ bewertet sind, sind keine HQLAs.
Grundsätzlich EZB-repofähig?	Ja

Quelle: DZ BANK Research

Der Artikel 129 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.

Definition der Deckungswerte

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.

Transparenzanforderungen müssen ebenfalls eingehalten werden

ANLEIHEÜBERSICHT

Die nachstehenden Tabellen zeigen die ausstehenden Pfandbriefe der DZ HYP mit einem Emissionsvolumen von mindestens 250 Mio. Euro. Diese Anleihen sind alle endfällig und ohne eine mögliche Fälligkeitsverschiebung (Hard Bullet).

EURO-BENCHMARK-PFANDBRIEFE

Stand: 23. August 2018	ISIN	Pfandbriefart	Fälligkeitsdatum	Kupon (in Prozent)	Emissionsvolu- men (in Mio. Euro)	Indikative Swap- spreads (in Basis- punkten)	LCR-Kategorie
DZ HYP	DE000A13SW15	Hypothekendarlehen	10.09.2018	0,025%	500	-20	1
DZ HYP	DE000A12UGK4	Öffentlicher Pfandbrief	20.11.2019	0,250%	500	-17	1
DZ HYP	DE000A1REYW6	Hypothekendarlehen	29.01.2020	1,375%	500	-17	1
DZ HYP	DE000A1R1CU6	Hypothekendarlehen	29.05.2020	1,125%	500	-16	1
DZ HYP	DE000A12T606	Hypothekendarlehen	21.01.2021	0,250%	500	-17	1
DZ HYP	DE000A11QBA6	Hypothekendarlehen	21.07.2021	0,875%	500	-17	1
DZ HYP	DE000A1MLZQ1	Hypothekendarlehen	29.03.2022	2,500%	500	-16	1
DZ HYP	DE000A14KK32	Hypothekendarlehen	29.07.2022	0,500%	500	-16	1
DZ HYP	DE000A14KKJ5	Hypothekendarlehen	30.09.2022	0,125%	500	-16	1
DZ HYP	DE000A161ZU5	Hypothekendarlehen	24.03.2023	0,200%	500	-16	1
DZ HYP	DE000A2G9HC8	Hypothekendarlehen	30.06.2023	0,250%	500	-12	1
DZ HYP	DE000A161ZL4	Hypothekendarlehen	27.10.2023	0,625%	500	-16	1
DZ HYP	DE000A2BPJ45	Hypothekendarlehen	01.03.2024	0,125%	500	-16	1
DZ HYP	DE000A13SWZ1	Hypothekendarlehen	05.06.2024	0,625%	500	-14	1
DZ HYP	DE000A12UGG2	Hypothekendarlehen	18.09.2024	1,125%	750	-15	1
DZ HYP	DE000A2AAW12	Hypothekendarlehen	06.12.2024	0,050%	500	-12	1
DZ HYP	DE000A2AASB4	Hypothekendarlehen	06.06.2025	0,375%	750	-13	1
DZ HYP	DE000A161ZQ3	Hypothekendarlehen	02.02.2026	0,750%	875	-14	1
DZ HYP	DE000A14KKM9	Hypothekendarlehen	31.03.2026	0,375%	500	-12	1
DZ HYP	DE000A2BPJ78	Hypothekendarlehen	16.06.2026	0,500%	500	-12	1
DZ HYP	DE000A2AAX45	Hypothekendarlehen	31.08.2026	0,100%	500	-13	1
DZ HYP	DE000A2AAW53	Hypothekendarlehen	30.09.2026	0,500%	500	-12	1
DZ HYP	DE000A14J5J4	Hypothekendarlehen	01.04.2027	0,500%	750	-12	1
DZ HYP	DE000A2G9HD6	Hypothekendarlehen	30.06.2027	0,750%	500	-9	1
DZ HYP	DE000A2BPJ86	Hypothekendarlehen	30.08.2027	0,625%	750	-11	1
DZ HYP	DE000A2GSP56	Hypothekendarlehen	22.03.2028	0,875%	750	-10	1
DZ HYP	DE000A13SR38	Hypothekendarlehen	18.01.2030	0,875%	750	-4	1

Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

SUB-BENCHMARK-PFANDBRIEFE (ANLEIHEN MIT EINEM EMISSIONSVOLUMEN VON MINDESTENS 250 MIO. EURO UND WENIGER ALS 500 MIO. EURO)

