

Eine Fachthemenreihe der DZ HYP | September 2020

DER DEUTSCHE PFANDBRIEFMARKT 2020 | 2021

Pfandbriefe zeigen sich belastbar –
europäische Harmonisierung schreitet voran

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

INHALT

- 2 **Vorwort**
- 4 **Der Markt für deutsche Pfandbriefe und internationale Covered Bonds**
- 13 **Grüne Pfandbriefe und ESG Covered Bonds**
- 22 **Ratings für Kredit- und ESG-Risiken**
- 28 **Europäische Harmonisierung der Covered Bond Gesetze**
- 37 **Rechtliche Grundlagen für Pfandbriefe**
- 73 **Aufsichtsrechtliche Behandlung von Pfandbriefen**
- 75 **Anhang: Begriffe, Konzepte und Entwicklungen
aus mehr als 250 Jahren Pfandbriefgeschichte**
- 83 **Anleiheübersicht**
- 85 **Impressum**
- 91 **Anschriften der DZ HYP**

VORWORT

Sehr geehrte Damen und Herren,

der deutsche Pfandbrief ist gemessen an seinen Risikoaufschlägen bislang gut durch die Corona-Pandemie gekommen. Die Swapsreads notierten zur Jahresmitte auf einem nur leicht erhöhten Niveau im Vergleich zum Beginn dieses Jahres. Zeitgleich belastet die durch die Pandemie ausgelöste Wirtschaftskrise private und öffentliche Haushalte und damit potenziell auch die Kreditqualität der Hypotheken- und Öffentlichen Pfandbriefe. Zudem nutzen Banken ihre eigenen Neuemissionen zunehmend als Sicherheiten für Kredite der Europäischen Zentralbank (EZB). Das günstige EZB-Geld war zuletzt so attraktiv, dass einige Institute ihre Pfandbriefe zurückgekauft haben, um sie durch Zentralbank-Kredite zu ersetzen. Dadurch stieg das Umlaufvolumen im weiteren Jahresverlauf 2020 zwar an. Für Investoren blieb das Angebot öffentlich platzierter Neuemissionen hingegen knapp.

Abseits der Corona-Pandemie geben Grüne Pfandbriefe die Richtung vor. Die Mitgliedsinstitute des Verbands deutscher Pfandbriefbanken (vdp) haben Mindeststandards für die Emission dieser Hypothekenspfandbriefe entwickelt. Damit soll die EU-Taxonomie für ökologisch nachhaltige Wirtschaftsaktivitäten berücksichtigt werden. Um Vertrauen bei den Investoren zu schaffen, setzen die Mitgliedsbanken des vdp auf Transparenz. Emittenten Grüner Hypothekenspfandbriefe verpflichten sich, regelmäßig Informationen zu grünen Vermögenswerten in der Deckungsmasse zu veröffentlichen. Diese Entwicklung zeigt, dass der Markt für Grüne Pfandbriefe – wenngleich momentan noch überschaubar – eine zunehmend größere Rolle spielt.

Auch der Einfluss Europas auf deutsche Pfandbriefe nimmt weiter zu. Anfang 2020 ist das Harmonisierungspaket für EU-Covered-Bonds in Kraft getreten. Gedeckte Anleihen, die die Vorgaben erfüllen, sind künftig als „European Covered Bonds“ oder „European Covered Bonds (Premium)“ zu erkennen. Die Richtlinien hierfür befinden sich derzeit in den Mitgliedsländern in der Umsetzung. Viele der im Paket enthaltenen Bestimmungen scheinen durch das deutsche Pfandbriefrecht inspiriert worden zu sein. Großer Anpassungsbedarf ist daher für den hiesigen Markt nicht zu erwarten.

Der Pfandbriefmarktbericht 2020/2021 liegt auch in der englischen Übersetzung vor. Alle aktuellen Berichte stehen Ihnen im Internet unter www.dzhyp.de/ueber-uns/markt-research zum Download zur Verfügung oder können bei uns angefordert werden.

Mit freundlichen Grüßen

DZ HYP

September 2020

JENSEITS VON COVID-19: GRÜNE PFANDBRIEFE WEISEN DEN WEG

- » **Trotz Corona-Krise bleiben Pfandbrief-Spreads stabil, eigene Neuemissionen werden von Banken vermehrt als Sicherheiten für die EZB genutzt**
- » **Pfandbriefbanken einigen sich auf Mindeststandards für Grüne Pfandbriefe**
- » **Covid-19 belastet die Pfandbriefe, deren Ratings aufgrund der gesetzlichen Schutzmechanismen aber eine längere Krise überdauern könnten**

Zusammenfassung

Spätestens seit Ende Januar 2020, als der erste bestätigte Covid-19-Fall Deutschlands bekannt wurde, hat die Pandemie auch den Pfandbriefmarkt erreicht. Die im August weltweit, aber auch in Deutschland wieder steigenden Infektionszahlen bieten Anlass zur Sorge. Gemessen an seinen Risikoaufschlägen ist der Pfandbrief bislang gut durch die Krise gekommen. Die Swapsreads notieren auf einem nur leicht erhöhten Niveau im Vergleich zum Beginn des Jahres. Allerdings nutzen Banken ihre eigenen Pfandbriefe vermehrt als Sicherheiten für die günstigen Zentralbankkredite. Diese sind so attraktiv gestaltet, dass einige Pfandbriefbanken sogar eigene kurzlaufende Pfandbriefe zurückgekauft haben, um sie im Juni durch billiges Geld von der Zentralbank zu ersetzen. Diese aus Emittentensicht wirtschaftlich gebotenen Entscheidungen haben im ersten Halbjahr dazu geführt, dass das Umlaufvolumen im Pfandbriefmarkt so rasant wie schon lange nicht mehr gestiegen ist. Gleichzeitig blieb das Angebot an öffentlich platzierten Neuemissionen für Investoren knapp.

Die Pfandbriefbanken haben sich auf Mindeststandards für Grüne Pfandbriefe geeinigt. Diese sehen vor, dass die EU-Taxonomie für ökologisch nachhaltige Wirtschaftsaktivitäten berücksichtigt wird. Darüber hinaus suchen die Banken auch Orientierung an den Mindeststandards für die EU Green Bond Standard. Ferner besteht eine Verknüpfung zur Energy Efficient Mortgage Initiative (EEMI) des Europäischen Hypothekenverbandes (EMF). Über die EEMI, deren Federführung der EMF übernommen hat und die von der EU-Kommission finanziert wird, werden derzeit relevante Daten von nachhaltigen Gebäudefinanzierungen gesammelt und ausgewertet. Im Rahmen dieser Initiative wird auch geprüft, ob die Ausfallwahrscheinlichkeit von grünen Hypotheken geringer – also besser – ist als bei Finanzierungen von konventionellen Gebäuden. Erste Ergebnisse aus einem Teilprojekt der EEMI deuten darauf hin. Der Markt für Grüne Pfandbriefe ist zwar noch überschaubar, er wächst jedoch seit Jahren beständig an.

Insgesamt ist die Corona-Krise eine schlechte Nachricht für die Pfandbriefratings. Die durch die Pandemie ausgelöste Wirtschaftskrise belastet private und öffentliche Haushalte und damit potenziell die Kreditqualität der Hypothekenspfandbriefe und Öffentlichen Pfandbriefe. Die Sicherungsmechanismen für den Pfandbrief scheinen jedoch stark genug zu sein, um eine eventuell länger anhaltende Corona-Krise zu überdauern.

DER MARKT FÜR DEUTSCHE PFANDBRIEFE UND INTERNATIONALE COVERED BONDS

Im Dezember 1770 wurde durch die Schlesische Landschaft der erste Pfandbrief aufgelegt. Die Ursprünge des heutigen Pfandbriefrechts lassen sich aber bekanntlich bis zur Kabinettsorder des preußischen Königs Friedrich II vom 29. August 1769 zurückverfolgen. Deshalb wurde der 250. Geburtstag des Pfandbriefs bereits zu Recht im vergangenen Jahr zelebriert. Zum Glück, denn in diesem Jahr macht die Corona-Pandemie vielen Großveranstaltungen und Feierlichkeiten einen Stich durch die Rechnung. Die ersten Nachrichten zu Covid-19 gab es Ende 2019, als die Krankheit in der chinesischen Großstadt Wuhan in der Provinz Hubei wütete. Am 27. Januar 2020 wurde der erste bestätigte Corona-Fall in Deutschland bekannt. Anfang September dieses Jahres gab es weltweit über 25,3 Mio. bestätigte Infizierte. Zu diesem Zeitpunkt waren bereits 848.255 Menschen an den Folgen einer Covid-19-Infektion gestorben. Die Krankheit bedeutet für jede einzelne betroffene Familie einen schweren Schicksalsschlag. Die Folgen der Covid-19-Pandemie wirken sich darüber hinaus über die teilweise weitreichenden Maßnahmen zur Eingrenzung des Infektionsgeschehens negativ auf die gesamte Gesellschaft eines Landes und dessen Wirtschaft aus.

Covid-19 Pandemie und seine Folgen

COVID-19 PANDEMIE IN ZAHLEN

WHO Region	Bestätigte Fälle (absolut)	Todesfälle (absolut)
Amerika	13.356.411	467.149
Europa	4.255.328	219.892
- davon Deutschland	243.599	9.302
Südostasien	4.233.827	77.318
Östliches Mittelmeer	1.927.266	51.092
Afrika	1.056.120	21.999
Westpazifischer Raum	497.405	10.792
Summe	25.327.098	848.255

Quelle: Weltgesundheitsorganisation (WHO), Darstellung DZ BANK Research, Stand: 1. September 2020

Auch wenn sich die Zahlen der Neuinfizierten in der Europäischen Union (EU) mit wenigen Ausnahmen im Juli und Anfang August auf relativ niedrigem Niveau bewegt haben und das Geschehen durch lokale, weitgehend isolierte Ausbrüche dominiert wurde, ist die Corona-Krise nicht vorbei. Weltweit blieb die Zahl der täglichen Neuinfektionen im August auf einem sehr hohen Niveau. In den Vereinigten Staaten ist es nur eine Frage der Zeit, wann das Gesundheitssystem in den besonders betroffenen Bundesstaaten an seine Grenzen gerät, und auch Länder wie Brasilien, Südafrika und Indien melden hohe Zahlen von Neuinfizierten. Mit Lockerung der Restriktionen und teilweise wieder nachlässiger gehandhabten Präventions- und Schutzmaßnahmen durch Teile der Bevölkerung („Corona-Müdigkeit“) nimmt auch in Westeuropa die Gefahr einer zweiten Welle zu. Damit könnten sich die Sorgen in Europa wieder verstärken.

Corona-Krise: Erneute Verschärfung nach den Sommerferien?

Die Kapitalmärkte hat das in den letzten Wochen nur wenig beeindruckt. Die Annahme, dass der Tiefpunkt der Wirtschaftsentwicklung im zweiten Quartal erreicht worden ist, die massive Unterstützung durch die Notenbanken sowie Meldungen über Fortschritte bei der Entwicklung eines Impfstoffs stützen die Märkte. Dass sich die Staats- und Regierungschefs der EU nach zähen Verhandlungen außerdem grundsätzlich auf einen Kompromiss für ein EU-weites Hilfspaket geeinigt haben, wurde von vielen Marktteilnehmern ebenfalls als ein positives Signal aufgenommen.

Zentralbanken und Aussicht auf Impfstoff stützen

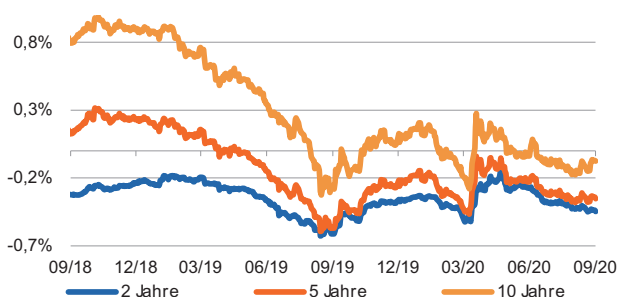
Vor einem Jahr, im August 2019, waren die Pfandbriefrenditen auf historische Tiefstände gefallen. Hintergrund waren damals – noch im Vorfeld der Corona-Krise – die Hoffnungen der Marktteilnehmer auf eine expansivere Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB), die im September mit der Ankündigung teilweise erfüllt wurde, ab November die Anleihebestände im Rahmen des Asset Purchase Programme (APP) wieder um monatlich 20 Mrd. Euro aufzubauen. Die Pfandbriefrenditen stiegen ab September 2019 bis Jahresanfang 2020 auf sehr niedrigem Niveau etwas an. Mit der Ankunft des Covid-19 Virus in Europa und den massiven Verwerfungen an den Aktien- und Anleihemärkten, fielen auch die Pfandbriefrenditen bis März wieder in die Nähe ihrer historischen Tiefstände.

Zum Ausbruch der Corona-Krise in Europa an waren Pfandbriefrenditen auf relativ niedrigem Niveau

Die Swapspreads von Pfandbriefen blieben im Zeitraum von August 2019 bis März 2020 weitgehend stabil. Die Risikoaufschläge für zehnjährige Pfandbriefe konnten sich um wenige Basispunkte einengen, während sie sich für zwei- und fünfjährige Pfandbriefe seitwärts entwickelt haben. Im Ergebnis hatte sich im genannten Zeitraum die Steilheit der generischen Pfandbrief-Creditkurve – Differenz des Swapspreads von Anleihen mit zehn und zwei Jahren Laufzeit – von etwa 12 Basispunkten Mitte August 2019 auf rund 5 Basispunkte Mitte März 2020 verflacht. Zu diesem Zeitpunkt erreichte der deutsche Aktienindex DAX mit 8.442 Punkten seinen diesjährigen Tiefpunkt.

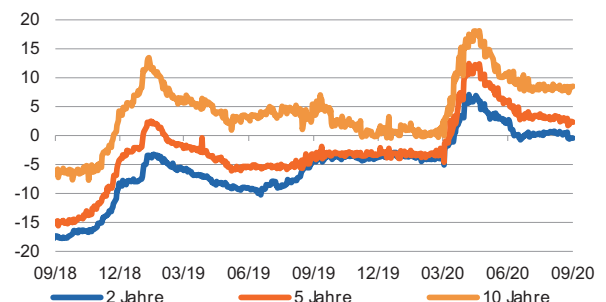
Leicht flachere Creditkurve bis März 2020

PFANDBRIEFRENDITEN SIND IN DER NÄHE IHRER HISTORISCHEN TIEFS GEBLIEBEN
GENERISCHE RENDITEN IN PROZENT



Quelle: Bloomberg, Berechnungen und Darstellung DZ BANK Research; Stand: 1. September 2020, 17:00 Uhr

NIEDRIGE RENDITEN HEMMEN WEITERE SPREADEINENGUNGEN
GENERISCHE SWAPSPREADS IN BASISPUNKTEN



Quelle: Bloomberg, Berechnungen und Darstellung DZ BANK Research; Stand: 1. September 2020, 17:00 Uhr

Mitte März 2020 begann weltweit eine rasante Erholung an den Aktienmärkten, die auf die Ankündigungen wichtiger Notenbanken zurückzuführen ist. In Europa hat die EZB am 12. März 2020 die für Banken verbesserten Konditionen für die laufenden Langfristender (TLTRO III) bekanntgegeben. Die für die Zentralbankkredite von den Geschäftsbanken zu zahlenden Zinsen wurden um 25 Basispunkte gesenkt. Parallel dazu wurden die Bedingungen zum Erhalt der vergünstigten Konditionen erleichtert, weil Banken für den Zinsbonus ihr Referenzkreditportfolio nicht mehr ausbauen müssen. Es reicht seit März aus, dass das Kreditvolumen konstant gehalten wird. Andere Beschränkungen hinsichtlich der Verfügbarkeit der TLTRO III Gelder wurde ebenfalls aufgeweicht oder gänzlich gestrichen. Begleitend dazu hat die EZB im April auch die Anforderungen an die Sicherheiten für ihre Zentralbankkredite gelockert. Sicherheiten, die im März die EZB-Anforderungen erfüllt hatten und eventuell später in den BB-Bereich (oberer Non-Investmentgrade-Bereich) herabgestuft werden, bleiben repofähig. Die Botschaft ließ die Geschäftsbanken bei der TLTRO III Tranche im Juni kräftig zugreifen. Brutto nahmen die Kreditinstitute im Rahmen der Juni-Tranche des Langfristenders Kredite im Volumen von insgesamt rund 1,3 Bio. Euro auf.

EZB versorgt die Geschäftsbanken mit reichlich billigem Geld

Mitte März markierte auch einen Wendepunkt im Rendite- und Spreadverlauf der Pfandbriefe. Deren Renditen stiegen nach der EZB-Ankündigung vom 12. März kurzfristig stark an und bewegten sich damit im Fahrwasser der allgemeinen Zinsentwicklung zu diesem Zeitpunkt. Gleichzeitig weiteten sich die Swapsreads der Pfandbriefe aus, wobei sich die Risikoaufschläge im Vergleich zum Gesamtmarkt weniger stark erhöhten. Die seit Mitte März geringe Liquidität im Covered Bond Markt wurde hauptsächlich durch die im Vergleich zum Vorjahr geringen Neuemissionsaktivitäten, gepaart mit den wieder höheren EZB-Anleihekäufen herbeigeführt. Die Primärmarktaktivitäten kamen jedoch nicht gänzlich zum Erliegen. Im März waren es vor allem kanadische Banken, die Euro-Benchmark-Covered-Bonds öffentlich platziert hatten. Im April übernahmen französische Kreditinstitute den Staffelstab. Großvolumige Pfandbriefe wurden in dieser Zeit nicht öffentlich bei Investoren platziert. Diesbezüglich gab es zwischen Anfang März und Anfang Juni eine Pause bei den Pfandbriefbanken. Ein Grund hierfür war die zu diesem Zeitpunkt bestehende Unsicherheit bezüglich der Aussagekraft der Spreads am Sekundärmarkt. Diese war für den Primärmarkt im Übergang vom ersten zum zweiten Quartal stark eingeschränkt. Vor allem Ende März und Anfang April befand sich der Covered Bond Markt noch in einer Phase der Preisfindung. Großvolumige Neuemissionen halfen dabei, markträumende Spreads zu entdecken. Die neuen Anleihen französischer und kanadischer Banken stießen auf reges Investoreninteresse, die jedoch mit hohen Spreadzugeständnissen der Emittenten bezahlt werden mussten. Entsprechend haben die Neuemissionen auch die Risikoaufschläge der umlaufenden Anleihen unter Druck gebracht, die sich allgemein bis Mitte April ausgeweitet haben. Seit Mitte April setzte sich eine Beruhigung der Spreads durch, die sich bis Mitte Juni schrittweise einengten. Seit Mitte Juni bewegten sich die Swapsreads von Covered Bonds (inklusive Pfandbriefen) auf dem neuen, niedrigeren Niveau seitwärts. Für Emittenten, die mit ihren großvolumigen Neuemissionen gewartet hatten, zahlte sich demnach die Geduld aus. Im Juni 2020 wurden Euro-Benchmark-Covered-Bonds im Volumen von insgesamt 9 Mrd. Euro neu aufgelegt. Darunter wurden auch vier Benchmark-Pfandbriefe im Gesamtvolumen von 4 Mrd. Euro öffentlich platziert, ohne dass die Risikoaufschläge am Sekundärmarkt dadurch nachhaltig belastet wurden.

Neuemissionen brachten die Spreads Ende März und Anfang April unter Druck

Es bleibt festzustellen, dass der Refinanzierungsbedarf der Banken durch die billigen Zentralbankkredite im Juni weitgehend gestillt wurde. Mit gedeckten Anleihen können Banken zwar vergleichsweise günstig langfristige Refinanzierungsmittel über den Kapitalmarkt aufnehmen. Davon hatten im Juli allerdings nur noch jeweils eine südkoreanische und eine norwegische Bank Gebrauch gemacht. Der Bedarf nach Covered-Bond-Refinanzierung scheint auch dadurch gebremst zu werden, dass Banken momentan zusätzliches verlustabsorbierendes Fremdkapital brauchen. Vor dem Hintergrund der verheerenden Wirtschaftszahlen für das zweite Quartal 2020 in Europa scheinen sich die Kreditinstitute auf einen höheren Abschreibungsbedarf innerhalb ihrer Kreditbücher vorzubereiten. Mithin steigt der Bedarf an Eigenkapital oder verlusttragfähigen Anleihen wie Nachranganleihen oder bail-in-fähigen Senioranleihen. Insofern hat die Gemengelage aus billigem Zentralbankgeld und dem Bedarf an verlusttragfähigen Anleihen die Neuemissionsaktivitäten am Covered Bond Markt vom 9. Juli bis zum 24. August 2020 ungewöhnlich lange zum Erliegen gebracht. Von der in diesem Jahr vorgezogenen Emissionspause im Sommer waren auch die Pfandbriefbanken betroffen.

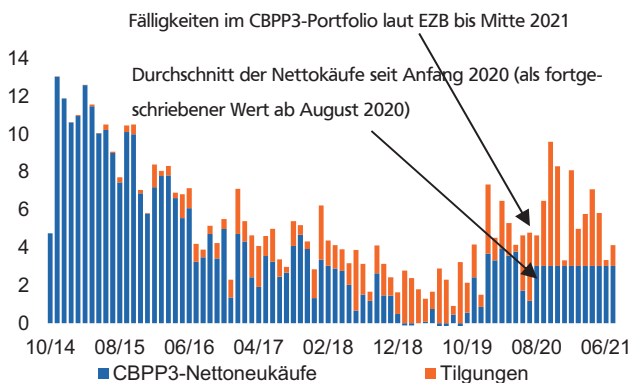
Vorgezogene Sommerpause am Primärmarkt für Covered Bonds

Die geldpolitischen Maßnahmen der EZB hatten einen großen Einfluss auf das Primärmarktgeschehen im ersten Halbjahr 2020. Die Frage, wie stark die Wirkung der Anleihekäufe auf die Risikoaufschläge von Covered Bonds und Pfandbriefen ist, kann demgegenüber nach unserer Einschätzung nicht eindeutig beantwortet werden. Wie

Einfluss der EZB-Käufe auf die Spreads ist schwer bestimmbar

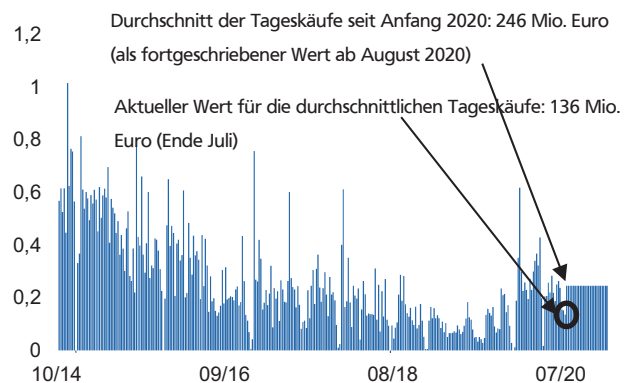
bereits in den Jahren zuvor, sind die EZB-Käufe in den Sommerwochen zurückgegangen. Im Juli blieben die Covered Bond Nettokäufe der EZB unter CBPP3 und des im März ins Leben gerufenen Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) aber deutlich positiv. Gleichzeitig ist das monatliche Volumen der Nettoneukäufe saisonbedingt im Vergleich zum Frühjahr 2020 zurückgegangen. Im Monat Juli stieg der CBPP3-Bestand um lediglich 1,2 Mrd. Euro (Juni: 1,7 Mrd. Euro) auf rund 284,0 Mrd. Euro (Juni: 282,8 Mrd. Euro). Von Januar bis Mai 2020 betrug die Nettoneukäufe unter CBPP3 (ohne PEPP) durchschnittlich 3,7 Mrd. Euro. Neben den geringeren Neuemissionsaktivitäten während der ersten Sommerwochen – im gesamten Juli wurde keine einzige CBPP3-kauffähige Anleihe aufgelegt – haben die mit 3,6 Mrd. Euro recht hohen Fälligkeiten im CBPP3-Portfolio das Bestandswachstum jüngst gebremst. Daneben bleibt der auf Covered Bonds entfallende Bestand im PEPP-Portfolio der EZB mit 3,1 Mrd. Euro Ende Juli im Vergleich zum PEPP-Gesamtvolumen von 440,1 Mrd. Euro überschaubar. Die Covered Bond Käufe (netto) unter PEPP gingen im Juni und Juli kumuliert auf 1,0 Mrd. Euro zurück (nach 2,1 Mrd. Euro von Ende März bis Ende Mai). Die Käufe im Rahmen von PEPP sind unserer Auffassung nach in Anbetracht der jüngsten CBPP3-Zahlen dennoch nach wie vor signifikant für den Covered Bond Markt.

BRUTTOKÄUFE WERDEN SPÄTESTENS IM HERBST WIEDER ANZIEHEN
ANGABEN IN MRD. EURO



Quelle: Europäische Zentralbank, Darstellung und Berechnungen DZ BANK Research, Stand Ende Juli 2020

DURCHSCHNITTLICHE KÄUFE PRO HANDELSTAG FIELEN IN DEN VERGANGENEN ZWEI WOCHEN UNTERDURCHSCHNITTLICH AUS
ANGABEN IN MIO. EURO

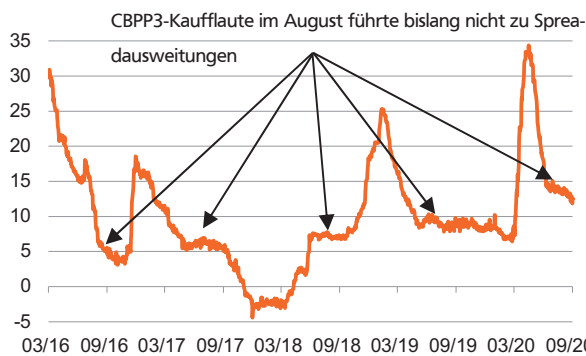


Quelle: Europäische Zentralbank, Darstellung und Berechnungen DZ BANK Research, Stand Ende Juli 2020

Der Rückgang der EZB-Käufe ab der zweiten Juli-Hälfte bis in den August hinein hat der Entwicklung der Swapsreads nicht geschadet. Während der Sommerpause gingen die Covered Bond Spreads seit 2016 immer seitwärts (bezogen auf den Swapspread des iBoxx € Covered Index). Dies ist zunächst positiv zu vermerken. Die Wirkung der EZB-Käufe auf die Covered Bond Spreads scheint jedoch insgesamt nachzulassen. In der nachstehenden Grafik (rechts) sind die vom DZ BANK Research berechneten generischen Swapsreads für fünfjährige gedeckte Bankanleihen abgebildet. Die Datenhistorie der vergangenen zwölf Monate umfasst einen sehr interessanten Zeitabschnitt, weil die EZB – wie bereits erwähnt – im September 2019 entschied, die Bestände des APP – inklusive CBPP3 – ab November 2019 wieder aufzustocken, nachdem von Januar bis Oktober 2019 im Durchschnitt keine Nettoneukäufe für CBPP3 getätigt wurden. Von einer Reaktion in den Swapsreads kann jedoch weder im September noch im November die Rede sein. Interessant ist außerdem, dass sich die Risikoaufschläge der Covered Bonds aus der Eurozone nicht systematisch besser als die ihrer Pendanten außerhalb Europas entwickelt haben.

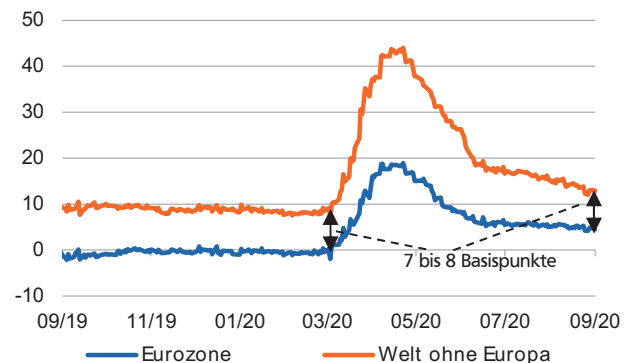
Nettoneukäufe ab November 2019 ohne sichtbare Wirkungen auf die Covered Bond Spreads

GERINGE CBPP3-KÄUFE IM AUGUST UND STABILE SPREADS SWAPSPREAD DES IBOXX € COVERED INDEX IN BASISPUNKTEN



Quelle: Markit, Darstellung und Berechnungen DZ BANK Research;
Stand: 1. September 2020, 17:00 Uhr

EZB-KÄUFE OHNE WIRKUNG? GENERISCHE SWAPSPREADS IN BASISPUNKTEN (5 JAHRE)



Quelle: Bloomberg, Markit, Darstellung und Berechnungen DZ BANK Research;
Stand: 1. September 2020, 17:00 Uhr

Als Reaktion auf die Corona-Krise hat die EZB neben den oben erwähnten Entscheidungen zum TLTRO III im März weitere Maßnahmen auf den Weg gebracht. Sie kündigte beispielsweise an, im Rahmen des APP zusätzlich zum monatlichen Bestandsaufbau von 20 Mrd. Euro weitere Anleihen im Gesamtvolumen von 120 Mrd. Euro bis Ende des Jahres 2020 zu kaufen. Diese Erhöhung hat im April nicht zu einem signifikanten Anstieg der CBPP3-Käufe geführt. Das im März initiierte PEPP mit einem ursprünglichen Volumen von 750 Mrd. Euro, das im Juni auf 1,35 Bio. Euro aufgestockt wurde, führte jedoch wie oben erwähnt seit Ende März zu zusätzlichen Covered Bond Käufen der EZB im Volumen von jeweils durchschnittlich 1 Mrd. Euro im April und Mai sowie 0,5 Mrd. Euro im Juni und Juli. Die vorstehende Grafik (rechts) vergleicht den Verlauf der generischen Spreads für gedeckten Anleihen aus der Eurozone und außerhalb Europas. Die Spreads der außereuropäischen Covered Bonds haben sich demnach bis Mitte April deutlich stärker ausgeweitet als jene aus der Eurozone. Dazu beigetragen haben dürften Euro-Benchmark-Neuemissionen kanadischer Banken (Gesamtvolumen 5,25 Mrd. Euro) im März. Im gleichen Monat waren nur zwei französische Covered Bond Emittenten als einzige aus der Eurozone am Primärmarkt aktiv, denen jedoch im April insgesamt fünf französische Banken folgten (Gesamtvolumen im April 7,0 Mrd. Euro und im März 1,5 Mrd. Euro). Dies dürfte die Sekundärmarktspreeds französischer Anleihen belastet haben. Allerdings hat Kanada unter den Emittenten außerhalb Europas ein höheres Gewicht als Frankreich innerhalb der Eurozone. Außer den Franzosen hat im April nur eine kanadische Bank eine Euro-Benchmark-Anleihe aufgestockt. Daher könnte die in der vorstehenden Grafik dargestellte Spreadentwicklung für die Eurozone im Vergleich zu den außereuropäischen Anleihen besser ausgefallen sein, weil der Druck durch Neuemissionen anteilig nicht so hoch war wie außerhalb Europas. Insgesamt ist es schwierig abzuschätzen, wie hoch die Auswirkung von Neuemissionen und EZB-Käufen auf die Spreadentwicklung jeweils war.

Weitere EZB-Maßnahmen in Zeiten der Corona-Krise und Auswirkungen der Neuemissionen

Auswirkungen der EZB-Käufe wären sichtbarer, wenn die Zentralbank aggressiver vorgehen würde

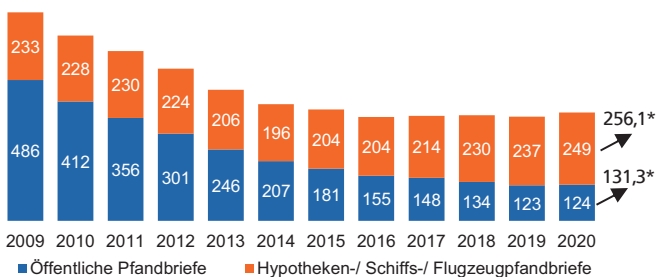
Nicht vergessen werden sollten zwei weitere Aspekte beim Effekt der EZB-Käufe auf die Covered Bond Spreads. Die EZB hat den Anspruch, mit ihren Käufen möglichst marktneutral vorzugehen, um die Preise – sprich Spreads – nicht zu sehr zu verzerren. Die Zentralbank kauft daher nicht um jeden Preis alle Anleihen, die ihr angeboten werden. Gleichzeitig bleibt auch festzuhalten, dass die gedeckten Anleihen aus der Eurozone im Durchschnitt und im Vergleich zu allen anderen Covered Bonds auf engeren Spreadniveaus notieren. Dies liegt daran, dass insbesondere große Marktsegmente wie Deutschland und Frankreich, aber auch Belgien, Finnland und die Niederlande zur Eurozone zählen, wobei die gedeckten Anleihen aus diesen Ländern allesamt auf recht

teuren Spreadniveaus handeln. Darüber hinaus genießen gedeckte Anleihen von Emittenten außerhalb Europas nicht denselben privilegierten aufsichtsrechtlichen Status wie Anleihen aus der Europäischen Union. Dieser Unterschied – insbesondere vor dem Hintergrund, dass Banken aus der EU eine wichtige Investorengruppe für Covered Bonds sind – dürfte zu einigen Basispunkten Spreaddifferenz zwischen gedeckten Anleihen aus der Eurozone und solchen außerhalb Europas führen. Empirisch lässt sich jedenfalls festhalten, dass der Abstand zwischen den Anleihen aus der Eurozone und den Kanadiern & Co Anfang August wieder auf demselben Niveau von 7 bis 8 Basispunkten angekommen ist, auf dem er vor dem Beginn der Spreadausweitung im März schon notierte. So gesehen haben die Covered Bonds aus der Eurozone trotz der substantiellen EZB-Käufe keine bessere Performance erreichen können. Dies legt die Vermutung nahe, dass die Wirkung der EZB-Käufe auf die Covered Bond Spreads langsam abnimmt. Lässt sich daran belegen, dass die Spreads durch die EZB-Käufe bereits so stark verzerrt sind, dass wir den Boden schon erreicht haben? Wir glauben, nein! Die EZB könnte im Covered Bond Markt noch aggressiver vorgehen, indem sie um jeden Preis gedeckte Anleihen kaufen würde. Historisch betrachtet bleibt den Covered Bond Spreads auch noch etwas Luft nach unten. Schließlich sind wir Anfang September von dem Spreadniveau vor dem Ausbruch der Corona-Krise noch etwa 6 Basispunkte entfernt. Das absolute Spreadtief von minus 3 Basispunkten im Swapsreads des iBoxx € Covered Index liegt sogar rund 16 Basispunkte niedriger (Stand 1. September 2020).

Auf Sicht der nächsten zwölf Monate sind leichte Spreadeinengungen möglich, auch wenn es in den kommenden Wochen – selbst ohne eine zweite Infektionswelle – Rückschläge geben kann. An dieser Stelle sei nur an die seit Jahren bekannten und nach wie vor ungelösten Probleme wie den Brexit oder die internationalen Handelsstreitigkeiten zwischen den USA und China erinnert. Die Auseinandersetzungen mit China haben seit Inkrafttreten der zusätzlichen Freiheitsbeschränkungen der Menschen in Hongkong im Juli wieder an Brisanz gewonnen. Gleichzeitig geht das DZ BANK Research davon aus, dass sich die zehnjährigen Bundrenditen bis zum Herbst seitwärts entwickeln und danach einen leichten Anstieg auf minus 20 Basispunkte in 12 Monaten erfahren. Dieser allgemeine Renditeanstieg könnte Freiräume für Spreadeinengungen bei Pfandbriefen und Covered Bonds in 2021 schaffen.

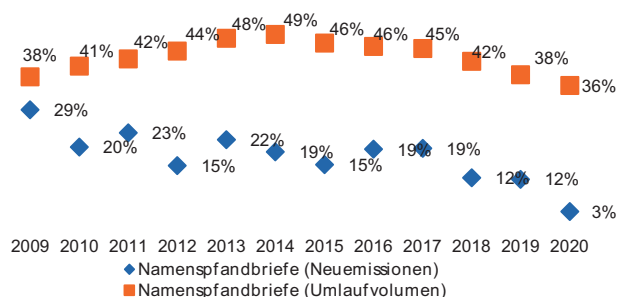
Geringe Spreadeinengungen in den nächsten zwölf Monaten möglich

DAS UMLAUFVOLUMEN IM PFANDBRIEFMARKT ERREICHTE ENDE 2019 EINEN WERT VON RUND 364 MRD. EURO
ANGABEN IN MRD. EURO



Quelle: vdp, Banken, Berechnungen und Darstellung DZ BANK Research
Angaben für 2020 mit Stand Ende Mai 2020, * vdp-Zahlen per Ende Juni

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

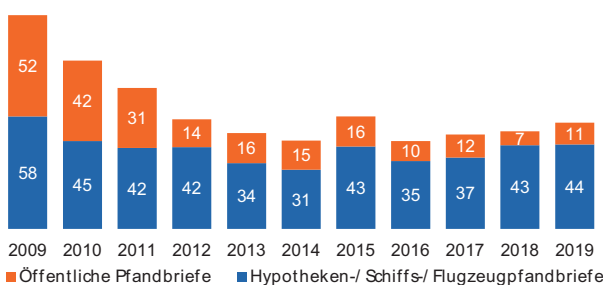


Quelle: Bundesbank, Berechnungen und Darstellung DZ BANK Research
Angaben für 2020 mit Stand Ende Mai 2020

Die Corona-Krise hat sich wie bereits angedeutet auf das Emissionsverhalten der Pfandbriefbanken ausgewirkt. Bis Ende 2019 ging das Umlaufvolumen im Vergleich zum Vorjahr leicht auf 364,1 Mrd. Euro zurück (2018: 368,9 Mrd. Euro). Per Ende Juni 2020 ist demgegenüber ein rasanter Anstieg des Pfandbriefumlaufvolumens auf 390,1 Mrd. Euro zu verzeichnen gewesen. Dies ist ein Zuwachs von 7 Prozent im Vergleich zum Jahresanfang. Das Volumen von Hypothekendarlehenpfandbriefen ist zur Jahresmitte unseren Berechnungen zufolge auf 256,2 Mrd. Euro angestiegen (ein Plus von knapp 7 Prozent), während sich das Umlaufvolumen von Öffentlichen Pfandbriefen auf 131,3 Mrd. Euro erhöhte (ein Plus von knapp 8 Prozent). Ein so hohes Umlaufvolumen haben wir in Deutschland zuletzt 2015 gesehen. Der absolute Anstieg von 26 Mrd. Euro im Umlaufvolumen lässt sich nicht auf die im ersten Halbjahr 2020 neu aufgelegten Euro-Benchmark-Pfandbriefe zurückführen. Deren Neuemissionsvolumen schlägt mit lediglich 14 Mrd. Euro (brutto) zu Buche (Stand 1. September 2020), denen im Gesamtjahr fällige Benchmark-Pfandbriefe in Höhe von insgesamt 13,6 Mrd. Euro gegenüberstehen. Ein nicht unerheblicher Teil des Marktwachstums besteht aus neuen und von den Emittenten einbehaltenen Pfandbriefen. Diese Anleihen dürften vielfach als Sicherheiten bei der EZB hinterlegt worden sein. Für diese These spricht die starke Emissionstätigkeit der Pfandbriefbanken im Juni. Unseren Berechnungen zufolge ist das Marktvolumen allein im Juni um etwa 14 Mrd. Euro gestiegen. Diese Zahlen ergeben sich, wenn man die Daten von der Bundesbank bis einschließlich Ende Mai mit den jüngsten Quartalspublikationen bis Ende Juni vom Verband deutscher Pfandbriefbanken (vdp) vergleicht. Auffällig ist in diesem Zusammenhang auch, dass der Anteil von Namenspfandbriefen am Neuemissionsvolumen bereits bis Ende Mai auf 3 Prozent abstürzte. Damit setzte sich der seit einigen Jahren bestehende Trend fort. Die Zentralbankkredite waren für viele deutsche Kreditinstitute – trotz der preiswerten Refinanzierungsalternative Pfandbrief – einfach unschlagbar günstig. Kein Wunder, dass auch viele Pfandbriefbanken davon Gebrauch gemacht haben. Die TLTRO III Gelder waren so attraktiv, dass einige Banken im Juni sogar eigene Pfandbriefe mit sehr kurzen Laufzeiten zurückgekauft haben, um sie durch günstige Zentralbankkredite zu ersetzen.

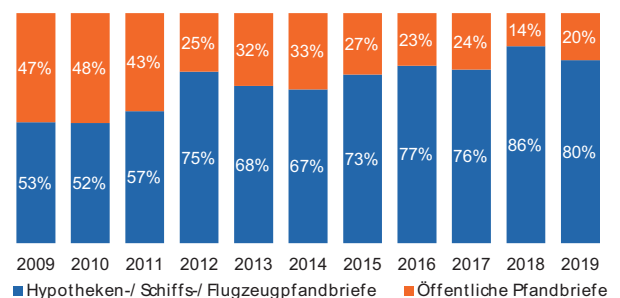
Starker Anstieg des Umlaufvolumens im ersten Halbjahr 2020

BRUTTONEUEMISSIONSVOLUMINA IM PFANDBRIEFMARKT DÜRFTEN 2020 DEUTLICH STEIGEN ANGABEN IN MRD. EURO



Quelle: Bundesbank, Berechnungen und Darstellung DZ BANK Research

VERTEILUNG DES BRUTTONEUEMISSIONSVOLUMENS AUF DIE VERSCHIEDENEN PFANDBRIEFARTEN

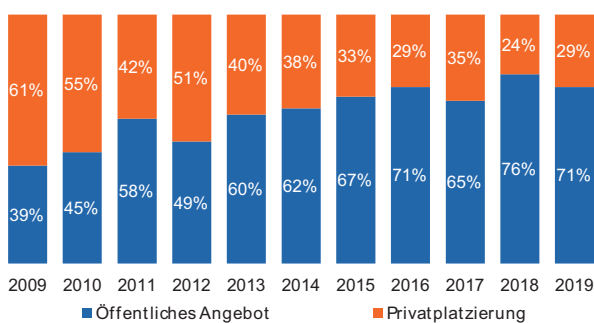


Quelle: Bundesbank, Berechnungen und Darstellung DZ BANK Research

Auch ohne die diesjährigen Sonderentwicklungen waren die Pfandbriefneuemissionen bereits im vergangenen Jahr im Aufwind. Die Bruttoneuemissionen erreichten schon 2019 laut Bundesbank mit 55 Mrd. Euro den höchsten Wert seit 2015. Von den Neuemissionen entfielen 80 Prozent auf Hypothekendarlehen (inklusive Schiffspfandbriefe) und lediglich 20 Prozent auf Öffentliche Pfandbriefe. Nach dem sehr starken ersten Halbjahr 2020 ist es wahrscheinlich, dass das Neuemissionsvolumen in diesem Jahr noch deutlich über dem Wert von 2019 liegen wird. Es ist zu diesem Zeitpunkt zwar noch Spekulation, wie sich das Neuemissionsvolumen verteilen wird. Der Anteil an Privatplatzierungen, zu denen auch einbehaltene eigene Neuemissionen der Pfandbriefbanken zählen, dürfte 2020 jedoch deutlich steigen. Bislang lag der Anteil von privatplatzierten Neuemissionen in den vergangenen fünf Jahren (einschließlich dem Jahr 2015) nie über 35 Prozent. An dieser im Vergleich zu 2009 recht kleinen Zahl war im Jahr 2019 unter anderem der geringe Anteil von Namenspfandbriefen an den Neuemissionen verantwortlich. Dieser sollte 2020 den Anstieg der Privatplatzierungen jedoch nicht aufhalten.

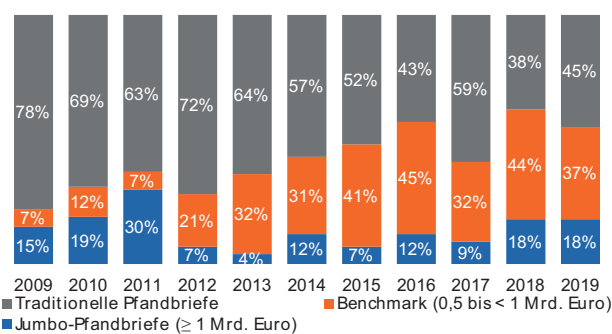
Vor allem privatplatzierte Neuemissionen 2020

EMISSIONSFORMAT: ANTEIL PRIVATPLATZierter PFANDBRIEFE BLEIBT ENDE 2019 UNTER 30 PROZENT
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

Jumbo-Pfandbriefe, die 2020 ihren 25. Geburtstag feiern können (siehe hierzu auch den Anhang zu dieser Studie, in dem die Pfandbriefgeschichte kurz dargestellt wird), werden wie Euro-Benchmark-Pfandbriefe auch immer öffentlich bei Investoren platziert. Die großvolumigen Anleihen „Made in Germany“ haben Mitte der 90er Jahre nicht nur dem deutschen Pfandbriefmarkt neue Impulse gegeben, sondern auch maßgeblich zur Entwicklung eines globalen Covered Bond Marktes beigetragen. Die Schwäche der Privatplatzierungen in den Jahren 2016 bis 2019 kann als Stärke der großvolumigen Pfandbriefneuemissionen (mit einem Volumen von mindestens 500 Mio. Euro) in diesem Zeitraum angesehen werden. Mit 29,2 Mrd. Euro wurde 2019 fast das gleiche Neuemissionsvolumen im Segment für Euro-Benchmark-Pfandbriefe erreicht wie 2018 mit 30,2 Mrd. Euro (zwischen 2008 und 2019 gab es in keinem Jahr mehr großvolumige Neuemissionen). Der Ausblick für dieses Jahr ist jedoch aufgrund der oben beschriebenen Gemengelage aus günstigen Zentralbankkrediten und dem Bedarf der Banken an verlusttragfähigen Verbindlichkeiten getrübt. Es wäre unserer Meinung nach ein Erfolg, wenn das Neuemissionvolumen von Euro-Benchmark-Pfandbriefen in diesem Jahr die Marke von 20 Mrd. Euro überwinden würde.

Schlechtes Jahr für Pfandbrief-Benchmark-Neuemissionen, 25 Jahre nach dem ersten Jumbo

JUMBO UND TRADITIONELLE PFANDBRIEFE NACH VDP-DEFINITION

Der Verband deutscher Pfandbriefbanken (vdp) hat Mindeststandards für Jumbo-Pfandbriefe ausgearbeitet. Neben einem Mindestvolumen von 1 Mrd. Euro ist ein weiteres entscheidendes Merkmal die Verpflichtung der Syndikatsbanken, auf Anfrage Preise zu quotieren sowie auf Wunsch des Kunden Geld- und Briefkurse zu stellen. Als Diskussionsplattform wurde das MIC (Market Maker and Issuer Committee) ins Leben gerufen. Im MIC sitzen Vertreter von Syndikatsbanken und Emittenten. Die Aufgabe des MIC ist es, den Dialog zwischen Händlern und Emittenten zu fördern. Es tritt im Falle von Störungen im Handel zusammen.

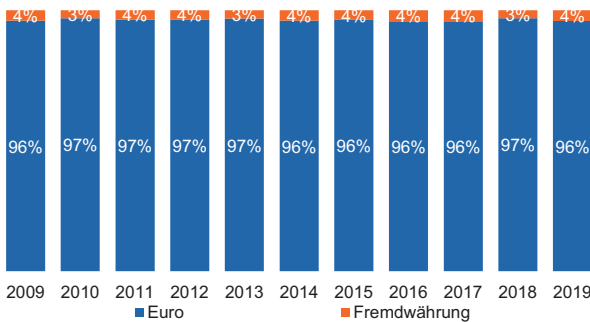
Traditionelle Pfandbriefe unterliegen genauso wie Jumbo-Pfandbriefe dem Pfandbriefgesetz. Sie unterscheiden sich in ihrer Ausgestaltung und können nicht nur als Inhaber-, sondern auch als Namenspapier begeben werden. Da sich die Ausgestaltung traditioneller Pfandbriefe hinsichtlich Laufzeit und Verzinsung in der Regel stark an den Interessen der Investoren orientiert, sind deren Emissionsbeträge deutlich geringer als jene von Jumbo-Pfandbriefen.

Quelle: Verband deutscher Pfandbriefbanken, Darstellung DZ BANK Research

Abschließend noch ein Blick auf die Verteilung des Umlaufvolumens nach Währungen. Hier zeigt sich, dass der Euro seine dominierende Stellung im deutschen Pfandbriefmarkt 2019 verteidigen konnte, auch wenn der Anteil der Pfandbriefneuemissionen (brutto) in fremder Währung 2019 im Vergleich zu 2018 leicht von 9 auf 11 Prozent zulegen konnte. Der Euro wird weiter das Maß aller Dinge im deutschen Pfandbriefmarkt bleiben. Aus unserer Sicht dürfte sich an diesem Bild 2020 nichts Grundlegendes ändern.

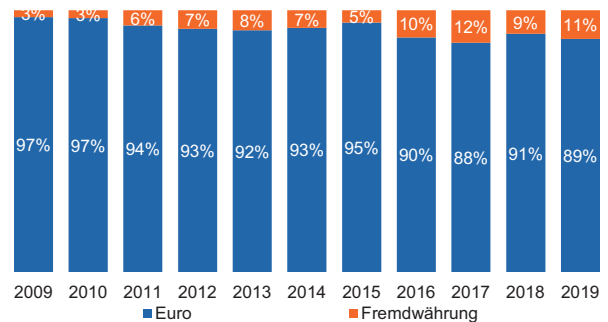
Euro hat eine dominierende Stellung im Pfandbriefmarkt

EURO BLEIBT WICHTIGSTE EMISSIONSWÄHRUNG
VERTEILUNG DES PFANDBRIEFUMLAUFS NACH WÄHRUNGEN



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

LEICHT STEIGENDER ANTEIL VON FREMDWÄHRUNGSEMISSIONEN
VERTEILUNG DER PFANDBRIEFNEUEMISSIONEN NACH WÄHRUNGEN



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

GRÜNE PFANDBRIEFE UND ESG COVERED BONDS

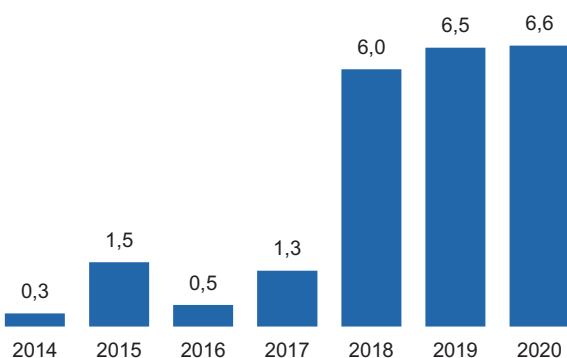
Laut International Capital Market Association (ICMA) ist aufgrund der Corona-Krise das Neuemissionsvolumen von Anleihen für die Finanzierung von Projekten aus den Bereichen Umwelt, Soziales oder Unternehmensführung (Environment, Social, Governance, kurz ESG) 2020 im Vergleich zum Vorjahr bislang deutlich zurückgegangen. Laut einer Stellungnahme der ICMA erreichte das Neuemissionsvolumen von ESG Anleihen Mitte Juni 2020 115 Mrd. US-Dollar. Der Rückgang bei grünen Anleihen war mit einem Minus von 42 Prozent gegenüber dem Vorjahreszeitraum besonders stark ausgeprägt. Durch höhere Emissionsaktivitäten von sozialen Anleihen, vor allem solchen mit Bezug zu Projekten zur Dämpfung der Auswirkungen der Covid-19 Pandemie, konnte die Talfahrt der ESG Anleihen auf ein Minus von insgesamt 16 Prozent gegenüber dem Vorjahr begrenzt werden.