Stand: 23. August 2018	ISIN	Pfandbriefgattung	Fälligkeitsda- tum	Kupon (in Prozent)	Emissions-volu- men (in Mio. Euro)	Indikative Swap- spreads (in Basis- punkten)	LCR-Kategorie
DZ HYP	DE000A14J5C9	Öffentlicher Pfandbrief	26.02.2025	0,625%	250	-6	2A
DZ HYP	DE000A2BPJ60	Öffentlicher Pfandbrief	23.03.2037	1,375%	250	6	2A

Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

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(0)40 3334-0

Standort Münster

Sentmaringer Weg 1, 48151 Münster

Tel. +49(0)251 4905-0

Homepage: www.dzhyp.de

E-Mail: info@dzhyp.de

Vertreten durch den Vorstand:

Frank M. Mühlbauer (Vorsitzender), Dr. Georg Reutter (Vorsitzender),
Manfred Salber, Dr. Carsten Düerkop

Generalbevollmächtigte: Jörg Hermes, Artur Merz, Markus Wirsén

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
www.bvr.de/SE

Verantwortlich für den Inhalt:

Dr. Axel Roßdeutscher, Bereichsleiter Kommunikation,
Marketing & Investor Relations

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.

2. Zuständige Aufsichtsbehörden

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

- Europäische Zentralbank - www.ecb.europa.eu
Sonnemannstraße 20 in 60314 Frankfurt / Main bzw.
- Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht - 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 Anleiheerträge 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 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 ge covert 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 ge coverte 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 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 Wertpapiernebenendienstleistungen.
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

Hauptsitz Hamburg

Rosenstraße 2
20095 Hamburg
Postfach 101446
20009 Hamburg
Tel. +49(0)40 3334-0

Hauptsitz Münster

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

Regionalzentren

Regionalzentrum Berlin
Pariser Platz 3
10117 Berlin
Tel. +49(0)30 31993-5101

Regionalzentrum Düsseldorf
Steinstraße 13
40212 Düsseldorf
Tel. +49(0)211 220499-10

Regionalzentrum Frankfurt
CITY-HAUS I, Platz der Republik 6
60325 Frankfurt am Main
Tel. +49(0)69 750676-21

Regionalzentrum Hamburg
Rosenstraße 2
20095 Hamburg
Tel. +49(0)40 3334-3778

Regionalzentrum München
Türkenstraße 16
80333 München
Tel. +49(0)89 512676-10

Regionalzentrum Stuttgart
Heilbronner Straße 41
70191 Stuttgart
Tel. +49(0)711 120938-0

Regionalzentrum Berlin
Friedrichstraße 60
10117 Berlin
Tel. +49(0)30 220021-0

Regionalzentrum Düsseldorf
Ludwig-Erhard-Allee 20
40227 Düsseldorf
Tel. +49(0)211 210942-0

Regionalzentrum Hamburg
Valentinskamp 24
20354 Hamburg
Tel. +49(0)40 5544869-0

Regionalzentrum München
Brienner Straße 14
80333 München
Tel. +49(0)89 4523207-0

Regionalbüros

Regionalbüro Hannover
Berliner Allee 5
30175 Hannover
Tel. +49(0)511 86643808

Regionalbüro Heidelberg
Konrad-Adenauer-Straße 87
69207 Sandhausen
Tel. +49(0)6224 145151

Regionalbüro Kassel
Rudolf-Schwander-Straße 1
34117 Kassel
Tel. +49(0)561 602935-23

Regionalbüro Leipzig
Schillerstraße 3
04109 Leipzig
Tel. +49(0)341 962822-92

Regionalbüro Mannheim
Augustaanlage 61
68165 Mannheim
Tel. +49(0)621 728727-20

Regionalbüro Nürnberg
Am Tullnaupark 4
90402 Nürnberg
Tel. +49(0)911 94009816

Regionalbüro Schwäbisch Gmünd
Maiglöckchenweg 12
73527 Schwäbisch Gmünd
Tel. +49(0)7171 8077230

Institutionelle Kunden

Rosenstraße 2
20095 Hamburg
Tel. +49(0)40 3334-2159

DZ HYP AG

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

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

dzhyp.de