Bezogen auf ESG Covered Bonds (nur auf Euro lautende gedeckte Bankanleihen mit einem Emissionsvolumen von mindestens 250 Mio. Euro) lässt sich nach wie vor ein Wachstumstrend feststellen. Schon Anfang Juli überstieg das Neuemissionsvolumen dieser Anleihekategorie mit 6,6 Mrd. Euro leicht das Niveau für das Gesamtjahr 2019. Entsprechend wuchs das Umlaufvolumen dieses noch recht jungen Marktsegments auf inzwischen 22,4 Mrd. Euro an. Allerdings ist dieses Volumen sowohl im Vergleich zum Gesamtmarkt für ESG Anleihen als auch innerhalb des weltweiten Covered Bond Marktes noch immer überschaubar. Positiv für die Entwicklung des ESG Covered Bond Marktes ist die steigende Zahl der Emittenten, auch wenn die absolute Zahl der ESG Covered Bond Emittenten immer noch recht gering bleibt. Vor allem Emittenten aus Deutschland, Frankreich und Norwegen sind in diesem Markt aktiv. Aber auch aus Südkorea gibt es inzwischen zwei Finanzinstitute, die soziale gedeckte Bankanleihen auflegen.

Boom bei sozialen Anleihen, aber ein deutlicher Rückgang von grünen Anleihen

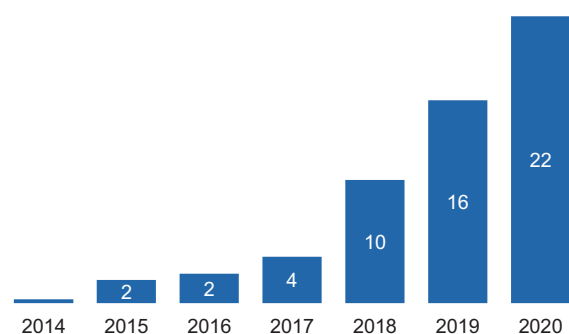
Markt für ESG Covered Bonds wächst

DAS NEUEMISSIONSVOLUMEN VON ESG COVERED BONDS ÜBERSCHREITET BEREITS IM JULI DAS VORJAHRESNIVEAU
ESG COVERED BOND NEUEMISSIONSVOLUMEN IN MRD. EURO



Quelle: Bloomberg, Berechnungen und Darstellung DZ BANK Research
Angaben für 2020 per Ende Juli

UMLAUFVOLUMEN DER ESG COVERED BONDS (NUR EURO ANLEIHEN) BLEIBT AUF WACHSTUMSKURS
ESG COVERED BOND UMLAUFVOLUMEN IN MRD. EURO



Quelle: Bloomberg, Berechnungen und Darstellung DZ BANK Research
Angaben für 2020 per Ende Juli

Das Umlaufvolumen wird auch bei ESG Anleihen nach wie vor von Hypotheken Covered Bonds dominiert. Rund 18 Mrd. Euro entfallen per Ende Juli 2020 auf diese Assetklasse. In der Regel gehören diese Anleihen in die Kategorie „grün“, auf die rund 14 Mrd. Euro des Umlaufvolumens entfallen. Mit grünen Hypotheken Covered Bonds wird üblicherweise der Neubau oder die Renovierung von Eigenheimen oder auch Gewerbeimmobilien finanziert, wobei die Gebäude strenge Energieeffizienzkriterien erfüllen müssen. Es könnte jedoch eine Abschwächung der Dominanz der grünen Hypotheken Covered Bonds bevorstehen. Vor dem Hintergrund der Corona-Krise

Covid-19 sorgt auch im ESG Markt für neue Akzente

wäre es nicht überraschend, wenn der Anteil von sozialen Covered Bonds steigt. Mit diesen Anleihen, häufig Öffentliche Covered Bonds, werden Projekte zur Bekämpfung der negativen Auswirkungen der Pandemie finanziert. Die Corona-Krise trifft private Haushalte mit geringem Einkommen besonders stark, weil sie überproportional durch Einkommensverluste aufgrund von Kurzarbeit oder gar Arbeitslosigkeit betroffen sind. Ein weiteres Beispiel sind freiberufliche Kulturschaffende, die aufgrund der Kontaktbeschränkungen keine Auftritte haben oder ihre Ausstellungen nicht öffnen dürfen. Die ausgefallenen Einnahmen können später kaum nachgeholt werden. Darüber hinaus ist festzustellen, dass die Einkommensverluste bei Haushalten mit unterdurchschnittlichem Einkommen besonders schwer wiegen, weil sie in der Regel über nur geringe Finanzreserven verfügen. Insgesamt dürfte die Covid-19 Pandemie auch im ESG Covered Bond Markt für neue Akzente zum Beispiel durch soziale Projekte zur Abmilderung der Auswirkungen der Krise auf einkommensschwache Haushalte sorgen.

Trotz der aktuellen Dominanz der Corona-Krise in der allgemeinen Berichterstattung wird weiter intensiv am Thema Klimawandel gearbeitet. Die neue EU-Kommission, die Ende 2019 ins Amt gekommen ist, legt mit dem Europäischen Green Deal sogar einen besonderen Schwerpunkt ihrer Tätigkeit in den nächsten Jahren auf das Thema Klimawandel. Europa soll bis 2050 zu einem klimaneutralen Kontinent werden. Für dieses ambitionierte Ziel sollen die CO₂-Emissionen bis 2030 um 50 bis 55 Prozent reduziert werden. Um den Green Deal umzusetzen, rechnet die EU-Kommission mit einem zusätzlichen jährlichen Investitionsbedarf von mindestens 260 Mrd. Euro, der sich auf den privaten und öffentlichen Sektor verteilt. Zu den Themengebieten des Green Deal gehören Projekte aus dem Verkehrssektor, der Kreislaufwirtschaft und natürlich dem Umweltschutz. Aber auch für den Immobiliensektor ist der Europäische Green Deal von Bedeutung. Die ursprünglichen Planungen sahen beispielsweise eine Initiative zur Renovierung von Bestandsimmobilien vor, die bereits 2020 starten soll.

In Deutschland findet die politische Debatte zum Klimaschutz zwischen den gesellschaftlichen Gruppen und der Bundesregierung unter anderem im Aktionsbündnis Klimaschutz statt. Das Aktionsbündnis soll die Bundesregierung unterstützen, damit das Ziel der klimaneutralen Gesellschaft bis 2050 erreicht werden kann. Im Mittelpunkt steht dabei die Erstellung von Maßnahmenprogrammen, die Umsetzung beschlossener Maßnahmen, die Aktivierung von Klimaschutzpotenzialen sowie die Identifizierung weiterer Handlungsmöglichkeiten. Der Verband deutscher Pfandbriefbanken (vdp) ist dem Aktionsbündnis Klimaschutz 2019 beigetreten und konzentriert sich auf die Themen Gebäude, Wohnungswirtschaft und private Haushalte.

Auf europäischer Ebene wurde im April 2020 eine Konsultation zum Thema nachhaltiges Finanzieren (Sustainable Finance) durchgeführt, in deren Rahmen Marktteilnehmer der EU-Kommission bis zum 15. Juli Rückmeldungen geben konnten. Die in der Konsultation aufgeworfenen Fragen beziehen sich auf einen Aktionsplan zur Finanzierung von nachhaltigem Wachstum, der von der Europäischen Union bereits 2018 vorgelegt wurde. Darauf aufbauend soll ein Fahrplan für neue Maßnahmen zur Steigerung von privaten Investitionen in nachhaltige Projekte erstellt werden. All dies zielt darauf ab, den Europäischen Green Deal zu unterstützen. Gleichzeitig geht es auch darum, wie das Management von Klima- und Umweltrisiken im Finanzsystem integriert werden kann.

Hypothekendarlehen gehören weltweit und auch in Deutschland zu den bedeutendsten Assetklassen im Covered Bond Markt. Gleichzeitig entfallen laut Angaben des vdp rund 40 Prozent des CO₂-Ausstoßes in Deutschland auf Gebäude. Ein Beitrag der Covered Bond Emittenten zur Senkung des CO₂-Ausstoßes könnte in günstigen Finanzierungsangeboten für energieeffiziente Gewerbe- und Wohnimmobilien bestehen,

Die neue EU-Kommission legt einen Schwerpunkt ihrer Tätigkeit auf das Thema Klimawandel

Aktionsbündnis Klimaschutz unterstützt die deutsche Bundesregierung

Initiativen auf europäischer Ebene

Günstige Finanzierungen für energieeffiziente Gebäude

um Anreize für den Neubau oder Renovierungsmaßnahmen von Bestandsimmobilien zu setzen. Diese könnten über ESG Covered Bonds refinanziert werden, sodass auf diesem Wege privates Anlegerkapital für den Klimaschutz aktiviert würde. Seit 2019 hat der vdp das Markenrecht für Grüne Pfandbriefe erworben und inzwischen Mindeststandards für die Emission von grünen Hypothekendarlehen entwickelt. Für Grüne Pfandbriefe werden keine separaten Deckungsmassen geführt. Es bleibt bei dem Grundsatz, dass es je Pfandbriefgattung nur eine Deckungsmasse gibt. Ein grüner Hypothekendarlehen ist deshalb mit denselben Deckungswerten wie alle anderen ausstehenden Hypothekendarlehen besichert. Allerdings enthält die Deckungsmasse Forderungen in mindestens der Höhe der umlaufenden Grünen Pfandbriefe, die entsprechenden ESG Kriterien genügen. Für alle ausstehenden Hypothekendarlehen eines Emittenten sind dieselben Anforderungen des Pfandbriefgesetzes gültig. Das Gleich gilt auch für Öffentliche Pfandbriefe, mit denen unter Berücksichtigung entsprechender ESG-Kriterien zum Beispiel soziale Projekte refinanziert werden können. Die Wortmarke Sozialpfandbrief oder Sozialer Pfandbrief ist nach unserem Wissensstand bislang nicht geschützt.

Für Investoren ist es wichtig, dass sie sich auf die Einhaltung gewisser Nachhaltigkeitskriterien verlassen können. Um Vertrauen bei den Investoren zu schaffen, setzen die Mitgliedsbanken des vdp auf Transparenz. Der Emittent von grünen Hypothekendarlehen verpflichtet sich daher, regelmäßig Informationen zu den sich nach grünen oder allgemein nach ESG Kriterien qualifizierenden Vermögenswerten in der Deckungsmasse zu veröffentlichen. Damit wird belegt, dass die Deckungsmasse ausreichend viele nachhaltige Vermögenswerte enthält, die mindestens das Volumen der umlaufenden Grünen oder ESG Pfandbriefe erreichen. Darüber hinaus werden auch das Rahmenwerk für die grünen Emissionen des Emittenten, das sogenannte Green Bond Framework, sowie die Ergebnisse einer unabhängigen externen Prüfung des grünen Programms publiziert.

Auf der Website des vdp finden sich derzeit drei Banken, die Grüne Pfandbriefe aufgelegt haben (Stand Juli 2020). Deren grüne Emissionsprogramme bauen auf den Grundsätzen der ICMA für diese Assetklasse, den Green Bond Principles (GBP), auf. Sie haben Regeln für die Verwendung und das Management der Emissionserlöse, die Projektauswahl sowie die Berichterstattung für die nachhaltigen Pfandbriefe festgelegt. Die GBP geben somit einen allgemeinen Rahmen vor, der vom Emittenten individuell über konkrete Regelungen mit Leben gefüllt wird. Mit Blick auf die Beurteilung einer Immobilienfinanzierung steht im Allgemeinen der Energieverbrauch des Gebäudes im Fokus. Im Detail kann jedoch jede Pfandbriefbank das für ihr Geschäftsmodell optimale Rahmenwerk entwickeln. Für Investoren ist allerdings nicht nur interessant, wie die Banken das Geld verwenden, sondern auch, welchen Beitrag (Impact) ihre Investments zum Klimaschutz leisten. Vor diesem Hintergrund sind in den Vorgaben für Grüne Pfandbriefe auch jährliche Impact Reportings aufgenommen worden. Die Mindeststandards für Grüne Pfandbriefe werden regelmäßig in einem Gremium des vdp überprüft und gegebenenfalls weiterentwickelt. In diesem Gremium sind die Pfandbriefbanken vertreten, die in diesem Anleihe segment bereits aktiv sind.

**Transparenz schafft Vertrauen
bei den Investoren**

**ICMA Green Bond Principles bilden
die Grundlage**

WICHTIGE ICMA DEFINITIONEN

Mit den Green Bond Principles (GBP) der International Capital Market Association (ICMA) gibt es seit Jahren einen Standard, der bei den Marktteilnehmern auf breite Zustimmung stößt. Die ICMA Green Bond Principles verlangen, dass die Emittenten die Verwendung der Emissionserlöse aus grünen Anleihen klar niederlegen und darüber regelmäßig Bericht erstatten. Grüne Hypotheken Covered Bonds sind ein wichtiger Bestandteil des Nachhaltigkeitssegments. Im Covered Bond Markt gibt es darüber hinaus auch andere Anleihen, deren Deckungsmasse Darlehen zur Förderung von sozialen oder gesellschaftlich relevanten Themen enthält. Darunter könnten zum Beispiel Finanzierungen von Krankenhäusern und Kindergärten fallen, aber auch Infrastrukturprojekte im Zusammenhang mit erneuerbarer Energiegewinnung. Für ESG Covered Bonds gibt es von der ICMA – ähnlich wie bei den Green Bond Principles – entsprechende Kriterien für Social Bonds (SBP). Die Kriterien für grüne und soziale Anleihen werden von der ICMA jährlich auf den Prüfstand gestellt und, wenn nötig, überarbeitet. Weitere Details hierzu finden Sie auf der Internetseite der ICMA.

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

Quelle: ICMA, Darstellung DZ BANK Research

Mit den Mindeststandards für Grüne Pfandbriefe ist auf nationaler Ebene eine gewisse Standardisierung gelungen, die sich an internationale Gepflogenheiten anlehnt. Allerdings bleiben die gemeinsamen Standards für eine Definition von ESG Vermögenswerten innerhalb der Europäischen Union eine Herausforderung (von einer globalen Definition ganz zu schweigen). Ende 2019 wurde für die Europäische Union in dieser Frage ein Fortschritt erzielt, indem ein Kompromiss für eine Taxonomie-Verordnung gefunden wurde. Diese EU-Taxonomie-Verordnung wurde im Juni dieses Jahres veröffentlicht. Sie sieht vor, dass Anbieter von grünen Finanzprodukten den Anteil von Taxonomie-konformer Vermögenswerte in ihrem grünen Finanzprodukt angeben müssen. Das Kreditgeschäft von Banken und mithin ihr Pfandbriefgeschäft wird laut vdp hiervon nicht erfasst. Mit Blick auf Grüne Pfandbriefe könnte jedoch ein Interesse der Banken entstehen, die Taxonomie-Kriterien freiwillig zu erfüllen, um damit potenzielle Investoren zu halten.

Mit der Ausarbeitung von konkreten Evaluierungskriterien wurde eine Arbeitsgruppe (Technical Expert Group on Sustainable Finance, TEG) beauftragt. Anhand dieser Kriterien – die 2020 über delegierte Rechtsakte in EU-Recht gegossen werden – soll künftig beurteilt werden, welche Wirtschaftsaktivitäten als grün im Sinne der Taxonomie gelten dürfen. Der vdp befürchtet in diesem Zusammenhang jedoch ein Bürokratiemonster. Für die ökologischen Ziele „Eindämmung des Klimawandels“ und „Anpassungen an den Klimawandel“ hat die TEG bereits Dokumente im Umfang von etwa 600 Seiten erstellt. Im Laufe des Jahres 2021 sollen weitere Evaluierungskriterien für die ebenfalls in der EU-Taxonomie aufgeführten Ziele „Nachhaltige Nutzung und Schutz von Wasser- und Meeresressourcen“, „Übergang zu einer Kreislaufwirtschaft“, „Vermeidung und Verminderung der Umweltverschmutzung“ und „Schutz gesunder Ökosysteme“ in einem eigens hierfür einberufenen Arbeitskreis (Platform on Sustainable Finance“) entwickelt werden. Für grüne Hypothekenpfandbriefe sind

EU-Taxonomie-Verordnung ist einen Schritt vorangekommen

Einheitliche Definition nachhaltiger Vermögenswerte innerhalb der EU wird ausgearbeitet

die Kriterien für die Immobilienwirtschaft besonders relevant, für die die TEG laut vdp die folgenden Definitionen entwickelt hat. Demnach gelten Finanzierungen als grün, wenn eine der folgenden Voraussetzungen erfüllt ist:

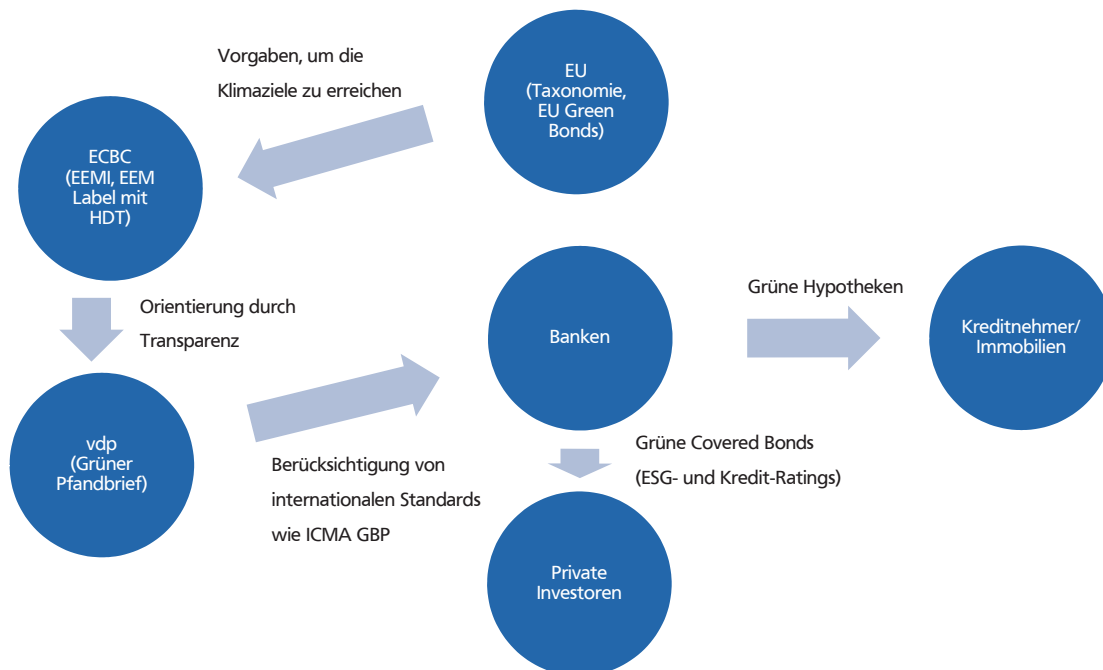
- » Neubau, wenn der Primärenergiebedarf 20 Prozent unterhalb dessen liegt, was der nationale Gesetzgeber für ein „Nearly Zero Energy Building“ definiert hat (in Deutschland der ENEC-2016 Standard).
- » Energetische Sanierungen, wenn sie zu einer Reduzierung des Primärenergiebedarfs von mindestens 30 Prozent im Vergleich zur Basisenergieeffizienz des Gebäudes vor der Renovierung führen.
- » Einzelsanierungsmaßnahmen, die darauf abzielen, den Energiebedarf beziehungsweise CO₂-Ausstoß von Gebäuden zu reduzieren.
- » Erwerb von Bestandsimmobilien, wenn sie zu den Top 15 Prozent des nationalen Immobilienbestands in Bezug auf den Primärenergiebedarf gehören. Für Bestandsimmobilien ab dem Baujahr 2021 sollen die Neubau-Kriterien gelten.

Es wird laut vdp für die Pfandbriefbanken nicht einfach werden, diese Anforderungen zu erfüllen und ihre Einhaltung nachzuweisen. Außerdem dürfen die Wirtschaftsaktivitäten keine signifikant negative Auswirkungen auf die anderen ökologischen Ziele haben („Do-No-Significant-Harm“-Kriterium). Als Beispiel nennt der vdp im Zusammenhang mit Finanzierungen von Neubauten mögliche Probleme mit dem Ziel „Schutz von Wasserressourcen“. Die Armaturen in den betroffenen Gebäuden müssen in eine der beiden besten Kategorien des EU Water Label fallen. Allerdings fehlen momentan in Deutschland zu diesem Thema einschlägige gesetzliche Grundlagen, so dass Pfandbriefbanken ein entsprechender Nachweis momentan schwerfallen könnte. Für den Grünen Pfandbrief wird es nach Ansicht des Verbands wichtig sein, dass die Vorschläge der TEG in den delegierten Rechtsakten möglichst praxistauglich umgesetzt werden. Ziel des vdp ist es, dass Grüne Pfandbriefe im Einklang mit dem ebenfalls von der TEG vorgeschlagenen EU Green Bond Standard (GBS) stehen können. In den Anforderungen an das EU GBS Label sieht der vdp keine unüberwindbaren Hürden. Allerdings könnte die Anforderung, dass die für die Anleihe zugrundeliegenden Vermögenswerte der EU-Taxonomie entsprechen müssen, ein großes Problem werden.

Die Mindeststandards für Grüne Pfandbriefe sehen vor, dass die EU-Taxonomie für ökologisch nachhaltige Wirtschaftsaktivitäten berücksichtigt wird. Darüber hinaus sucht der vdp auch Orientierung an den Mindeststandards für die EU GBS. Ferner besteht auch eine Verknüpfung zur Energy Efficient Mortgage Initiative (EEMI) des Europäischen Hypothekenverbandes (EMF)/ European Covered Bond Council (ECBC). Über die EEMI, für die der EMF die Federführung übernommen hat und die von der EU-Kommission finanziert wird, werden derzeit relevante Daten von nachhaltigen Gebäudefinanzierungen gesammelt.

EU Green Bond Standards als Maß für den Grünen Pfandbrief

Weitere Initiative des Europäischen Hypothekenverbandes zur Sammlung von Daten

ÜBERBLICK ZUM THEMA NACHHALTIGKEIT FÜR GEDECKTE BANKANLEIHEN


Quelle: DZ BANK Research, EU = Europäische Union, ECBC = European Covered Bond Council, EEM(I) = Energy Efficient Mortgage (Initiative), HDT = Harmonised Disclosure Template, vdp = Verband deutscher Pfandbriefbanken, ICMA = International Capital Market Association, GBP = Green Bond Principles

In der Antwort des ECBC auf die erwähnte Konsultation der Europäischen Union für nachhaltiges Finanzieren legt der Verband seine Vorstellungen davon offen, wie die Finanzbranche zum Thema Nachhaltigkeit beitragen kann. Das ECBC setzt bei der Markttransparenz an und möchte den Zugang zu relevanten Informationen für energieeffiziente Hypotheken (EEM) verbessern, indem – anknüpfend an den Erfolg des Covered Bond Labels – ein neues Gütesiegel (EEM Label) geschaffen wird. Dabei sollen auch die Erfahrungen und Erkenntnisse einfließen, die im Rahmen der EEMI gesammelt werden. Die Berichtspflichten im Rahmen des neuen grünen Labels sollen dem im EEMI entwickelten Datenstandard (EeDAPP) entsprechen und später – ähnlich dem Harmonised Transparency Template (HTT) für das Covered Bond Label – im Rahmen eines harmonisierten Berichtsstandards (Harmonised Disclosure Template, HDT) erfolgen. Wenn das HDT als Marktstandard akzeptiert wird, könnte eine einheitliche Datengrundlage entstehen, die die internationale Vergleichbarkeit grüner Hypothekenportfolios verbessern würde. Banken könnten das HDT, so die Vorstellung des ECBC, als Orientierungshilfe für die Erfassung und Verwaltung der Daten zu den Darlehen und den Energieeffizienzmerkmalen der Gebäude verwenden. Die einheitliche Datengrundlage und die Berichte im HDT-Format würden aufgrund der Standardisierung insgesamt die Entwicklung eines Marktes für grüne Anleihen auf Seiten der Emittenten und Investoren fördern. Die weiteren qualitativen Anforderungen an das neue grüne Label, neben den Berichtspflichten im HDT-Format, sollen sich nach Angaben des ECBC an den Vorgaben der Europäischen Union wie zum Beispiel der Taxonomie-Verordnung ausrichten sowie regelmäßig überprüft und gegebenenfalls angepasst werden. Mit diesem Vorschlag hofft das ECBC eine Fragmentierung des Marktes für grüne Anleihen von Beginn an zu vermeiden.

Ideen des ECBC zur Entwicklung eines Marktes für grüne Hypotheken Covered Bonds

Auch wenn sich die Kreditinstitute wie die deutschen Pfandbriefbanken, dem Ziel verpflichtet fühlen, die Erderwärmung zu begrenzen, können sie nur indirekt auf die Erreichung dieses Ziel hinwirken, indem sie beispielsweise den Bau neuer oder die Renovierung bestehender Gebäude finanzieren. Um für die Kreditnehmer Anreize für möglichst energieeffiziente Immobilien zu setzen, können Banken bei entsprechenden Finanzierungen günstigere Konditionen als für konventionelle Gebäude anbieten. Momentan geht dies zulasten der Marge der Banken, weil sich derzeit (Stand August 2020) für neue Grüne Pfandbriefe im Vergleich zu konventionellen Pfandbriefen kaum nennenswert engere Spreads am Primärmarkt durchsetzen lassen.

Banken haben nur indirekte Einwirkungsmöglichkeiten

Letztlich bleibt es dem Kunden überlassen zu entscheiden, ob die günstigeren Kreditkonditionen ein ausreichender Anreiz sind, die höheren Baukosten für energieeffiziente Gebäude auf sich zu nehmen. Für Banken gibt es neben der Förderung der Klimaziele aber noch einen weiteren Grund, vermehrt grüne Hypotheken zu vergeben, weil ESG Risiken bei der Steuerung des Geschäfts und beim Management von Kreditrisiken immer wichtiger werden. Immer mehr Unternehmen berücksichtigen die möglichen Auswirkungen von ESG Risiken auf ihren Geschäftserfolg. Im Falle des Kreditgeschäfts von Banken kommt noch der ESG Einfluss auf die Kreditrisiken hinzu. Daher beschäftigt sich die EEMI nicht nur mit dem Sammeln von Daten zu grünen Hypotheken. Vielmehr sollen auf Grundlage der erhobenen Zahlen Untersuchungen zu den Ausfallrisiken grüner Immobilienfinanzierungen angestellt werden. Geprüft werden soll die These, dass sich Energieeffizienz positiv auf das Kreditrisiko einer Finanzierung auswirkt. Das ECBC argumentiert in diesem Zusammenhang wie folgt: Durch eine höhere Energieeffizienz spart der Kreditnehmer Geld bei der Nutzung des Gebäudes (zum Beispiel aufgrund geringerer Heizkosten). Die dadurch verbesserte Einkommenssituation erleichtert es dem Kreditnehmer, seine Raten für seine zinsvergünstigte grüne Hypothek zu bedienen. Damit verringert sich die Ausfallwahrscheinlichkeit (Probability of Default, PD). Außerdem dürfte unter ansonsten gleichen Umständen der Wert eines energieeffizienten Gebäudes im Vergleich zu einer konventionellen Bauausführung höher sein. Daher würde der zu erwartende Verlust geringer ausfallen, wenn der Kreditnehmer zahlungsunfähig wird und die Immobilie als Sicherheit für das Darlehen verwertet werden muss (Loss Given Default, LGD).

EEMI möchte einen Nachweis für die geringeren Kreditrisiken von grünen Hypotheken liefern

Am 31. August 2020 wurde nach 30 Monaten Datenerhebung und Marktanalyse für das EEMI-Teilprojekt „Horizon 2020 Energy Efficient Data Protocol & Portal“ (EeDaPP) der Abschlussbericht über den Zusammenhang zwischen Energieeffizienz und Kreditrisiko veröffentlicht. Der Bericht bestätigt die obige Annahme und zeigt, dass sich Kreditnehmer mit energieeffizienteren Häusern und niedrigeren Energierechnungen ihre Hypothekenzahlungen besser leisten können, wodurch sich das finanzielle Risiko für Banken und Investoren verringert. Die ökonometrischen Auswertungen belegen eine negative Korrelation zwischen Energieeffizienz (EE) und der Ausfallwahrscheinlichkeit der Eigentümer und bestätigen damit, dass EE-Investitionen tendenziell die Solvenz der Hauseigentümer/ Kreditnehmer verbessern. Darüber hinaus zeigen die Ergebnisse, dass auch der Grad der Energieeffizienz eine Rolle spielt.

Erste Ergebnisse aus einem Teilprojekt

GRÜNE HYPOTHEKEN KÖNNTEN TEIL EINES ENGELSKREISES WERDEN



Quelle: DZ BANK Research

Sollte es dem EEMI gelingen, einen Nachweis für die Korrelation zwischen geringeren Kreditrisiken und Energieeffizienz zu erbringen (die ersten Ergebnisse aus einem Teilprojekt deuten wie erwähnt darauf hin), ergäbe sich für Banken ein handfestes Interesse, im Kreditgeschäft dieses Produkt bevorzugt zu vergeben. Es entstünde aber auch eine mögliche Rückkoppelung zum Aufsichtsrecht. Das ECBC formuliert hierzu, dass eine aufsichtsrechtlich privilegierte Behandlung von grünen Hypotheken die Anreize für Banken, diese Kredite zu vergeben, zusätzlich steigern kann. Die Privilegierung könnte über eine reduzierte Eigenkapitalanforderung für grüne Hypotheken entstehen. Diese ließe sich außerdem – wenn der empirische Nachweis gelingt – aufgrund der geringeren Kreditausfallrisiken auch rein wirtschaftlich rechtfertigen. Durch das Zusammenspiel von aufsichtsrechtlichen Anreizen, besseren Kreditkonditionen und der positiven Wirkung von energieeffizienten Gebäuden auf die Verlangsamung des Klimawandels könnte ein Engelskreis – als Gegenteil zu einem Teufelskreis – entstehen, von dem letztlich alle profitieren

Schließlich noch ein kurzer Überblick zum Standpunkt der Aufsichtsbehörden zu ESG Themen. In einer Pressemitteilung vom 16. Juli 2020 veröffentlichte die Europäische Bankenaufsichtsbehörde (EBA) ihre Antwort auf die EU Konsultation zum Thema Sustainable Finance. Darin betont die Behörde die Bedeutung des Konsumenten- und Investorenschutzes und erkennt die zentrale Rolle des Bankensektors bei der Mobilisierung von privatem Kapital für einen klimafreudlichen Umbau der Gesellschaft an. Zum Schutz der Konsumenten und Investoren spricht sich EBA für international konsistente Berichtsstandards aus. Eine umfassende Taxonomie könnte hierzu einen Beitrag leisten. Vor eventuellen Änderungen im Aufsichtsrecht wie der Privilegierung von grünen Hypotheken wünscht sich die EBA eine robuste europaweite Datenplattform. Anhand dieser Informationen sollten die Entscheidungen über eventuelle Veränderungen im Aufsichtsrecht getroffen werden. Schließlich erkennt die Aufsicht die Notwendigkeit an, ESG Gesichtspunkte auch in ihrer eigenen Arbeit mehr zu berücksichtigen.

Potenziell Vorteile für Banken und Kreditnehmer**EBA wünscht sich eine einheitliche Datengrundlage**

EBA hat bis zum Jahr 2025 verschiedene Berichte und Regulatory/ Implementing Technical Standards (RTS, ITS) an die Europäische Kommission zu liefern. Die Themen reichen dabei von der zukünftigen aufsichtlichen Bewertung (Supervisory Review and Evaluation Process, SREP) über die Offenlegungspflichten bis hin zur Prüfung einer etwaigen Eigenkapitalbehandlung. Konkret möchte sich die EBA in den nächsten Monaten vor allem den Fragen zu Strategie und Risikomanagement, Offenlegungspflichten und Kennzahlen, Szenarioanalysen und Stresstest sowie der eventuellen aufsichtsrechtlichen Behandlung von ESG-Risiken in der Säule 1 widmen. Kernthemen werden insbesondere die einheitliche Definition von ESG-Risiken sein und die Prüfung, ob die Finanzierung nachhaltiger Engagements risikoloser als andere Finanzierungen ist. Die Komplexität dieser Aufgaben ist hoch und die Behörde wird die Themenblöcke nach und nach angehen. Die Prüfung der Privilegierung von grünen Hypotheken durch die EBA könnte aufgrund ihrer zahlreichen anderen Aufgaben noch etwas Zeit in Anspruch nehmen.

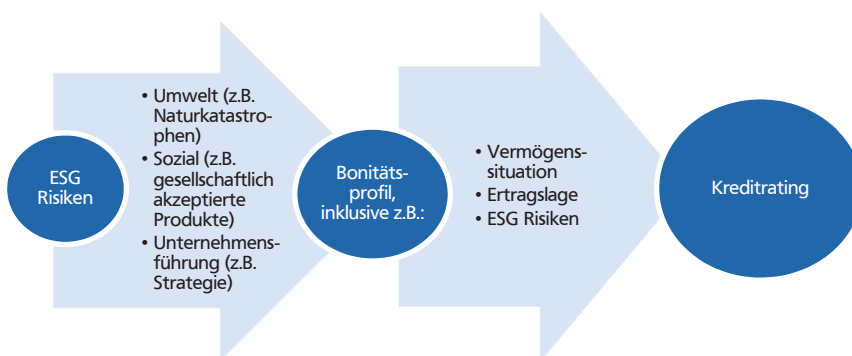
Lange Aufgabenliste für die EBA

RATINGS FÜR KREDIT- UND ESG-RISIKEN

ESG Risiken spielen bei der Erstellung von Ratings für Kreditrisiken eine immer größere Rolle. Zwar betonen die Agenturen, dass schon immer alle relevanten Risiken bei ihren Analysen angemessen berücksichtigt wurden. Umweltrisiken und der Einfluss von potenziellen Naturkatastrophen dürften bislang bei der Bewertung von Banken oder Hypothekenportfolien tatsächlich eine Rolle gespielt haben. Allerdings geben die Ratingagenturen erst seit recht kurzer Zeit systematisch Auskunft darüber, inwieweit konkrete ESG Risiken das Krediturteil zu einer Bank oder wie zum Beispiel von Fitch auch zu Covered Bonds des Kreditinstituts beeinflussen. Die Agentur hat hierfür einen ESG Relevance Score (ESG.RS) entwickelt. In einer im Juli 2020 veröffentlichten Studie untersucht die Agentur genauer, welche ESG Risiken auf Banken und Covered Bonds wirken und stellt die Einflussfaktoren gegenüber (siehe „Comparing ESG Relevance Score Drivers - Covered Bonds and Banks“ vom 23. Juli 2020). Fitch kommt zu dem Ergebnis, dass erhöhte ESG Risiken und ein entsprechend erhöhter Wert für den ESG.RS der Bank sich nicht zwingend in einem hohen ESG.RS für die gedeckten Anleihen desselben Kreditinstituts niederschlagen müssen. Das Gleiche gilt auch umgekehrt. Diese oberflächlich überraschende Erkenntnis lässt sich anhand der Bewertungskriterien von Fitch für ESG Risiken bei Banken und Covered Bonds erklären. Der Aspekt „Governance“ (Unternehmensführung) spielt bei beiden eine wichtige Rolle. Allerdings stehen bei Covered Bonds vor allem die insolvenzferne Abtrennung der Deckungswerte und die Liquiditätsabsicherung der Deckungsmasse im Vordergrund, während im Falle von Banken für Fitch die Aspekte Risikocontrolling oder die Umsetzung von Unternehmensstrategien Priorität haben. Hier geht es wohlgerne um den Einfluss von ESG-Risiken auf die Bonität der Bank oder der gedeckten Anleihen und nicht um die Beurteilung der Nachhaltigkeit des Unternehmens oder bestimmter Vermögenswerte. Letzteres ließe sich unter dem Begriff Nachhaltigkeitsbewertungen im Rahmen eines ESG Ratings zusammenfassen.

Unterschiedliche ESG Risiken bei der Beurteilung von Banken und Covered Bonds

ESG-RISIKEN BEEINFLUSSEN DAS BONITÄTSPROFIL EINER BANK ODER EINES COVERED BONDS



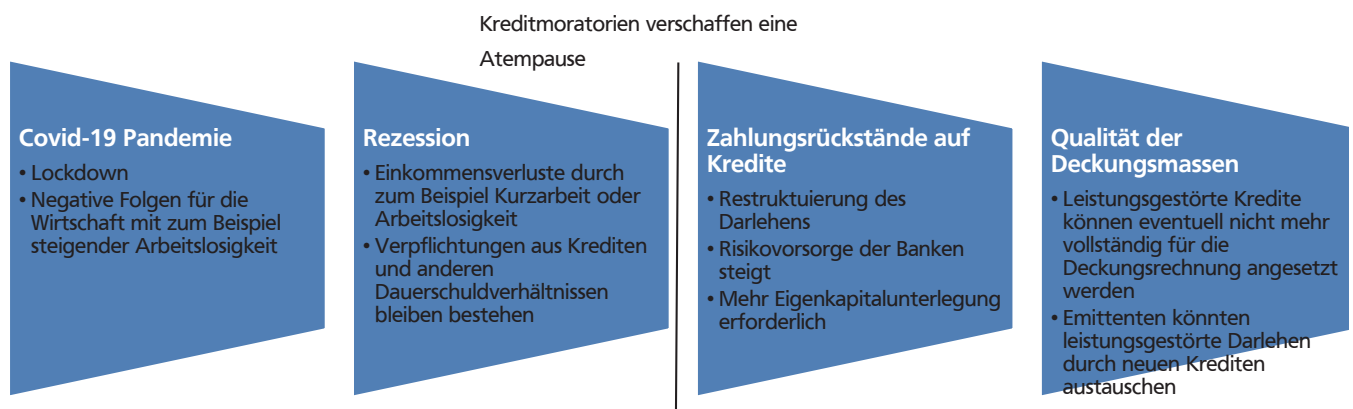
Quelle: DZ BANK Research

Nach Ansicht vom ECBC gibt es eine natürliche Verbindung zwischen Nachhaltigkeitsbewertungen und Kreditratings. Der Verband leitet seine Aussage daraus ab, dass marktführende Kreditratingagenturen wie S&P ESG-Ratingagenturen wie RobecoSAM übernehmen oder Moody's eine Mehrheitsbeteiligung an Vigeo Eiris erworben hat. Ein weiteres Beispiel wäre DBRS Morningstar, die im Juli 2020 satte 40 Prozent der Anteile an Sustainalytics erworben hat. Sowohl DBRS Morningstar als auch Sustainalytics sind im Covered Bond Markt keine Unbekannten. Die Urteile einer ESG-Ratingagentur werden häufig für Covered Bonds genutzt, so das ECBC. Der Verband spart jedoch

ECBC übt harsche Kritik an ESG-Ratingagenturen

nicht mit Kritik an den ESG-Ratingagenturen, die nicht unter einer so strengen Aufsicht stehen wie ihre Kreditkollegen. ECBC ist der Ansicht, dass die Ratings der ESG-Agenturen von unterschiedlicher Qualität sind und teilweise unter mangelnder Zuverlässigkeit, Transparenz und Validität leiden. Der Verband wünscht sich eine höhere Qualität bei den ESG-Ratings, damit eine Irreführung von Investoren und anderen Marktteilnehmern vermieden wird. Die Berichte der ESG-Analysten seien vergangenheitsbezogen und würden zu wenig zukunftsorientierte Analysen beinhalten. Dafür verantwortlich sei beispielsweise eine zu geringe Zahl an Mitarbeitern in den Agenturen, die auch nicht immer die notwendigen Fähigkeiten hätten, hochwertige Analysen zu erstellen. Solch harsche Kritik haben sich auch die Kreditratingagenturen in den Jahren nach der Finanzkrise – nicht immer zu Unrecht – anhören müssen. ESG-Analysen sind komplex und erfordern Erfahrungen und Kenntnisse von den Gegebenheiten in einer Region oder in einem Land. Aufgrund geringer analytischer Ressourcen drohen die Ergebnisse zu schematisch und formelhaft auszufallen und können einer vielschichtigen Realität nicht gerecht werden. Nach Ansicht vom ECBC sind die Bewertungen der unterschiedlichen ESG-Agenturen außerdem nicht miteinander vergleichbar. Deshalb wünscht sich der Verband eine höhere Transparenz hinsichtlich der verwendeten Methoden und Daten sowie Einblicke, wie die verwendeten Kennzahlen berechnet wurden. All dies könnte den Wert der ESG-Ratings für die Marktteilnehmer erhöhen.

CORONA-KRISE UND MÖGLICHE AUSWIRKUNGEN AUF DIE DECKUNGSMASSEN



Quelle: DZ BANK Research

Es ist unwahrscheinlich, dass die Ratingagenturen ein Szenario, wie es die Covid-19-Pandemie in den vergangenen Monaten der Welt bescherte, konkret über ESG-Kriterien in ihren Analysen für Covered Bonds abgebildet haben. Es ist jedoch unbestritten, dass die durch die Corona-Krise ausgelöste tiefe Rezession nicht ohne Folgen für die Finanzbranche und die Deckungsmassen der Covered Bond Emittenten bleiben wird. Die Wirkungskette ist einfach erklärt. Durch die Rezession müssen viele Erwerbstätige in Kurzarbeit gehen oder verlieren sogar ihre Arbeitsstelle. Freiberufler und Dienstleister wie Frisöre können aufgrund eines angeordneten Lockdowns keine Einnahmen erzielen und später in der Regel auch nicht aufholen. Gleichzeitig laufen viele Kosten aus Dauerschuldverhältnissen wie Wohnungsmieten oder Kreditraten weiter. Bei privaten Haushalten ist vor allem der Jobverlust ein häufiger Grund für Zahlungsrückstände bei Krediten. Wenn es keine Hoffnung auf eine finanzielle Genesung des Kreditnehmers gibt, müssen die Kredite als leistungsgestört klassifiziert werden. Die Banken müssen gegebenenfalls ihre Risikovorsorge erhöhen und die Kredite mit mehr Eigenkapital unterlegen. Programme für gedeckte Anleihen können ebenfalls betroffen sein, wenn die leistungsgestörten Darlehen Teil der Deckungsmasse sind.

Ratingagenturen hatten die Covid-19 Pandemie vor einem Jahr noch nicht auf dem Radar

Im Falle von Zahlungsausfällen sind Kreditrestrukturierungen nichts Ungewöhnliches. Tilgungsleistungen können für eine bestimmte Zeit ausgesetzt werden, bis der Kreditnehmer sich finanziell wieder erholt hat. Dies setzt jedoch die Bereitschaft der Bank als Gläubiger voraus, dem Schuldner freiwillig Stundungen zu gewähren. Auch wenn es oft genug im Interesse der Bank ist und häufig in der Praxis so gehandhabt wird, besteht seitens des Schuldner kein Rechtsanspruch auf ein Entgegenkommen des Gläubigers. Daher haben in der Corona-Krise viele Regierungen zum Schutz der Kreditnehmer gesetzliche Regelungen für die Stundung von Darlehensraten (und oft auch Mietzahlungen) erlassen (Kredit- oder Zahlungsmoratorien). Die Regelungen sehen von Land zu Land unterschiedlich aus und deren Geltungsdauer variiert ebenfalls. In Deutschland sind die gesetzlichen Zahlungsmoratorien Ende Juni 2020 ausgelaufen. Demgegenüber können die Kreditmoratorien beispielsweise in Italien von heute aus gesehen noch über ein Jahr weiterlaufen. Insgesamt verschaffen die Moratorien, ähnlich wie im Falle einer Restrukturierung, eine Atempause für den Schuldner. Banken profitieren ebenfalls davon, weil die Kredite nicht so schnell als leistungsgestört eingestuft werden müssen. Die Bildung von Rückstellungen oder die Belastung der Eigenkapitaldecke aufgrund höherer Risikogewichte für die Kredite entfallen. Es ist freilich nicht sicher, dass alle Kreditnehmer am Ende des Moratoriums ihre Ratenzahlungen wieder regelmäßig leisten können. Allerdings dürften viele Schuldner wieder auf die Beine kommen. Die bilanziellen Belastungen für die Banken werden dadurch begrenzt und eventuell zeitlich gestreckt.

In Deutschland sind Gewerbeimmobilienfinanzierungen ein wichtiger Bestandteil der Deckungsmassen für Hypothekendarlehen, die auch von den Auswirkungen der Corona-Krise betroffen sein können. Vor allem Finanzierungen von Einkaufszentren, die in den vergangenen Jahren schon durch den wachsenden Online-Handel zu leiden hatten, und Büros dürften im ersten Halbjahr 2020 weiter unter Druck geraten sein. Die durchschnittlichen Preise für diese Gebäude sind in Deutschland vom ersten zum zweiten Quartal 2020 bereits leicht rückläufig gewesen. Für den Hypothekendarlehen sind vor allem die gesetzlichen Moratoriumsregeln im Falle von privaten Eigenheimfinanzierungen relevant. Hinsichtlich eines möglichen Moratoriums für Finanzierungen von Gewerbeimmobilien hat der vdp gemeinsam mit seinen Mitgliedsinstitutionen ein Modell entwickelt, welches es den Pfandbriefbanken erleichtert, die unter coronabedingten Liquiditätsengpässen leidenden Kreditnehmer nicht als zahlungsunfähig behandeln zu müssen. Ohne diese Regelung würden die vorgesehenen aufsichtlichen Konsequenzen wie eine erhöhte Eigenkapitalunterlegung wohl nicht zu vermeiden sein. Damit haben die Pfandbriefbanken ein Instrument zur Krisenbewältigung an der Hand, auf das sie bei Bedarf unkompliziert zurückgreifen können. Bereits Ende April stand es laut vdp zur Verfügung und war damit das erste seiner Art in Deutschland.

Bestätigt wird die Ansicht des vdp durch die Europäische Bankenaufsichtsbehörde. Die EBA stuft Zahlungsmoratorien, die infolge der Corona-Krise vereinbart werden und damit ein systemisches Risiko bekämpfen, nicht als gewöhnliche Kreditrestrukturierung ein. Damit werden Banken nicht durch automatisch höhere Risikogewichte und Risikovorsorge dafür bestraft, dass sie ihre Kunden mit Zahlungsschwierigkeiten Moratorien anbieten. Die EBA legte jedoch gewisse Rahmenbedingungen für und Anforderungen an gesetzliche und private Moratorien fest. Um die außergewöhnliche regulatorische Behandlung von Corona-Moratorien zu rechtfertigen, begründet die EBA diese als systemische Antwort auf eine systemische Krise und versucht sie von individuellen maßgeschneiderten Restrukturierungen für Kreditnehmer abzugrenzen. So sollen sie möglichst breit und wenig diskriminierend angeboten werden, um wirksam Belastungen infolge der Corona-Pandemie zu verringern. Dennoch gibt es große Unterschiede zwischen den Moratorien.

Zahlungsmoratorien bieten Vorteile für Schuldner und Gläubiger

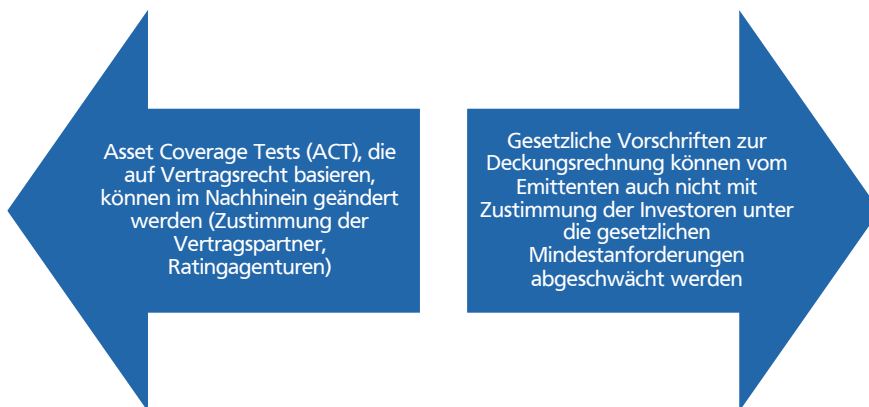
Regelungen für Gewerbeimmobilienfinanzierungen

EBA: Moratorien sind eine systemische Antwort auf eine systemische Krise

Der Prozentsatz von privaten Kreditnehmern, die von den Zahlungsmoratorien Gebrauch machen, schwankt von Land zu Land recht stark. Ratingagenturen haben die Vermutung geäußert, dass die Moratorien vor allem in den Ländern häufig in Anspruch genommen wurden, in denen die Hürden zum Erhalt der Zahlungspause recht niedrig sind. Am höchsten sind die Prozentsätze in Italien und Großbritannien, wo bei manchen Banken 20 Prozent der Kreditnehmer – teilweise sogar mehr – ein Kreditmoratorium in Anspruch genommen haben. Die Zahlungsmoratorien werfen auch Fragen im Zusammenhang mit der Deckungsmassen auf. In Ländern wie Italien wird momentan heftig debattiert, ob und inwieweit von Zahlungsmoratorien betroffene Kredite in der Deckungsrechnung angesetzt werden können. Einige Banken haben ihre in der Programmdokumentation niedergelegten Vorschriften für die Deckungsrechnung jüngst dahingehend verändert, dass Moratoriumskredite voll berücksichtigt werden können.

Teilweise nimmt ein signifikanter Anteil der Schuldner Zahlungsmoratorien in Anspruch

GESETZ VERSUS VERTRAG



Quelle: DZ BANK Research

Das deutsche Pfandbriefgesetz legt im Rahmen der Deckungsrechnung großen Wert auf die Werthaltigkeit der Sicherheiten. Das heißt, im Falle von Hypothekendarlehen ist der Wert der Immobilie entscheidend. Solange dieser nicht durch einen Hauspreisverfall als nachhaltig herabgesetzt angesehen werden kann, bleiben die Forderungen aus dem Kredit bis zur Beleihungswertgrenze von 60 Prozent vollständig als Deckungswert erhalten. Aufgrund des sehr konservativen Ansatzes des Beleihungswertes ist nach Ansicht des vdp davon auszugehen, dass sich die Covid-19-Krise kaum auf die nach dem Beleihungswertverfahren bewerteten Immobilien auswirken wird. Für spätere Wertermittlungen auf Basis des Marktwertes kann der Anpassungsbedarf dagegen höher ausfallen. Das ist abhängig davon, wie lange die Krise anhält. Weitere Ausführungen zum Beleihungswert finden Sie im Kapitel „Rechtliche Grundlagen für Pfandbriefe“ in dieser Studie.

Pfandbriefgesetz gibt Mindestanforderungen für die Deckungsrechnung vor

Die Corona-Krise hat den Ratings deutscher Pfandbriefe bislang nichts anhaben können. Allerdings sind die Zeiten nicht rosig. Die Bonitätsnoten der Banken und damit die Anknüpfungspunkte für die Pfandbriefratings sind momentan unter Druck. Die meisten Banken haben einen gewissen Puffer gegen die Herabstufung des Emittenten. In einigen Fällen sind die Bonitätsnoten der Pfandbriefe allerdings auch direkt an die

Pfandbriefratings trotz Corona-Krise bislang unverändert

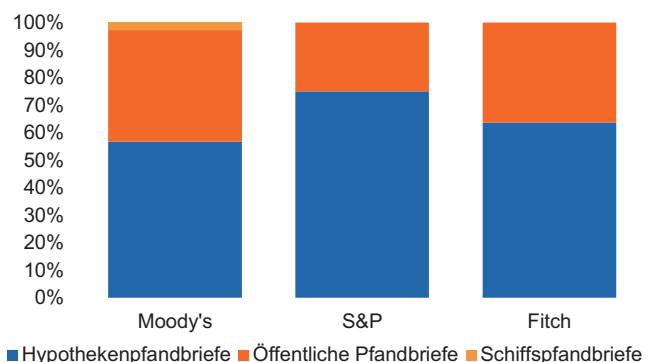
Emittentenratings gekoppelt. Selbstverständlich wirkt sich die Corona-Krise auch auf die Qualität der Deckungsmassen aus. Je länger die Krise andauert, desto stärker dürften sich ihre Folgen auch in den Kennzahlen der Agenturen widerspiegeln. Fitch hat deshalb bereits seine Standardannahmen zur Häufigkeit von Zahlungsausfällen (Foreclosure Frequency) in einem "B"-Stress-Szenario erhöht (siehe Fitch Studie „Payment Holidays are Not an Immediate Risk for Covered Bonds“ vom 29. Juli 2020). S&P hat in diesem Zusammenhang angemerkt, dass die Agentur die Arbeitslosenquote innerhalb einer Volkswirtschaft nach wie vor als den besten Frühindikator für die Entwicklung der zu erwartenden Kreditverluste in einem Hypothekenportfolio ansieht. Falls die von den Agenturen errechneten Verluste in Stressszenarien künftig ansteigen sollten, könnten die Emittenten durch eine entsprechend höhere Überdeckung einen Ausgleich schaffen. Damit haben die Pfandbriefbanken in diesen Fällen eine Möglichkeit, sich gegen eine drohende Herabstufung zu stemmen. Insgesamt steht zur Mitte des Jahres 2020 kein Pfandbriefrating auf der Überprüfungsliste einer Ratingagentur.

VERTEILUNG DER PFANDBRIEF RATINGS (NACH ANZAHL DER RATINGS UND NUR ANLEIHEN NACH PFANDBRIEFGESETZ)
STAND: ENDE JUNI 2020



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

VERTEILUNG NACH PFANDBRIEFTYP (NACH ANZAHL DER RATINGS UND NUR ANLEIHEN NACH PFANDBRIEFGESETZ)
STAND: ENDE JUNI 2020



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

Moody's bleibt im deutschen Pfandbriefmarkt die mit Abstand dominierende Ratingagentur. Die Agentur hat insgesamt 37 Ratings für Anleihen nach dem deutschen Pfandbriefgesetz veröffentlicht (Stand Ende Juni 2020). Moody's ist auch im globalen Covered Bond Markt die weltweit führende Agentur. International rangieren Fitch und S&P in etwa auf Augenhöhe. In Deutschland hat Fitch mit elf veröffentlichten Ratings die Nase jedoch klar vor S&P mit lediglich vier Ratings. In den hier dargestellten Zahlen haben wir nur Ratings für Anleihen nach deutschem Pfandbriefgesetz berücksichtigt. Das typische Rating für einen Hypothekenspfandbrief oder Öffentlichen Pfandbrief ist die Bestnote Aaa (Moody's) beziehungsweise AAA (Fitch und S&P). Rund 18 Prozent der Pfandbriefe sind bei Fitch mit AA bewertet, bei Moody's sind es etwa 22 Prozent. Es gibt nur einen Schiffspfandbrief mit einem externen Rating, welcher von Moody's mit A3 eingestuft wird. Hintergrund für diese im Vergleich zu den anderen Pfandbrieftypen geringe Einstufung der Schiffspfandbriefe ist die hohe Volatilität im Schiffsmarkt. Daher bindet die Agentur das Rating der Schiffspfandbriefe eng an

Pfandbriefe werden typischerweise mit AAA oder AA bewertet

die Bonität des Emittenten. Die meisten Ratings werden für Hypothekendarfandbriefe erteilt. Dies gilt für alle Ratingagenturen. Darin spiegelt sich unserer Meinung nach auch die in den vergangenen Jahren gestiegene Bedeutung der Hypothekendarfandbriefe im Pfandbriefmarkt wider.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass die Corona-Krise eine schlechte Nachricht für die Pfandbriefratings ist. Die durch die Pandemie ausgelöste Wirtschaftskrise belastet private und öffentliche Haushalte und damit potenziell die Kreditqualität der Hypothekendarfandbriefe und Öffentlichen Pfandbriefe. Zahlungsmoratorien können eine Brücke in bessere Zeiten sein. Es bleibt abzuwarten, wie lange die Covid-19-Pandemie noch wüten wird. Die Sicherungsmechanismen für den Pfandbrief und die Bonität der Pfandbriefbanken scheinen jedoch stark genug zu sein, um eine eventuell noch etwas länger andauernde Corona-Krise zu überdauern.

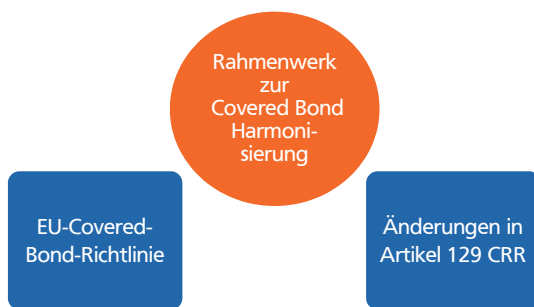
Corona-Krise ist keine gute Nachricht für die Pfandbriefratings

EUROPÄISCHE HARMONISIERUNG DER COVERED BOND GESETZE

Am 10. Oktober 2019 hat das Plenum des Europäischen Parlaments die Richtlinie zur Harmonisierung von gedeckten Bankanleihen (EU-Covered-Bond-Richtlinie) und die Verordnung zur Änderung von Artikel 129 der Eigenkapitalverordnung für Banken (CRR) verabschiedet. Der Rat folgte mit seinem Beschluss am 8. November 2019. Die Veröffentlichung der EU-Covered-Bond-Richtlinie im EU Amtsblatt erfolgte am 18. Dezember 2019, sodass das Harmonisierungspaket am 7. Januar 2020 in Kraft getreten ist. Die EU-Covered-Bond-Richtlinie und die Änderungen in der CRR bilden zusammen das Harmonisierungspaket für die europäischen Covered Bond Gesetze.

Harmonisierungspaket Anfang 2020 in Kraft getreten

DAS HARMONISIERUNGSPAKET BESTEHT AUS ZWEI TEILEN

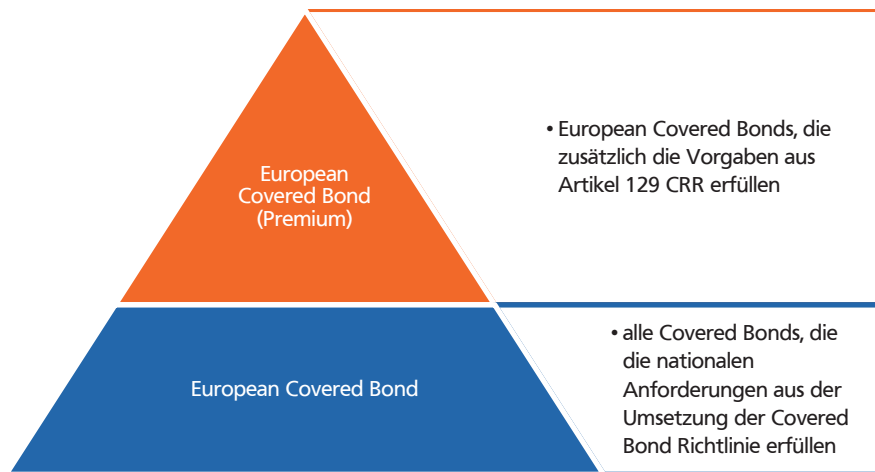


Quelle: DZ BANK Research, CRR = Eigenkapitalverordnung für Banken

Die EU-Covered-Bond-Richtlinie wird die OGAW-Kriterien ersetzen, die bislang oft als Voraussetzung für aufsichtsrechtliche Privilegien von Covered Bonds genannt werden. Gedeckte Anleihen, die die Vorgaben der EU-Covered-Bond-Richtlinie erfüllen, dürfen sich künftig „Europäische gedeckte Schuldverschreibung“ oder „European Covered Bond“ nennen. Wenn darüber hinaus auch die geänderten Vorgaben des Artikels 129 CRR eingehalten werden, dürfen sich die Anleihen mit dem Titel „Europäische gedeckte Schuldverschreibung (Premium)“ oder „European Covered Bond (Premium)“ schmücken.

Neue Gütesiegel für Covered Bonds

DEFINITIONEN KÜNFTIGER GÜTESIEGEL FÜR EUROPÄISCHE COVERED BONDS

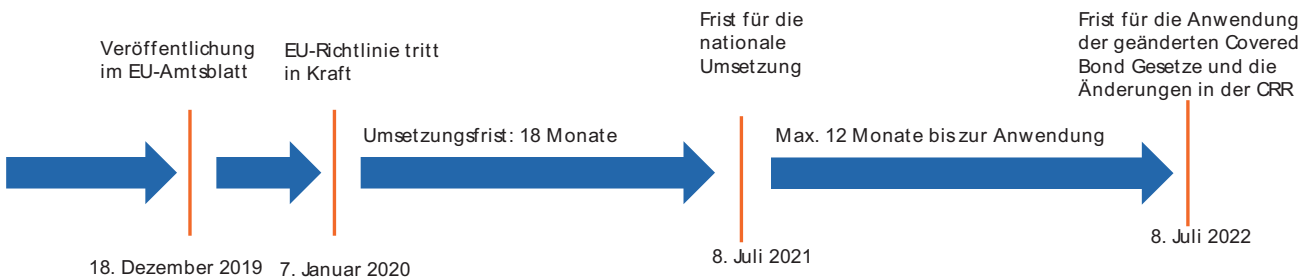


Quelle: EU-Covered-Bond-Richtlinie, Darstellung DZ BANK Research

Der Zeitplan zur Umsetzung des Harmonisierungspakets in den Mitgliedsländern der Europäischen Union sieht vor, dass die nationale Umsetzung bis zum 8. Juli 2021 zu erfolgen hat und spätestens ein Jahr später anzuwenden ist. Fast die Hälfte der ursprünglich veranschlagten Zeit zur Umsetzung des Harmonisierungspakets ist abgelaufen. Deshalb wird auf europäischer Ebene für September 2020 ein Treffen der Mitgliedsländer organisiert, bei dem der Fortschritt bei der Umsetzung des Harmonisierungspakets besprochen und Fragen zu deren Umsetzung diskutiert werden können. Der ursprüngliche Zeitplan erschiene einigen Marktteilnehmer bereits 2019 als ambitioniert. In den vergangenen Monaten hatten die europäischen Regierungen alle Hände voll mit der Bewältigung der Corona-Krise zu tun. Allerdings scheinen in vielen Mitgliedsländern der Europäischen Union schon einige Vorarbeiten zur Umsetzung des Harmonisierungspakets trotz der Covid-19-Pandemie erfolgt zu sein. Insofern könnte es dennoch beim ursprünglichen Zeitplan bleiben.

bleibt es bei dem ursprünglichen Zeitplan?

EU-HARMONISIERUNGSPAKET FÜR COVERED BONDS: DERZEITIGER ZEITPLAN BIS ZUR ANWENDBARKEIT



Quelle: Europäische Union, Darstellung DZ BANK Research

Das Harmonisierungspaket basiert weitgehend auf Prinzipien, die sich an Kriterien und Definitionen orientieren, die zuvor von der EBA ausgearbeitet wurden. Die EU-Covered-Bond-Richtlinie lässt den Mitgliedsstaaten bei der Umsetzung einiger Vorgaben Wahlrechte. Die 34 Artikel der Richtlinie enthalten insgesamt 25 Wahlrechte. Trotz dieser Freiheitsgrade bei der nationalen Umsetzung werden über das Harmonisierungspaket im Vergleich zu den OGAW-Kriterien europaweit strengere Qualitätsstandards für Covered Bonds festgeschrieben.

Harmonisierungspaket ist prinzipienorientiert

STRUKTUR DER EU-COVERED-BOND-RICHTLINIE



Quelle: EU-Covered-Bond-Richtlinie, Darstellung DZ BANK Research

Der Verband deutscher Pfandbriefbanken und seine Mitglieder setzen sich dafür ein, dass die Bestimmungen im Pfandbriefrecht derart angepasst werden, dass der Status deutscher Pfandbriefe als „European Covered Bonds (Premium)“ gesichert wird. Viele Bestimmungen in der EU-Covered-Bond-Richtlinie scheinen durch das deutsche Pfandbriefrecht inspiriert worden zu sein. Großer Anpassungsbedarf aufgrund des Reformpakets ist daher nicht zu erwarten. Aber der Teufel steckt bekanntlich im Detail. Die nach Ansicht des vdp notwendigen Änderungen im Pfandbriefgesetz (PfandBG) stellen wir nachstehend vor, sortiert nach den entsprechenden Artikeln aus der EU-Covered-Bond-Richtlinie und der CRR.

Änderungsbedarf im Pfandbriefrecht aufgrund der EU-Covered-Bond-Richtlinie

- » Artikel 8 und 9 (Gemeinsame Refinanzierung): Der vdp prüft, inwieweit unter seinen Mitgliedern Interessen an Regelungen im PfandBG für eine gemeinsame Refinanzierung (Pooling) über Pfandbriefe innerhalb einer Unternehmensgruppe und allgemein für Banken untereinander bestehen. Wenn dem so ist, würde der vdp sich für die Umsetzung der in der EU-Covered-Bond-Richtlinie hierzu vorgeschlagenen Regelungen (Wahlrechte) in das deutsche Pfandbriefgesetz einsetzen.
- » Artikel 11 (Derivate in Deckung): Entsprechend der EU-Covered-Bond-Richtlinie dürfen Derivate nur in die Deckungsmasse aufgenommen werden, um damit bestehende Marktrisiken abzusichern. Unklar ist jedoch, zu welchem Zeitpunkt ein Derivat aus der Deckungsmasse wieder entfernt werden muss. In der Richtlinie wird davon gesprochen, dass dies erfolgen muss, wenn das zugrundeliegende Risiko in der Deckungsmasse entfallen ist. Vorstellbar wäre in diesem Zusammenhang ein Fall, wenn ein Fremdwährungsdarlehen in die Deckungsmasse aufgenommen wird und das zur Absicherung des Währungsrisikos dienende Derivat ebenfalls in das Deckungsregister eingetragen wird. Falls später ein Pfandbrief mit der entsprechenden Fremdwährung aufgelegt würde, wäre das zugrundeliegende Währungsrisiko auf natürliche Weise eingehegt. Wäre hier bereits der von der Richtlinie erwähnte Fall des Wegfalls des zugrundeliegenden Risikos eingetreten? Problematisch könnte die Regelung werden, wenn ein Entfernen des Derivates aus der Deckungsmasse nicht allein von der Pfandbriefbank abhinge. Dies könnte der Fall sein, wenn die Zustimmung der Gegenpartei hierfür erforderlich wäre. Bei der Umsetzung der Richtlinie wären klare Vorgaben wünschenswert, die die normalen Geschäftsabläufe der Emittenten berücksichtigen. Derivate sind momentan in den Deckungsmassen deutscher Pfandbriefe selten anzutreffen und wenn, dann ist ihr Nettobarwert im Verhältnis zum Volumen der Deckungsmasse gering.
- » Artikel 13 (Berichtspflichten des Treuhänders gegenüber der Aufsicht): Die derzeit sehr allgemeinen Regelungen im PfandBG zum Treuhänder bezüglich seiner Berichtspflichten an die Aufsicht müssten etwas konkreter gefasst werden, um die Vorgaben der EU-Covered-Bond-Richtlinie zu erfüllen. Der Treuhänder entspricht dem Cover Pool Monitor in der Richtlinie, die vorsieht, dass es gesetzliche Bestimmungen für seine Berichtspflichten an die Aufsicht geben muss, die im Moment im PfandBG noch fehlen.
- » Artikel 14 (Transparenzpflichten): Die Transparenzanforderungen des PfandBG erfüllen die Anforderungen der EU-Covered-Bond-Richtlinie bereits weitgehend. Einige Punkte müssten neu aufgenommen werden, zum Beispiel die Wertpapierkennnummern (ISIN) der umlaufenden Pfandbriefe und die Höhe einer eventuell bestehenden vertraglichen Überdeckung. Redaktionell müssten außerdem Hinweise auf Kennzahlen zu Kreditrisiken in der Deckungsmasse ergänzt werden.

Was ändert sich durch das Reformpaket im PfandBG?

Gemeinsame Refinanzierung

Deckungsderivate

Berichtspflichten des Treuhänders

Leicht erweiterte Transparenzpflichten

Offen ist, wie Namenspfandbriefe, die nicht über eine ISIN verfügen, im neuen Berichtsformat berücksichtigt werden sollen.

» Artikel 15 (Deckungsrechnung): Die EU-Covered-Bond-Richtlinie sieht anders als das PfandBG vor, dass die erwarteten Kosten zur Führung und Verwaltung des Covered Bond Programms im Falle einer Abwicklung regelmäßig in der Deckungsrechnung berücksichtigt werden müssen. Außerdem unterscheidet die Richtlinie bei den Verbindlichkeiten aus den gedeckten Anleihen zwischen Verpflichtungen aus Tilgungs- und Zinszahlungen. In diesem Zusammenhang müssen die Mitgliedsstaaten Vorschriften für die Berechnung der Zinsforderungen und -verbindlichkeiten aus den Covered Bonds und den Deckungswerten festlegen. Unbesicherte Forderungen, die als ausgefallen anzusehen sind, sollen außerdem nicht zur Deckung der Pfandbriefe beitragen können.

Deckungsrechnung

» Artikel 16 und 17 (Liquiditätsabsicherung der Deckungsmasse und Soft Bullets für Pfandbriefe): Die Liquiditätsabsicherung der Deckungsmasse ist für 180 Tage über eine entsprechende Reserve bereits im PfandBG verankert. Überlegt wird, ob die Möglichkeit einer gesetzlichen Fälligkeitsverschiebung (Soft Bullet) von allen umlaufenden Pfandbriefen im Bedarfsfall (in der Regel nach Insolvenz des Emittenten) eingeführt werden soll. Eine Idee für diesen Fall wäre, die Laufzeit aller Pfandbriefe eines Programms gleichzeitig um zwölf Monate zu verlängern. Damit bliebe die ursprüngliche Reihenfolge bei der Tilgung der ausstehenden Pfandbriefe erhalten. Eine Überholung bei der Rückzahlung, die auftreten könnte, wenn die Laufzeit der Pfandbriefe nacheinander aufgrund von vereinzelt auftretenden Liquiditätsengpässen verlängert werden würde, könnte bei dieser Regelung nicht auftreten. Wünschenswert wäre auch eine klare Definition des Zeitpunkts oder der Umstände, die eine Fälligkeitsverschiebung der Pfandbriefe auslösen könnten, um damit die Gefahr von willkürlichen Entscheidungen einzelner Personen in dieser Frage zu unterbinden. Für die Fälligkeitsverschiebung könnten grundsätzlich verschiedene Zeitpunkte in Frage kommen, wie beispielsweise die Einsetzung des Sachwalters für die Deckungsmasse. Dieser Zeitpunkt könnte jedoch etwas zu früh gewählt sein, weil der Sachwalter auch bereits vor Insolvenz der Pfandbriefbank im Rahmen eines Rettungspakets eingesetzt werden kann. Die Zahlungsunfähigkeit der Deckungsmasse aufgrund von zu wenig Liquidität könnte andererseits zu spät sein. Hier gilt es einen Mittelweg zu finden, der den Interessen der Beteiligten gerecht wird und der gleichzeitig transparent und nachvollziehbar bleibt. Die Einführung eines Soft Bullets für Pfandbriefe würde wohl auch eine Adjustierung der 180-Tage-Regel nach sich ziehen, weil die Liquidität der Deckungsmasse für die ersten sechs Monate ansonsten doppelt – über die Reserve und den Soft Bullet – abgesichert wäre. Vorstellbar wäre, dass die 180-Tage-Liquiditätsregel für die Zeit nach der möglichen Fälligkeitsverschiebungsfrist ansetzt. Wenn der gesetzliche Soft Bullet zum Beispiel eine Laufzeitverlängerung von zwölf Monaten vorsähe, würde die Liquiditätsreserve von 180 Tagen erst ab dem 366. Tag gelten, sodass insgesamt die Deckungsmasse für insgesamt eineinhalb Jahre abgesichert wäre.

Liquiditätsabsicherung der Deckungsmasse

» Artikel 26 (Veröffentlichungspflichten der Aufsicht): Die zuständigen Aufsichtsbehörden (im Falle Deutschlands die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) werden künftig dazu verpflichtet, eine Liste der zugelassenen, lizenzierten Programme für „European Covered Bonds“ und „European Covered Bonds (Premium)“ innerhalb ihres Zuständigkeitsbereichs zu veröffentlichen. Diese Regelung muss im PfandBG neu aufgenommen werden. Die Behörden müssen daher künftig prüfen, ob eine Anleihe alle Kriterien der EU-Covered-Bond-Richtlinie oder der CRR erfüllt. Investoren können dann die Einschätzung der Aufsicht benutzen,

Neue Veröffentlichungspflichten für die Aufsicht

wenn die Frage zu klären ist, ob sich eine gedeckte Anleihe für aufsichtsrechtliche Privilegien qualifiziert. Dies dürfte für Investoren eine große Arbeitserleichterung darstellen.

- » Artikel 27 (Namensschutz): Im PfandBG müssen Vorschriften zum Namensschutz für „European Covered Bonds“ und „European Covered Bonds (Premium)“ geschaffen werden.

Namensschutz

Anzumerken bleibt, dass Flugzeugpfandbriefe schon heute nicht CRR-konform sind. Sie werden sich deshalb nicht für den European Covered Bond (Premium) Status qualifizieren, weil die CRR Flugzeughypotheken nicht vorsieht. Flugzeugpfandbriefe sollten jedoch nach den Anpassungen im PfandBG die Voraussetzungen für European Covered Bonds erfüllen, weil die EU-Covered-Bond-Richtlinie im Artikel 6 ein deutlich breiteres Spektrum an Deckungswerten zulässt als die CRR.

Flugzeugpfandbriefe werden den Premium-Standard nicht erreichen

Wenn der Anspruch an Hypothekendarlehenpfandbriefe, Öffentliche Pfandbriefe und Schiffspfandbriefe ist, dass mit Einhaltung der gesetzlichen Vorgaben auch der Status als European Covered Bond (Premium) sichergestellt wird, muss sich die Definition der Deckungswerte im PfandBG ohnehin an den strengeren Regelungen des Artikels 129 CRR ausrichten. Gleichzeitig könnten die im Artikel 6 der EU-Covered-Bond-Richtlinie weiter gefassten Regelungen zur Definition von Deckungswerten von European Covered Bonds eventuell später Grundlage für neue Pfandbrieftypen werden. Warum also nicht zusätzliche Assetklassen für den Pfandbrief erschließen? Denkbar wäre es zum Beispiel Mittelstandsfinanzierungen (KMU-Darlehen) als Deckungswerte zuzulassen.

Weite Definition für mögliche Deckungswerte in der Richtlinie

Anpassungsbedarf im Pfandbriefrecht aufgrund von Veränderungen in der CRR

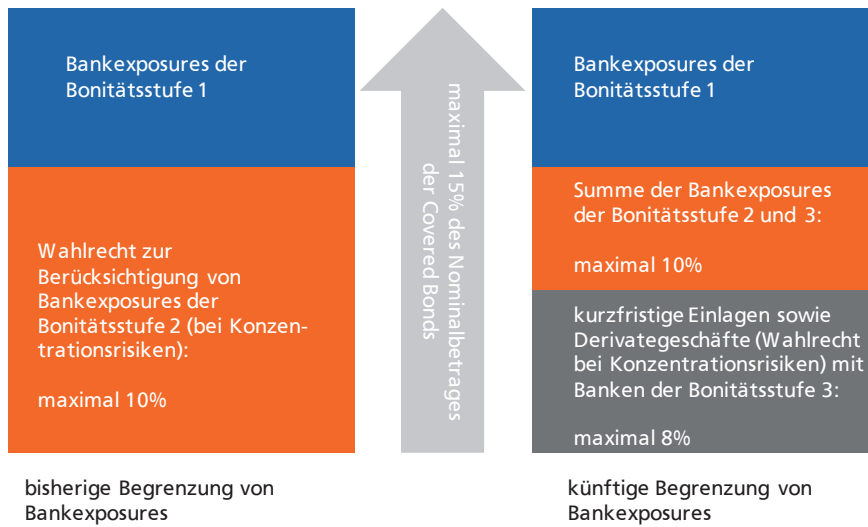
Die CRR Kriterien sind wie bereits erwähnt bezüglich der erlaubten Deckungswerte strenger als jene der EU-Covered-Bond-Richtlinie. Flugzeugpfandbriefe werden daher nie den Premium-Status nach vorherrschender Rechtslage erreichen können. Um das Ziel zu erreichen, dass alle anderen Pfandbrieftypen (Hypothekendarlehenpfandbriefe, Öffentliche Pfandbriefe und Schiffspfandbriefe) den Premiumstatus erhalten, sind ein paar kleinere Änderungen im Pfandbriefgesetz erforderlich.

Absicherung des Premiumstatus erfordert kleine Änderungen im PfandBG

- » Forderungen gegenüber Banken der Bonitätsstufe 1 (AAA bis AA-) dürfen bislang in der Deckungsmasse bis zu 15 Prozent der umlaufenden Covered Bonds ausmachen. Die Aufsichtsbehörden dürfen für bis zu 10 Prozent des ausstehenden Covered Bond Volumens auch Forderungen gegen Kreditinstitute der Bonitätsstufe 2 (A+ bis A-) zulassen. Diese Ausnahmegenehmigung kann erteilt werden, sofern nachweisbar ist, dass bei der Beschränkung auf Banken der Bonitätsstufe 1 erhebliche Konzentrationsrisiken entstehen können. Bei diesem aufwendigen Verfahren, welches jährlich durchlaufen werden muss, ist die EBA vorab zu konsultieren. Hier gibt es jedoch bald eine Vereinfachung, weil künftig generell Forderungen gegenüber Banken der Bonitätsstufe 2 bis maximal 10 Prozent des ausstehenden Nominalvolumens der Covered Bonds erlaubt werden. Daneben können auch Forderungen aus kurzfristigen Einlagen und Derivategeschäften mit Banken der Bonitätsstufe 3 (BBB+ bis BBB-) bis zu maximal 8 Prozent der umlaufenden Covered Bonds in die Deckungsmasse einfließen.

Forderungen gegenüber Banken

ÄNDERUNG DER BONITÄTSANFORDERUNGEN FÜR BANKEXPoSURES IN DECKUNG



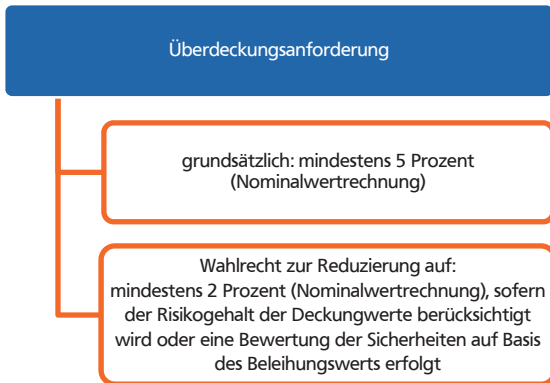
Quelle: Europäische Union, Darstellung DZ BANK Research

Zur Berücksichtigung von Derivategeschäften mit Banken der Bonitätsstufe 3 müssen die nationalen Covered Bond Aufsichtsbehörden allerdings das in Artikel 129 (1a) CRR enthaltene Wahlrecht ausüben und potenzielle Konzentrationsrisiken nachweisen sowie vorab die EBA konsultieren. Die CRR stellt auch klar, dass zu den Bankexposures auch Forderungen aus Derivaten zählen. Wir erwarten, dass die aktuellen Regelungen im PfandBG zu Derivaten in Pfandbrief-Deckungsmassen entsprechend neu gefasst werden, weil beispielsweise Währungsderivate nach aktuellem Stand unbegrenzt in die Deckungsmasse aufgenommen werden könnten.

- » Im aktualisierten Artikel 129 CRR wird eine Mindestanforderung an die Überdeckung in Höhe von 5 Prozent neu aufgenommen. Diese Anforderung müsste jedoch nicht im PfandBG verankert werden. Die Überdeckung kann vielmehr aus gesetzlicher, vertraglich zugesicherter oder freiwilliger Überdeckung bestehen. Im Klartext: Es ist egal, aus welchem Grund die Überdeckung vorhanden ist, sie muss bloß mindestens in Höhe von 5 Prozent in der Deckungsmasse enthalten sein, damit ein Covered Bond eine Eigenkapitalprivilegierung erhalten kann. Die Berechnung der Überdeckung erfolgt jedoch nach dem Nominalwertprinzip. Sie darf nur aus den gemäß Artikel 129 (1) CRR erlaubten Deckungswerten bestehen. Wenn die Überdeckung aus zum Beispiel Hypothekendarlehen besteht, müssen die im Artikel 129 CRR genannten Qualitätskriterien, inklusive der Beleihungswertgrenzen (LTV-Limit), eingehalten werden. Es wäre nach unserer Meinung nicht möglich, dass in diesem Beispiel die Überdeckung lediglich aus jenen Darlehensteilen besteht, die über dem jeweiligen LTV-Limit liegen. Im Zusammenhang mit der Überdeckung gibt es auch eine Erleichterung: Für Forderungen gegenüber Banken, die Teil der Überdeckung sind, finden die Begrenzungen für Bankexposures in der Deckungsmasse keine Anwendung. Das heißt, dass die Überdeckung aus Forderungen an Banken bestehen kann, obwohl die grundsätzlich für Bankexposures geltenden Grenzen womöglich schon erreicht sind.

Anforderungen an die Form der Überdeckung ...

MINDESTNIVEAU DER ÜBERDECKUNG KANN VON 5 PROZENT AUF 2 PROZENT REDUZIERT WERDEN



Quelle: Verordnung zur Änderung der CRR, Darstellung DZ BANK Research

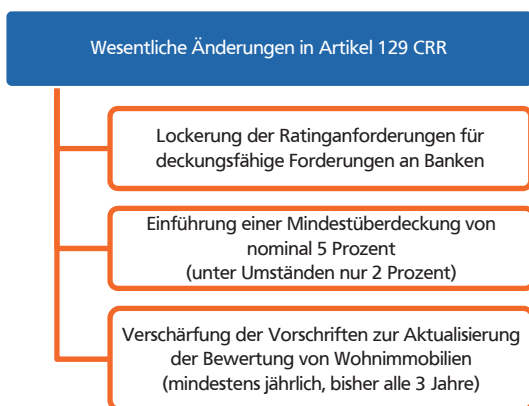
Die 5-Prozent-Schwelle kann unter bestimmten Voraussetzungen auf bis zu 2 Prozent reduziert werden. Wenn die Berechnung der Überdeckung das zugrundeliegende Risiko der Deckungswerte berücksichtigt oder bei der Bewertung der Deckungswerte einem in der CRR definierten Beleihungswert unterliegt, kann die Höhe der Mindestüberdeckung auf bis zu 2 Prozent gesenkt werden oder die Aufsichtsbehörde ermächtigt werden, die Höhe der Überdeckung festzulegen.

... und Anhebung der Mindestüberdeckung auf 5 Prozent (im Ausnahmefall 2 Prozent)

- » Im Artikel 129 CRR wurde der Überprüfungsturnus für Wohnimmobilien verschärft und verlangt, dass nicht nur der Wert von Gewerbeimmobilien, sondern auch von Wohnimmobilien künftig jährlich überprüft wird. Zur Überprüfung der Immobilienwerte können statistische Verfahren verwendet werden, zum Beispiel über die Kopplung des Immobilienpreises an einen passenden Immobilienpreisindex. Insbesondere bei granularen Deckungsmassen mit Eigenheimfinanzierungen kann der Aufwand für die Pfandbriefbank künftig stark steigen, weil die Überprüfung zuvor nur alle drei Jahre stattfinden musste.

Regelmäßige Überprüfung der Immobilienbewertungen

ZUSAMMENFASSUNG: ANFORDERUNGEN AN DIE EIGENKAPITALPRIVILEGIERUNG VON COVERED BONDS WERDEN SOWOHL GELOCKERT ALS AUCH VERSCHÄRFT



Quelle: Europäische Union, Darstellung DZ BANK Research

Die EU-Covered-Bond-Richtlinie sieht im Artikel 16 einen Liquiditätspuffer innerhalb der Deckungsmasse für die nächsten 180 Tage vor. Im Zusammenhang mit den Vorschriften für die Mindestliquidität (Liquidity Coverage Ratio, LCR) hätte sich hier eine

Neue LCR-Regeln beseitigen Belastungen durch Liquiditätsmatrjoschka

Doppelbelastung für die Covered Bond Emittenten ergeben können. Allerdings scheint sich für dieses Problem eine Lösung abzuzeichnen. Viele Programme sehen bereits eine Liquiditätsreserve für Covered Bonds oder Kuponzahlungen, die innerhalb der nächsten 180 Tage fällig werden, innerhalb der Deckungsmasse vor. In Deutschland ist diese Liquiditätsreserve heute schon gesetzliche Pflicht. Im Rahmen der allgemeinen Bankregeln für die LCR werden nach geltendem Recht die liquiden Vermögenswerte innerhalb der Deckungsmasse als „encumbered“ angesehen, weil sie im Insolvenzfall der Bank zunächst ausschließlich den Covered Bond Gläubigern zur Verfügung stehen. Diese Sicht ist deshalb formal richtig. Gleichzeitig bedeutet es für die Banken eine Doppelbelastung, weil sie letztlich die recht teure Liquidität für die innerhalb der nächsten 30 Tage fällig werdenden gedeckten Anleihen zweimal vorhalten müssen: Zum einen in der Deckungsmasse und zum anderen im LCR-Portfolio der Bank. Es ist vergleichbar mit einer Matrjoschka, der russischen, eiförmigen Holzfigur, von der mehrere gleiche, aber unterschiedlich große Versionen ineinander verschachtelt zusammengefügt sind.

Eine von der Europäischen Union im Zusammenhang mit der Umsetzung der EU-Covered-Bond-Richtlinie eingesetzte Expertengruppe hat im Juni 2020 einen Vorschlag zur Änderung der LCR-Regeln ausgearbeitet. Dieser sieht vor, dass die liquiden Vermögenswerte in der Deckungsmasse der Covered Bonds als „dis-encumbered“ angesehen werden. Die Liquiditätsreserve in der Deckungsmasse für die nächsten 30 Tage könnte – wenn dieser Vorschlag umgesetzt wird – unter bestimmten Voraussetzungen im Rahmen der LCR angerechnet werden und gleichzeitig in der Deckungsmasse verbleiben. Der Ende Juni in der Expertengruppe ausgearbeitete Vorschlag scheint nach Einschätzung des European Covered Bond Council (ECBC) immer breitere Zustimmung zu gewinnen. Das ECBC geht deshalb davon aus, dass bereits im vierten Quartal 2020 ein öffentliches Konsultationsverfahren für die Änderung der LCR-Regeln begonnen wird.

Die Expertengruppe hätte damit ihren Arbeitsauftrag rechtzeitig erfüllt, der notwendig wurde, weil in der EU-Covered-Bond-Richtlinie eine Liquiditätsabsicherung vorgesehen ist. Deren Anwendung konnte von den Mitgliedsländern allerdings ausgesetzt werden, solange die Doppelbelastung aufgrund der noch bestehenden LCR-Regeln vorherrscht. Insofern ergibt sich daraus eine Chance, dass die Länder im Rahmen der Umsetzung der EU-Covered-Bond-Richtlinie bis Mitte 2021 gleich endgültige Regelungen für die Liquiditätsabsicherung von Covered Bonds treffen können.

ECBC rechnet mit einem Konsultationsverfahren im vierten Quartal 2020

Arbeitsauftrag rechtzeitig erfüllt

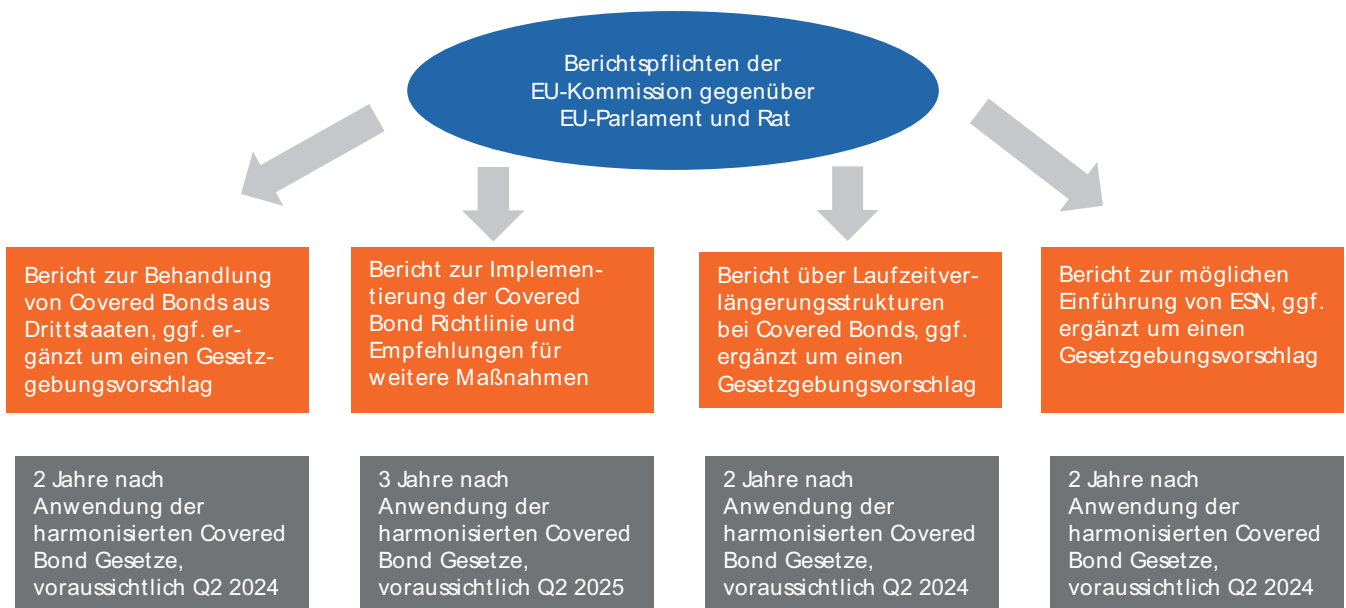
LIQUIDITÄTSMATRJOSCHKA: VERSCHACHELTE LIQUIDITÄTSRESERVEN SOLLTEN KÜNFTIG NICHT MEHR ZU DOPPELBELASTUNGEN FÜHREN



Der Änderungsbedarf aufgrund des Harmonisierungspakets wird nach unserer Einschätzung im PfandBG im Vergleich zu vielen anderen europäischen Ländern geringer ausfallen. Gleichzeitig dürfte das PfandBG nach der europaweiten Umsetzung des Harmonisierungspakets weiterhin zu den stärksten Covered Bond Gesetzen Europas zählen. Damit bleiben die gesetzlichen Grundlagen auch künftig ein wichtiges Qualitätsmerkmal für den deutschen Pfandbrief. Allerdings dürfte sich die Qualität der europäischen Rechtsrahmen für gedeckte Anleihen angleichen, auch wenn Unterschiede – nicht zuletzt aufgrund der zahlreichen Wahlrechte in der EU-Covered-Bond-Richtlinie – bestehen bleiben. Abzuwarten bleibt, ob auch Drittländer außerhalb Europas das europäische Regelwerk als Richtschnur verwenden werden.

Gesetzliche Grundlagen sind wichtiges Qualitätsmerkmal

EU-KOMMISSION MUSS SICH LAUT ARTIKEL 31 COVERED BOND RICHTLINIE NOCH MIT VIER THEMEN GENAUER BESCHÄFTIGEN



Quelle: Europäische Union, Darstellung DZ BANK Research

Im nächsten Kapitel möchten wir Ihnen eine aktuelle Zusammenfassung der wichtigsten Regelungen des PfandBG vorstellen, in die wir auch die aufgrund des Brexits notwendig gewordenen Änderungen des PfandBG eingearbeitet haben. Wir beziehen uns im nächsten Kapitel 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.

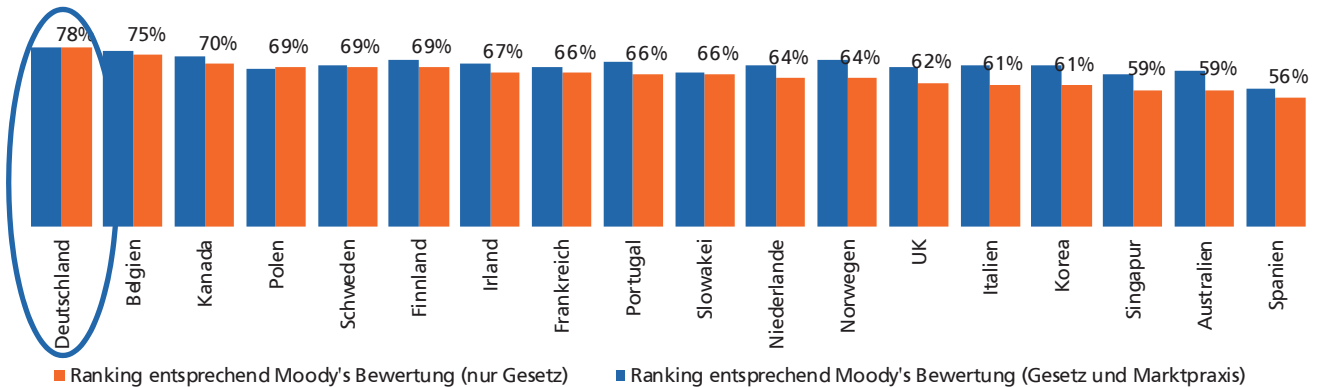
Aktueller Stand beim PfandBG

RECHTLICHE GRUNDLAGEN FÜR PFANDBRIEFE

Moody's legte am 2. Juli 2019 eine aktualisierte Fassung des Berichts „Germany – Legal framework for covered bonds“ vor. Diese Studie stammt aus der Reihe „Legal Reports“, in der die Rechtsgrundlagen von Covered Bonds systematisch anhand von sechs Bewertungskategorien mit insgesamt 47 Unterkategorien untersucht werden. Die Einstufungen werden zu einem Score zusammengefasst, der in Prozent ausgedrückt wird. Je höher der Prozentsatz ist, desto besser ist die Bewertung. In der aktuellen Fassung hat Moody's lediglich an einer Stelle die Bewertung für das Pfandbriefgesetz verändert und die Einstufung für Deckungsderivate (Stellung von Sicherheiten/Austausch der Gegenpartei) angehoben. Der Score für das Pfandbriefgesetz verbesserte sich damit leicht. Im Vergleich zu den anderen von Moody's bewerteten Gesetzen konnte Deutschland seinen Spitzenplatz etwas ausbauen. Als Stärken des Pfandbriefrechts sieht die Agentur das Beleihungswertkonzept und die strengen Beleihungswertgrenzen von 60 Prozent ebenso an wie die Pflichtstresstests im Rahmen der Barwertrechnung und die 180-Tage-Regel zu Absicherung der Liquidität der Deckungsmasse. Außerdem hebt Moody's positiv hervor, dass die sichernde Überdeckung (Mindestüberdeckung) nur in Form bestimmter qualitativ hochwertiger Vermögenswerte gehalten werden darf. Die Rolle der Aufsicht und des Treuhänders wird im Rahmen des Legal Reports ebenfalls als Stärke genannt. Die Liste der Vorzüge umfasst darüber hinaus auch die Regelungen zum Sachwalter und dessen Befugnisse bei der Abwicklung der Deckungsmasse sowie das Aufrechnungsverbot der Bankgläubiger mit Deckungswerten. Dieser beeindruckenden Aufzählung stehen lediglich zwei Schwächen gegenüber, die sich beide auf die Auswahl der erlaubten Deckungswerte beziehen. Pfandbriefe können mit Finanzierungen von Gewerbeimmobilien, Schiffen oder Flugzeugen besichert werden. Außerdem sieht die Agentur erhöhte Risiken im grenzüberschreitenden Kreditgeschäft außerhalb des Europäischen Wirtschaftsraums, welches das Pfandbriefgesetz zulässt. Die angesprochenen Punkte greifen wir im Folgenden nacheinander auf.

Moody's stellt dem deutschen Pfandbriefrecht ein gutes Zeugnis aus

MOODY'S: BEWERTUNG VERSCHIEDENER COVERED BOND GESETZE, PFANDBRIEFGESETZ BLEIBT AUF PLATZ EINS



Quelle: Moody's, Darstellung DZ BANK Research, Stand Juli 2019

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:

- » 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.

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

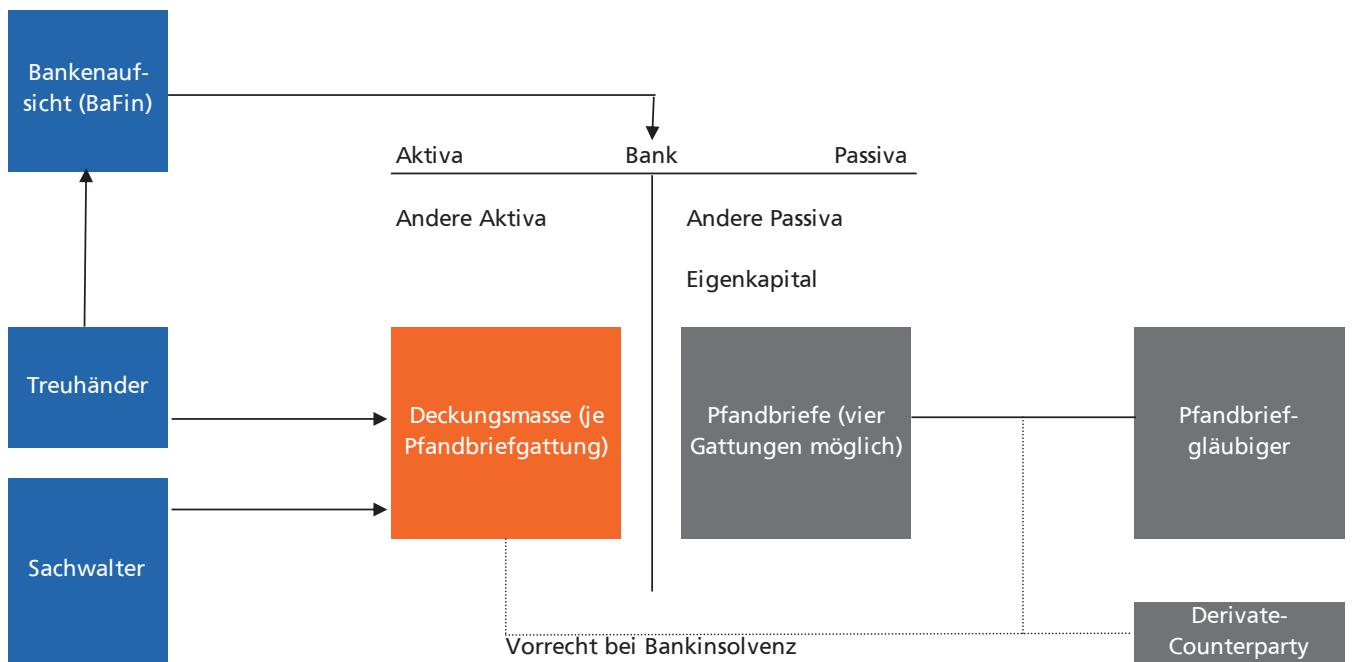
Anforderungen zum Erhalt einer Pfandbrieflizenz

Regelmäßige Pfandbriefemissionen

Mindestkapital und geeignetes Risikomanagement

Lizenz kann auch entzogen werden

VERALLGEMEINERTE TRANSAKTIONSSTRUKTUR EINES PFANDBRIEFS



Quelle: DZ BANK Research

Das aktuelle Pfandbriefrecht kennt vier unterschiedliche Pfandbriefarten: Hypothekendarpfandbriefe, 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 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.

Vier Pfandbriefarten mit besonderen Deckungsanforderungen

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

Anforderungen an das Risikomanagement

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

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 Inhalten des Deckungsregisters sowie vorzunehmenden Eintragungen werden durch eine gesonderte Rechtsverordnung (Deckungsregisterverordnung) genau bestimmt. Das Deckungsregister wurde im deutschen Pfandbriefrecht mit dem Hypothekendarlehenbankgesetz von 1899 eingeführt. Dieses Gesetz 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 Hypothekendarlehenbankgesetz 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

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 worden ist.

Quelle: DZ BANK Research auf Grundlage der Pfandbrief-Barwertverordnung

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 unterliegt besonderen aufsichtsrechtlichen Anforderungen, die in der Pfandbrief-Barwertverordnung geregelt sind. Die Pfandbriefbank hat nach dieser Verordnung sicherzustellen, dass die barwertige Deckung auch in Stressszenarien gegeben ist. Darüber hinaus ist von Emittenten eine Überdeckung in Höhe von 2 Prozent des Umlaufvolumens der Pfandbriefe auch für den Fall der gestressten Risikobarwerte sicherzustellen.

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

Der Vorläufer der barwertigen Deckungsrechnung war das Ampelmodell, auf welches sich die Hypothekenbanken mit der BaFin Ende 2000 geeinigt hatten und das ab April 2001 einzuhalten war. Das Ampelmodell sah vor, dass die barwertig ermittelten Zinsänderungsrisiken nicht mehr als 20 Prozent des haftenden Eigenkapitals der Hypothekenbank ausmachen durften. Falls die barwertigen Zinsänderungsrisiken 10 Prozent des haftenden Eigenkapitals überschritten haben, konnte dies Anlass für eine Überprüfung der Risikotragfähigkeit der Bank sein. Die Kennziffer musste täglich berechnet werden und einmal pro Monat an die Aufsicht berichtet werden. Mit den Änderungen im Hypothekenbankgesetz zum 1. Juli 2002 wurde die barwertige Deckungsrechnung gesetzlich verankert. Die Novelle ermöglichte auch die Aufnahme von Derivaten in der Deckungsmasse. Mit der Pfandbrief-Barwertverordnung der BaFin von Dezember 2003 wurden genauere Details zur Umsetzung der gesetzlichen Barwertdeckung der Pfandbriefe gegeben. Die erwähnte Überdeckungsanforderung in Höhe von 2 Prozent zum Barwert wurde erst 2004 mit der Novelle des Hypothekenbankgesetzes eingeführt.

Ampelmodell als Vorläufer der Barwertdeckung

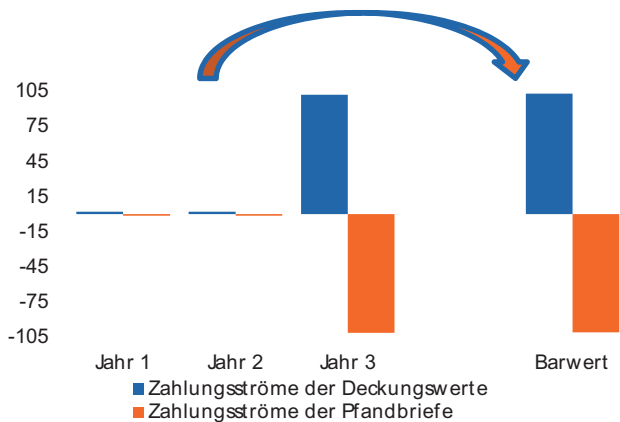
Die Berechnungsvorschriften zum Risikobarwert aus der Pfandbrief-Barwertverordnung zeigen aus diesseitiger Sicht nach wie vor Wirkung und tragen somit zur Sicherheit der Pfandbriefgläubiger bei. Die aktuellen Berechnungsvorschriften zum Bar- und Risikobarwert nach Pfandbriefrecht heben jedoch nicht den 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 allerdings 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 sollten. 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. Im Zuge der Umsetzung des europäischen Harmonisierungsregelwerks dürfte außerdem ohnehin eine Überdeckung von mindestens 2 Prozent zum Nennwert eingeführt werden.

Barwertrechnung erleichtert die Einhaltung der gesetzlichen Überdeckung

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

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
Jahr 1	2	-1,25
Jahr 2	2	-1,25
Jahr 3	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

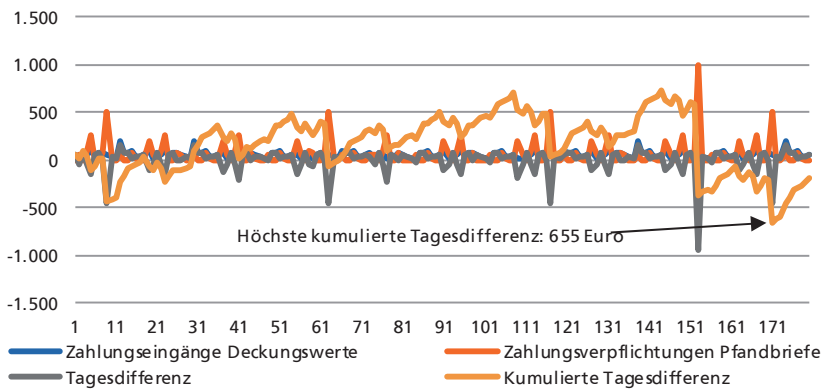
Die gesetzliche Überdeckung ist in Form von liquiden Deckungswerten bereitzustellen (sichernde Überdeckung), für die besondere gesetzliche Anforderungen gelten. Die sichernde Überdeckung kann beispielsweise als Guthaben bei der Deutschen Bundesbank oder auch als Guthaben bei der EZB beziehungsweise allen 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 nach Abstimmung mit der EBA 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.

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

Zahlungen auf Pfandbriefe für die nächsten 180 Tage muss sichergestellt werden

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



Quelle: DZ BANK Research

Eine vollständige Kongruenz zwischen den Zahlungsströmen der Deckungsmasse und den umlaufenden Pfandbriefen verlangt das Pfandbriefgesetz nicht. Wie oben erwähnt, verlangt das Pfandbriefgesetz, dass die sichernde Überdeckung 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 in den nachfolgenden Unterabschnitten zu den einzelnen Pfandbrieftypen 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 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, wobei die Forderung gegen ein solches Kreditinstitut nicht höher als 2 Prozent des Gesamtbetrags der umlaufenden Pfandbriefe sein darf
- » 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.

Weitere Deckungswerte neben der ordentlichen Deckung

Forderungen gegenüber Zentralbanken und Kreditinstitute ...

... sowie öffentlichen Schuldern

Derivate mit geeigneten Gegenparteien

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

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.

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 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.

Anteil der weiteren Deckungswerte gesetzlich geregelt

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 Hypothekenspfandbriefen insgesamt 10 Prozent des Gesamtbetrags der Forderungen in der Deckungsmasse nicht übersteigen. Bei Schiffs- und Flugzeugpfandbriefen liegt diese Grenze bei 20 Prozent.

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

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 Mitgliedsländern 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 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.

Drohende Vollstreckungsmaßnahmen bei ausländischen Deckungswerten

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 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). Demnach stellen die Treuhandstrukturen für japanische Deckungswerte nach Auffassung der Ratingagentur sicher, dass den Pfandbriefgläubigern die japanischen Vermögenswerte im Insolvenzfall der Pfandbriefbank voll zur Verfügung stehen werden.

Treuhandmodell sichert Vorrecht der Pfandbriefgläubiger

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

Treuhänderisch verwaltete Deckungswerte

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.

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.

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 per Vertrag treffen, 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:

- » 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).
- » 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.
- » 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

KWG lehnt sich an das Pfandbriefgesetz an

Insolvenzfeste Treuhand durch das Refinanzierungsregister

Vertrag erforderlich

Forderungen/Sicherheiten müssen übertragbar sein

Einrederechte Dritter bestehen fort

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).

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 sowie 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.

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.

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).

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.

Besondere Anforderungen an die Deckungsmassen je Pfandbriefart

Öffentliche Pfandbriefe

Der Begriff Öffentliche Pfandbriefe wurde erst in den 1990er Jahren geprägt und löste die zuvor gebräuchlichen Bezeichnungen Kommunalobligationen und Kommunalschuldverschreibungen ab. 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

Pfandbrief- und Refinanzierungsregisterrecht sind verzahnt

Höhere Komplexität

Pfandbriefbanken als Refinanzierungsplattform

Vereinfachung im Konsortialgeschäft

Forderungen gegenüber Gebietskörperschaften

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 inländischen Gebietskörperschaften oder solchen Körperschaften und Anstalten des öffentlichen Rechts, die zur Erhebung von Gebühren, Umlagen oder anderen Abgaben berechtigt sind
- » Forderungen gegenüber Mitgliedsländern der EU oder Vertragsstaaten des EWR sowie deren Zentralbanken und Forderungen gegenüber Regionalverwaltungen und Gebietskörperschaften aus den Mitgliedsländern der EU und des EWR
- » Forderungen gegenüber britischen Schuldnern, die zum Zeitpunkt des Austritts Großbritanniens in der Deckungsmasse sind, bleiben bestandsgeschützt. Es ist bereits gesetzlich geregelt, dass Großbritannien nach dem vollzogenen Brexit außerdem in die Liste der deckungsfähigen Drittländer aufgenommen wird, sodass neue Forderungen aus Großbritannien auch nach dem vollzogenen Brexit deckungsfähig sein können. Für neue britische Deckungswerte muss allerdings das Insolvenzvorrecht der Pfandbriefgläubiger sichergestellt werden, wenn sie nicht auf die einschlägige 10-Prozent-Grenze angerechnet werden sollen
- » 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
- » 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

Detailanforderungen hinsichtlich des Kreditnehmers

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 die 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 und 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). Für Pfandbriefbanken soll künftig eine erweiterte Version der Verbriefungsgarantie zur Verfügung stehen, welche auch die Kontrahentenrisiken beteiligter Drittbanken absichert.

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

Bewertungsvorschriften für öffentliche Schuldner fehlen im Pfandbriefgesetz

RATINGABHÄNGIGE BEWERTUNGSABSCHLÄGE IM VDP BONITÄTSDIFFERENZIERUNGSMODELL

Rating*	Abschläge gültig bis 31. Dezember 2014	Abschläge gültig bis 31. Dezember 2015	Abschläge gültig bis 31. Dezember 2017	Abschläge gültig bis 31. Dezember 2018	Abschläge gültig bis 31. Dezember 2019	Abschläge gültig seit 1. Januar 2020
AAA	0%	0%	0%	0%	0%	0%
AA+	0%	0%	0%	0%	0%	0%
AA	0%	0%	0%	0%	0%	0%
AA-	0%	0%	0%	0%	0%	0%
A+	0%	0%	0%	0%	0%	0%
A	0%	0%	0%	0%	0%	0%
A-	0%	0%	0%	0%	0%	0%
BBB+	0%	0%	0%	0%	0%	0%
BBB	0%	0%	0%	0%	0%	0%
BBB-	0%	0%	0%	0%	0%	0%
BB+	10%	11%	9%	8%	8%	7%
BB	12%	13%	11%	11%	10%	10%
BB-	15%	16%	14%	13%	13%	12%
B+	19%	20%	18%	17%	16%	15%
B	23%	24%	21%	20%	20%	19%
B-	27%	28%	26%	24%	24%	23%
CCC	37%	38%	36%	34%	34%	33%
CC	56%	57%	55%	54%	54%	52%
C	81%	81%	80%	79%	79%	79%
D	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Quelle: vdp, Darstellung DZ BANK Research, Stand Juli 2020, * Ratingnote von S&P beziehungsweise entsprechende Bonitätsnote von Fitch oder Moody's

Hypothekendarlehen

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

Hinsichtlich der Berechnung des Beleihungswerts wird nur der langfristige, nachhaltige Substanz- oder Sachwert sowie Ertragswert einer Immobilie berücksichtigt, daher liegt der Beleihungswert einer Immobilie in der Regel unter dessen Markt- oder Verkehrswert. Die Vorgehensweise bei der Beleihungswertermittlung für Immobilien wird durch die Beleihungswertermittlungsverordnung näher bestimmt. 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 zugrundeliegenden Annahmen auf ihre Nachhaltigkeit überprüft und gegebenenfalls korrigiert werden.

Die Beleihungswertermittlungsverordnung legt die zu verwendenden Abzinsungsfaktoren für das Ertragswertverfahren fest, die aus den Kapitalisierungszinssätzen abgeleitet werden. Die Kapitalisierungszinssätze dürfen für Wohnimmobilien nicht niedriger als 5 Prozent sein. Für Gewerbeimmobilien müssen mindestens 6 Prozent angesetzt

Grundpfandrechtlich gesicherte Forderungen

Sachwert versus Ertragswert

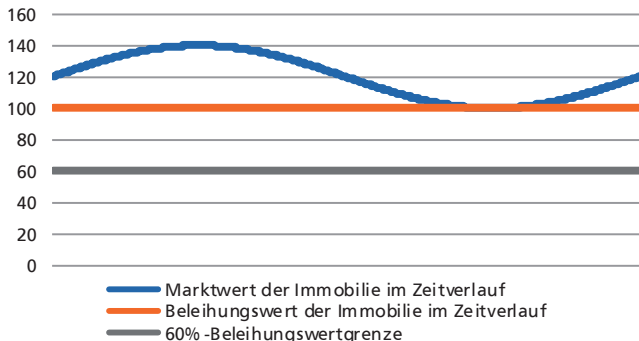
Höhere Kapitalisierungsfaktoren für die Ertragswertermittlung?

werden, wobei im begründeten Ausnahmefall dieser Prozentsatz um 0,5 Prozentpunkte unterschritten werden darf. Vor dem Hintergrund des nachhaltig gesunkenen Zinsniveaus hatte sich der vdp Ende 2018 eine Debatte über die Höhe der Kapitalisierungszinsen gewünscht. Aufgrund der weiterhin lockeren Geldpolitik seien (Stand Ende 2018) die Nettoanfangsrenditen für Einzelhandels- und Bürogebäude im Spitzensegment der attraktivsten deutschen Städte auf rund 3 Prozent zurückgegangen. Entsprechend klafft derzeit eine Lücke zwischen den Ertrags- und Marktwerten. Der vdp erwartet, dass die Immobilienpreisteigerungen in den vergangenen Jahren nicht übertrieben sind. Niedrigere Kapitalisierungszinsen würden über höhere Abzinsungsfaktoren auch zu höheren Ertragswerten und mithin höheren Beleihungswerten der Immobilien führen. Dies wiederum würde heißen, dass die Pfandbriefbank einen größeren Anteil des Darlehens in der Deckungsrechnung berücksichtigen könnte, wodurch sich das Emissionsvolumen für Hypothekendarlehen ausweiten würde.

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

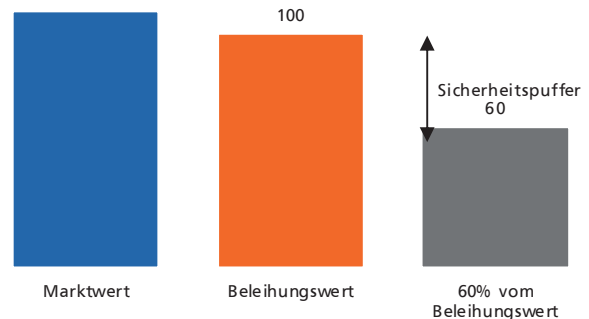
Beleihungswert berücksichtigt nur die nachhaltigen Eigenschaften einer Immobilie

BELEIHUNGSWERT BERÜCKSICHTIGT NUR NACHHALTIGE EIGENSCHAFTEN EINER IMMOBILIE



Quelle: vdp, Darstellung DZ BANK Research

60 PROZENT BELEIHUNGSWERTGRENZE BIETET ZUSÄTZLICHEN SCHUTZ



Quelle: DZ BANK Research

Das deutsche Pfandbriefrecht erlaubt eine Ausnahme (Kleindarlehensregel) für inländische Häuser (Eigenheime). Falls das Gebäude teilweise gewerblich genutzt wird, darf der Ertragsanteil durch die gewerbliche Nutzung ein Drittel des gesamten aus der Immobilie erwirtschafteten Rohertrags nicht überschreiten, wenn diese Ausnahme angewendet werden soll. Außerdem darf das Kreditvolumen nicht mehr als 400.000 Euro betragen. 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

Erleichterungen für Darlehen, die unter die Kleinkreditgrenze fallen

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 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 zugrundeliegenden 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.

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. 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.

Stark fallende Preise lösen Neubewertung aus

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.

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.

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.

Beleihungswertkonzept glättet LTV-Entwicklung

Einheitliche Beleihungswertgrenze von 60 Prozent

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)	
- 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 Hauspreisteigerungen dazu genutzt werden, den deckungsfähigen Teil des Darlehens zu erhöhen. Insofern führen Hauspreisteigerungen 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 Immobilie 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 Immobilie 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 Hypothekenpfandbriefe 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. Forderungen gegenüber britischen Schuldner, die zum Zeitpunkt des Austritts Großbritanniens in der Deckungsmasse sind, bleiben bestandsgeschützt. Es ist bereits gesetzlich geregelt, dass Großbritannien nach dem vollzogenen Brexit außerdem in die Liste der deckungsfähigen Drittländer aufgenommen wird, sodass neue Forderungen aus Großbritannien auch nach dem vollzogenen Brexit deckungsfähig sein können. Für neue britische Deckungswerte muss allerdings das Insolvenzvorrecht der Pfandbriefgläubiger sichergestellt werden, wenn sie nicht auf die einschlägige 10-Prozent-Grenze angerechnet werden 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

Ausländische Grundpfandrechte müssen mit solchen nach deutschem Recht vergleichbar sein

- » 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.
- » 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.
- » Perspektive der Bank/Verwendbarkeit des Grundpfandrechts: Die Interessen von Kreditnehmer und -geber sind bezüglich 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.
- » 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.

Verwertung des Grundpfandrechts

Berücksichtigung der Interessen des Kreditnehmers

Vorteile für nicht akzessorische Grundpfandrechte

Ausgestaltung des Interessenausgleichs

Deutliche Unterschiede in den einzelnen Rechtssystemen

Gebäudeversicherungen sind Pflicht

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.

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 (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.

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 Hypothekenpfandbriefe“ 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 Hypothekenpfandbriefen eine Beleihungswertgrenze von 60 Prozent für die Deckungswerte gilt. Der Beleihungswert für die Schiffe oder Schiffsbauwerke muss von einem unabhängigen und sachverständigen Gutachter bestimmt werden. Bei der Wertermittlung müssen die langfristigen Merkmale (dauernde Merkmale) des Schiffes sowie dessen Alter und Einsatzmöglichkeiten berücksichtigt werden. Im Rahmen der Wertermittlung ist das Schiff zu besichtigen. Bei der Schiffsbeleihungswertermittlung müssen die folgenden vier Marktwerte beziehungsweise Preise berücksichtigt werden:

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

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

Selbstbehalt reduzieren Versicherungsprämien

Rechte an Schiffen und Schiffsbauwerken

Beleihungswertgrenze von 60 Prozent und Versicherungspflicht

Aktueller Marktwert

Durchschnittlicher Marktwert

Neubaupreis

Kaufpreis

Schiffsbeleihungswertermittlung nutzt das Niederstwertprinzip

nicht für 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 zugrundeliegenden Annahmen bei der Wertermittlung nicht unerheblich verschlechtert haben, so sind diese zu überprüfen und bei Bedarf zu korrigieren. Dies gilt laut Schiffsbeleihungswertermittlungsverordnung insbesondere in den Fällen, in denen das allgemeine Preisniveau auf dem jeweiligen Schiffsmarkt stark gesunken ist. 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 zugrundeliegenden Beleihungswert der Sicherheiten bei Flugzeugpfandbriefen gibt es explizite Vorschriften in der Flugzeugbeleihungswertermittlungsverordnung, wobei diese Vorschriften analog zu denen für Schiffe sind. Der Beleihungswert für die Flugzeuge muss von einem unabhängigen und sachverständigen Gutachter bestimmt werden. Bei der Wertermittlung müssen die langfristigen Merkmale des Flugzeugs im Vordergrund stehen. Im Unterschied zu der Beleihungswertermittlung von Schiffen werden bei Flugzeugen im Wesentlichen der Marktpreis und der durchschnittliche Marktpreis der vergangenen zehn Jahre betrachtet sowie der Wert bei ausgeglichenen Marktbedingungen und einem durchschnittlichen Zustand des Flugzeugs (geschätzter Wert des Flugzeugs, der den Wartungszustand der Maschine berücksichtigt). Der Beleihungswert darf keinen dieser drei Werte überschreiten. Wenn der durchschnittliche Marktpreis nicht für die letzten zehn Jahre vorliegt, wird der Wert auf Grundlage des durchschnittlichen Zustands des Flugzeugs für den Beleihungswert zugrunde gelegt, wobei hiervon ein Abschlag von 10 Prozent zu berücksichtigen ist. Analog zur Wertermittlung bei Immobilien und Schiffen ist auch die Wertermittlung bei Flugzeugen gegebenenfalls zu überprüfen. Die Flugzeugbeleihungswertermittlungsverordnung nennt in diesem Zusammenhang starke Preisschwankungen für Flugzeuge als einen Grund, welcher eine Neubewertung notwendig machen könnte. 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

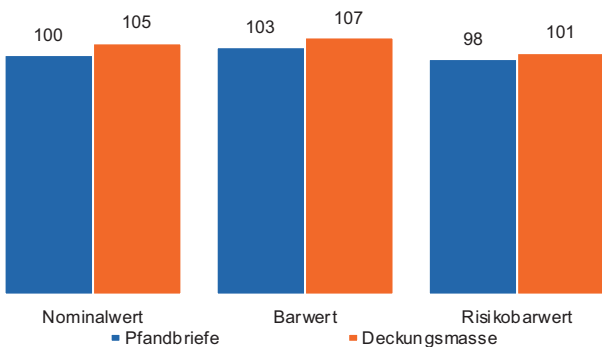
Der Gesetzgeber versucht, den seit einigen Jahren gestiegenen Informationsbedürfnissen der Investoren Rechnung zu tragen, indem die bestehenden Publikationspflichten der Pfandbriefemittenten immer wieder erweitert werden, um die Transparenz für die Marktteilnehmer bezüglich der Zusammensetzung der Deckungsmassen 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 aufgegliedert aufzuführen. Die Deckungswerte und Pfandbriefe mit einer Zinsbindungsfrist von bis zu 24 Monaten werden in vier Abschnitten von je sechs Monaten ausgewiesen. Danach folgen drei weitere Laufzeitenbänder von je einem Jahr bis zur Zinsbindung von höchstens fünf Jahren. Die letzten zwei Laufzeitenbänder sind fünf bis zehn Jahre und mehr als zehn Jahre. 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.

Gesetzlicher Standard bei Pflichtangaben

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.

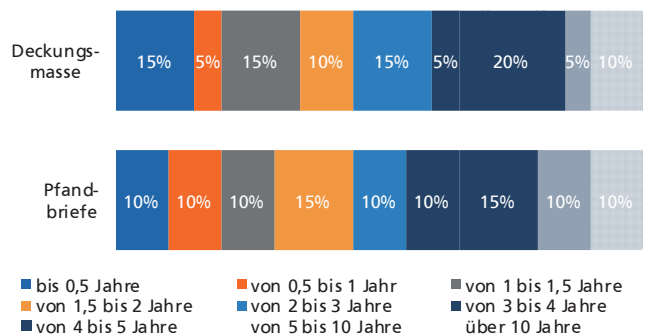
Informationen zu leistungsgestörten Forderungen und geografische Verteilung

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



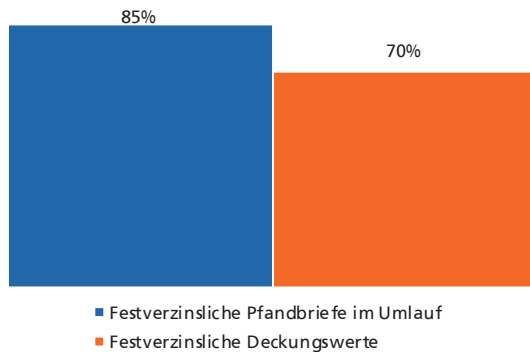
Quelle: DZ BANK Research

VERTEILUNG DER DECKUNGSMASSE UND DER UMLAUFENDEN PFANDBRIEFE NACH ZINSBINDUNG
WILLKÜRLICHES ZAHLENBEISPIEL



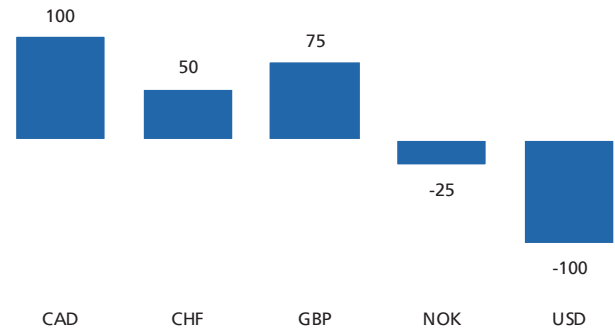
Quelle: DZ BANK Research

ANGABEN ZUR VERZINSUNG DER DECKUNGSMASSE UND DER UMLAUFENDEN PFANDBRIEFE WILLKÜRLICHES ZAHLENBEISPIEL



Quelle: DZ BANK Research

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



Quelle: DZ BANK Research

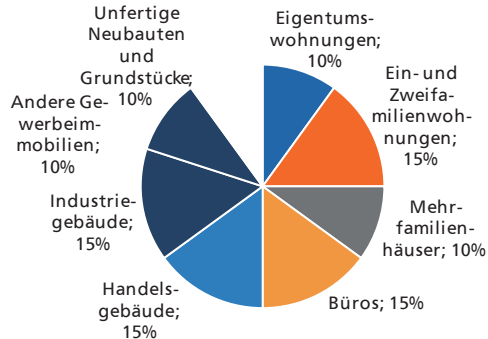
Über die Höhe der Vermögenswerte, die zwar in der Deckungsmasse enthalten sind, gegen die jedoch aufgrund von Beschränkungen oder Höchstgrenzen im Pfandbriefgesetz keine Pfandbriefe emittiert werden dürfen, werden ebenfalls Angaben gemacht. Ein Beispiel dafür sind weitere Deckungswerte, deren prozentualer 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. Das Kreditalter (oder Seasoning) ist vor allem bei Eigenheimfinanzierungen 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 aus unserer Sicht prinzipiell 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.

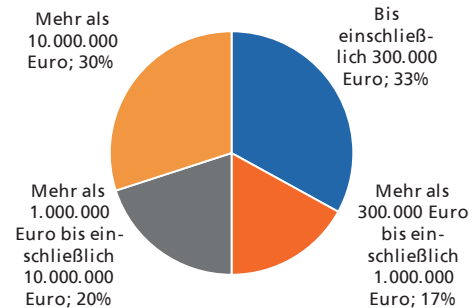
Spezielle Angaben zu Hypothekendarlehen

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 für den durchschnittlichen Beleihungsauslauf

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 angeführten Beispiel (unter der Annahme, dass alle Darlehen soweit wie möglich in der Deckungsmasse sind) ergibt sich ein durchschnittlicher Beleihungsauslauf von 59,2 Prozent.

Gewichtung mit Darlehensvolumen

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

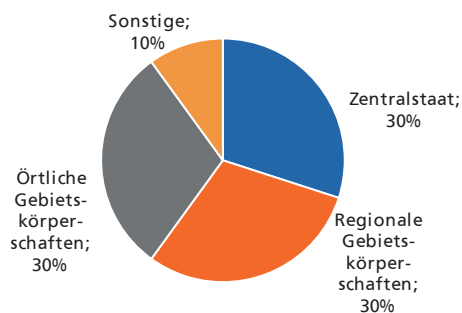
Quelle: DZ BANK Research, * Beleihungsauslauf für das erstrangige Darlehen: Valutierung des erstrangigen Darlehens im Verhältnis zum Beleihungswert. ** Beleihungsauslauf für das zweitrangige Darlehen: Valutierung des zweitrangigen Darlehens plus den Wert der erstrangigen Hypothek im Verhältnis zum Beleihungswert.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

Für 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

Anteil von öffentlich garantierten Exportfinanzierungen muss offengelegt werden

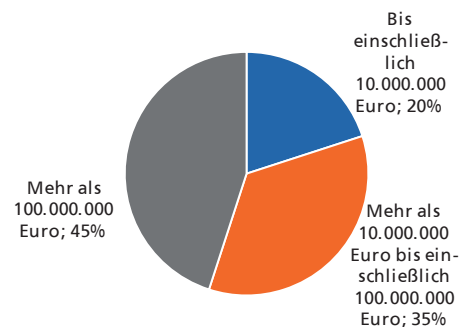
garantiert. Allerdings ist davon auszugehen, dass in der Regel bei öffentlich garantierten Exportfinanzierungen die Zentralregierung für die Erfüllung der Darlehensforderungen haftet. Die Forderungen müssen auch nach Größengruppen aufgegliedert werden, allerdings gilt dabei im Vergleich zu den Hypothekendarlehen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

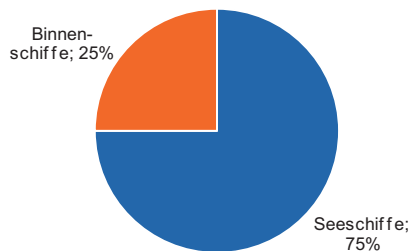


Quelle: DZ BANK Research

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 offenlegen, ob es sich um See- oder Binnenschiffe handelt, die als Sicherheit für die Hypothek dienen. Im Falle der Flugzeugdarlehen fehlt selbst eine vergleichbar grobe Unterteilung der Deckungsmasse nach Flugzeugtyp. Die Pfandbriefbank muss lediglich angeben, wie hoch der Bestand an Flugzeugdarlehen 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.

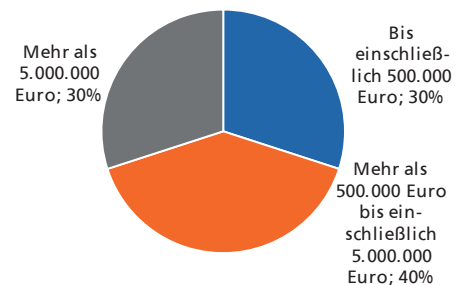
Wenig Details bei Flugzeug- und Schiffspfandbriefen

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. Für mehr als die Hälfte der vdp-Mitgliedsbanken gibt es auf der Internetseite des Pfandbriefverbands inzwischen auch Berichte, die dem international harmonisierten Berichtstandard (Harmonised Transparency Template, kurz HTT) entsprechen. Die Berichterstattung im HTT-Format ist Voraussetzung, um das vom European Covered Bond Council (ECBC) initiierte Covered Bond Label zu erlangen. Nur wenige deutsche Pfandbriefbanken haben das Covered Bond Label. Die Mehrheit der vdp-Pfandbriefbanken ergänzt ihre gesetzlichen Pflichtangaben freiwillig mit quartalsweisen Berichten im HTT-Format, auch ohne das Covered Bond Label zu führen.

Informationen zentral über Internetseiten der Bankverbände verfügbar

Moody's hat die im § 28 des Pfandbriefgesetzes (PfandBG) festgeschriebenen Berichtspflichten der Pfandbriefbanken unter die Lupe genommen (siehe „Pfandbriefe lead the way in market transparency“ vom 16. Dezember 2019). Die Agentur hebt die vorhandene Datenfülle der Quartalsberichte positiv hervor. Außerdem sei die Datenqualität der Berichte wegen der strengen Überwachung der Pfandbriefbanken durch den Treuhänder (Cover Pool Monitor) und die Aufsichtsbehörde (BaFin) sehr hoch. In der Studie legt die Agentur im Einzelnen die Kreditrelevanz der Angaben dar. Mit den § 28-Informationen der Pfandbriefbanken und den weiteren gesetzlichen Regelungen im Hinterkopf hat Moody's die Kreditausfallrisiken für die Deckungsmasse im Insolvenzfall des Emittenten für ein gestresstes Szenario für die Hypothekendarlehen einiger Banken berechnet. Das Ergebnis daraus ist der Collateral Score, der die möglichen Verluste durch Kreditausfälle in Prozent wiedergibt. Für eine Deckungsmasse, die hauptsächlich Eigenheimfinanzierungen enthält, ergibt sich danach ein Collateral Score von 10 Prozent, im Falle von gemischten Deckungsmassen mit Finanzierungen von wohnwirtschaftlich und gewerblich genutzten Immobilien ergibt sich ein Wert von 24 Prozent. Auch wenn die Kreditanalyse auf Grundlage der § 28-Informationen möglich ist, fallen die Ergebnisse deutlich höher und damit vorsichtiger aus als in dem Fall, wenn der Emittent den von der Agentur gewünschten Informationskatalog erfüllt. Die durchschnittlichen Collateral Scores reduzieren sich dann auf 3 Prozent beziehungsweise 9 Prozent (Stand 2019).

Moody's lobt die Informationsdichte und Datenqualität bei deutschen Pfandbriefen

DURCHSCHNITTLICHE COLLATERAL SCORES FÜR HYPOTHEKENPFANDBRIEFE

	Datengrundlage: Bericht nach § 28 PfandBG und unter Berücksichtigung weiterer Regelungen im PfandBG	Datengrundlage: Informationskatalog von Moody's für die regelmäßigen Performance Overviews der Agentur
Überwiegend Eigenheimfinanzierungen	10 Prozent	3 Prozent
Gemische Hypothekenportfolien	24 Prozent	9 Prozent

Quelle: Moody's, Darstellung DZ BANK Research, Stand 2019

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 der 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“.

Im Rahmen der Europäischen Bankenunion hat die EZB im November 2014 die Aufsicht über einige, aber nicht alle, Pfandbriefbanken übernommen. Im Zuge 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 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:

- » 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.

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

BaFin hat im Insolvenzfall des Emittenten ebenfalls eine Schlüsselrolle

Informationsrechte und Eingriffsmöglichkeiten der BaFin

Wird die Rückübertragung von freiwilliger Überdeckung wahrscheinlicher?

Sachwalter führt das Pfandbriefgeschäft des insolvenzfreien Vermögens fort

Sachwalter 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 insolvenzfreies Vermögen 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 Hypothekendarlehen, 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.

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 aushebeln wollte. Eine Pfandbriefbank mit beschränkter Geschäftstätigkeit würde jedoch gut auf die von der EZB benutzte Definition für ein Abbauinstitut 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

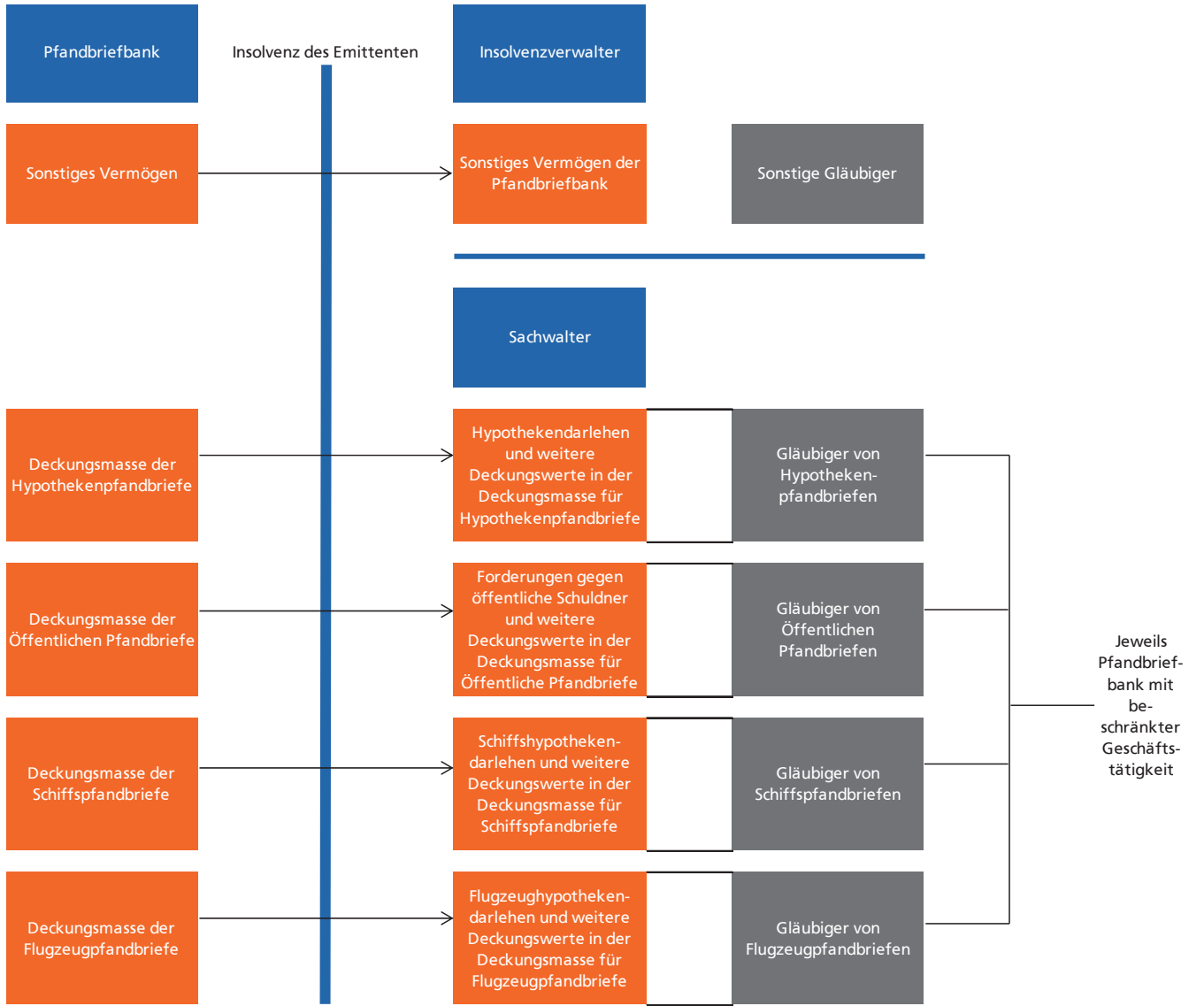
Übertragung der Deckungsmasse zusammen mit Pfandbriefen an dritte Pfandbriefbanken

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 zu Lasten 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, wenn Zahlungen anstehen? Die Regelungen im Pfandbriefgesetz mit einer Mindestüberdeckung und der Anforderung, die Liquidität der Deckungsmasse für die nächsten 180 Tage sicherzustellen, verschaffen dem Sach-

Operationelle Risiken: Wer verwaltet die Deckungsmasse?

walter 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.

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.

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 gegenüber der Pfandbriefbank mit beschränkter Geschäftstätigkeit 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.

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 gesondertes Insolvenzverfahren zu eröffnen. In diesem Fall würden die Pfandbriefe fällig gestellt und die Deckungsmasse 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,

Sonderbeauftragte mit Informationsrechten

Klare Zuständigkeiten

Beirat als Ratgeber für den Sachwalter

Eigenverwaltung der Deckungsmasse ist ein langwieriges Verfahren

wenn dies im Interesse der Gläubiger ist. Sollte sich der Gläubigerausschuss einstimmig dagegen aussprechen, würde das zuständige Gericht über die angeordnete Eigenverwaltung entscheiden. Die Abwicklung des Vermögens der Deckungsmasse im Rahmen der Eigenverwaltung ist eventuell langwieriger als ein normales Insolvenzverfahren, dafür sind möglicherweise höhere Verwertungsquoten zu erzielen. Die durch diese weitere Option geschaffene Flexibilität bei einer eventuell notwendigen Abwicklung einer Deckungsmasse dürfte hilfreich sein, wenn es darum geht, einen Notverkauf aufgrund einer Zwangsliquidierung der Vermögenswerte zu vermeiden.

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:

- » 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 der BaFin Pfandbriefbanken individuelle Überdeckungsniveaus 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.
- » Kunden der Pfandbriefbank, die sowohl Einlagen bei der Bank als auch einen Kredit bei ihr aufgenommen haben, könnten nach Insolvenz des Emittenten versuchen, gegenläufige Forderungen miteinander aufzurechnen. Diesem 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 reduziert.
- » Es dürfte bei den Pfandbriefbanken nicht die Regel sein, dass alle Zahlungsströme, die die Deckungsmasse betreffen, bereits vor Insolvenz des Emittenten in einem eigenen Rechnungskreis erfasst und auf einem separaten Verrechnungskonto verbucht werden. Insofern weisen die Ratingagenturen darauf hin, dass für die Deckungsmassen das Risiko besteht, dass nach Insolvenz der Pfandbriefbank der

Weitere Fragen im Zusammenhang mit der Insolvenz der Pfandbriefbank

Rücktransfer von Deckungswerten

Aufrechnungsrisiken

Vermischung der Zahlungsströme

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 gänzlich verloren zu gehen. Dieses Risiko wird aus unserer Sicht dadurch gemindert, dass der Sachwalter bereits vor Insolvenz der Pfandbriefbank bestellt werden kann. Er hätte dann Gelegenheit, entsprechende Vorkehrungen wie beispielsweise die Umleitung der Zahlungsströme rechtzeitig in die Wege zu leiten. Das 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. Dieses Risiko kann entstehen, wenn Zahlungseingänge mit dem restlichen Vermögen der Pfandbriefbank, insbesondere im Insolvenzfall der Bank, untrennbar vermischt werden und dadurch in der Insolvenzmasse schlimmstenfalls untergehen.

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

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.

Regelungen gegen rechtliche Restrisiken

Pfandbriefgesetz bietet sehr hohes Schutzniveau

TABELLARISCHE ZUSAMMENFASSUNG DES PFANDBRIEFGESETZES

Covered Bond Gattungen/ Bezeichnung	Hypothekendarlehen, Öffentliche Pfandbriefe, Schiffspfandbriefe, Flugzeugpfandbriefe
Emittent	Banken mit Pfandbrieflizenz
Transaktionsstruktur	Integriertes Modell
Besondere öffentliche Aufsicht	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)
Unabhängige, regelmäßige Kontrolle der Deckungsmasse	✓ (Treuhänder)
Hauptkategorie erlaubter Deckungswerte	Je nach Pfandbriefgattung Hypothekendarlehen, Forderungen gegen öffentliche Stellen, Schiffsforderungen oder Flugzeugfinanzierungen
Weitere erlaubte Deckungswerte	Für alle Pfandbriefgattungen: 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 (LTV-Limit)	Eigenheimfinanzierungen: 60 Prozent Gewerbeimmobilienfinanzierungen: 60 Prozent Schiffsforderungen: 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?	✗
Besondere Deckungsvorschriften	Der Anteil der Forderungen gegenüber einem Kreditinstitut darf 2% des Pfandbriefumlaufs nicht überschreiten Barwert der Derivate: höchstens 12 Prozent Anteil der Länder außerhalb des Europäischen Wirtschaftsraums (EWR), bei denen das Konkursvorrecht der Pfandbriefgläubiger nicht sichergestellt ist: höchstens 10 Prozent
Gesetzliche Mindestüberdeckung	2 Prozent (gestresster Barwert)
Stehen den Covered Bond Gläubigern auch Deckungswerte vorrangig zur Verfügung, die über die gesetzliche Mindestüberdeckung hinausgehen?	✓
Umlaufgrenze für Covered Bonds	✗
Deckungsrechnung / Kongruenz- und Liquiditätsvorschriften	Barwertige und nominale Deckungsanforderung, Einhaltung eines 180-Tage-Liquiditätspolsters
Stresstest bei Deckungsrechnung	✓
Besondere gesetzliche Regelungen zu Rückzahlungsmodalitäten der Covered Bonds	✗
Unabhängiger Verwalter der Deckungsmasse nach Insolvenz des Emittenten	Sachwalter kann nach Ermessen der BaFin auch vor Insolvenzeröffnung des Emittenten bestellt werden
Auswirkung einer Emittenteninsolvenz auf Covered Bonds	Weiterbedienung gemäß Emissionsbedingung
Artikel 52 (4) OGAW-Richtlinie erfüllt	✓
Erfüllen die Deckungswerte die Kriterien des Artikels 129 (1) CRR?*	✓ (Hypothekendarlehen, Öffentliche Pfandbriefe, Schiffspfandbriefe), ✗ (Flugzeugpfandbriefe)
Covered Bonds grundsätzlich LCR-fähig?*	✓
Covered Bonds grundsätzlich EZB-repofähig?	✓
Covered Bonds sind grundsätzlich von einem Bail-in ausgenommen?*	✓

Quelle: European Covered Bond Council (ECBC), DZ BANK Research, EZB = Europäische Zentralbank, EWR = Europäischer Wirtschaftsraum, * siehe hierzu auch den Abschnitt „Aufsichtsrechtliche Behandlung von Pfandbriefen“ am Ende dieser Studie, ** unbesicherte Forderungen der Covered Bond Gläubiger können eventuell von einem Bail-in betroffen sein, ✓ = ja, ✗ = nein

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 Hypothekendarlehensgesetzes fort, auch wenn die Frequenz der Novellierungen des Pfandbriefgesetzes im Vergleich zu den Zeiten des Hypothekendarlehensgesetzes 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 ein gewisser Anpassungsbedarf für das deutsche Pfandbriefgesetz ab, um den Status der Hypothekendarlehensbriefe, Öffentlichen Pfandbriefe und Schiffspfandbriefe als European Covered Bonds (Premium) sicherzustellen. Dies belegt nach diesseitiger Meinung, dass aufgrund der regelmäßigen Anpassungen des Pfandbriefrechts ein modernes Rahmenwerk erhalten wird, welches 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 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, wie zum Beispiel hinsichtlich Emissionsvolumen und Bonitätsnoten. Für einiges Aufsehen hat eine Veröffentlichung der EBA vom 22. September 2017 gesorgt (Single Rulebook Q&A, siehe hier). 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 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 Pfandbriefs
Kriterien des Artikels 52 (4) OGAW-Richtlinie erfüllt?	
Erfüllen die Deckungswerte die Kriterien des Artikels 129 (1) CRR?	Ja (Hypothekendarlehen, Öffentliche Pfandbriefe, Schiffspfandbriefe), Nein (Flugzeugdarlehen)
Grundsätzlich LCR-fähig?	Grundsätzlich ja, aber Pfandbriefe, die mit Flugzeug-, Gewerbeimmobilien- oder Schiffsforderungen 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.

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.

Definition der Deckungswerte**Transparenzanforderungen müssen ebenfalls eingehalten werden****PFANDBRIEFE SIND MÜNDELSICHERE GELDANLAGEN NACH DEUTSCHEM RECHT**

Mündelgeld gehört zum Vermögen eines Mündels, welches von dessen Vormund nur besonders sicher (mündelsicher) angelegt werden darf. Die Anlage muss in Anlageformen erfolgen, die vom Gesetzgeber als mündelsicher erklärt worden sind. Mündelsicher sind in Deutschland nach §1805ff BGB alle Vermögensanlagen, bei denen Verluste der Anlage in der Vorstellung des Gesetzgebers praktisch ausgeschlossen sind. Dazu zählen neben Staatsanleihen auch deutsche Pfandbriefe.

Bis 1940 war die Mündelsicherheit für Pfandbriefe innerhalb Deutschlands uneinheitlich geregelt. Mit der Mündelsicherheitsverordnung vom 7. Mai 1940 wurden alle Pfandbriefe und Kommunalobligationen in Deutschland als mündelsicher anerkannt. Zuvor gab es Unterschiede zwischen Pfandbriefen von süd- und norddeutschen Emittenten. Im Süden waren die Pfandbriefe der meisten Hypothekenbanken, aber nur im Ausnahmefall auch Kommunalobligationen, als mündelsicher anerkannt. Demgegenüber genossen im Norden die meisten Kommunalobligationen dieses Privileg, das jedoch nur im Ausnahmefall den Pfandbriefen der Hypothekenbanken gewährt wurde.

Quelle: Bellinger/ Kerl (1995) „Hypothekendarlehen – Kommentar“

ANHANG: BEGRIFFE, KONZEPTE UND ENTWICKLUNGEN AUS MEHR ALS 250 JAHREN PFANDBRIEFGESCHICHTE

Eine kurze Geschichte des Pfandbriefs

Die Ursprünge des heutigen Pfandbriefrechts lassen sich bis zur Kabinettsorder des preußischen Königs Friedrich II vom 29. August 1769 zurückverfolgen. Dementsprechend konnte der Pfandbrief 2019 seinen 250. Geburtstag feiern, auch wenn die erste Pfandbriefemission erst im Dezember 1770 durch die Schlesischen Landschaft erfolgte. Eine vollständige Darstellung der interessanten Geschichte des Pfandbriefs würde den Rahmen dieser Studie sprengen. In der Festschrift „Der Pfandbrief 1769-2019 – Von der preußischen Finanzinnovation zur Covered Bond Benchmark“ von Friederike Sattler und Fritz Engelhard wird die bewegte Geschichte des Pfandbriefs sehr anschaulich und ausführlich beschrieben. Dieser Festschrift haben wir ein paar Highlights entnommen, die wir im Rahmen dieser Ausarbeitung nicht unerwähnt lassen möchten.

Seit August 1769 hat sich das Pfandbriefrecht häufig gewandelt, um erfolgreich zu bleiben. Die Pfandbriefe von 1769 und heute unterscheiden sich deshalb recht stark voneinander. Viele der heute als selbstverständlich geltenden Regelungen sind gemessen an der langen Geschichte des Pfandbriefs erst jung. Einige von ihnen sind erst mit dem im Jahr 2005 erlassenen Pfandbriefgesetz (PfandBG) aufgenommen beziehungsweise in dessen zahlreichen Novellierungen später eingeführt worden. Zum Beispiel wurden die rechtlichen Grundlagen für den Flugzeugpfandbrief erst 2009 in das PfandBG aufgenommen. Die Transparenzvorschriften wurden 2005 als Ausgleich für die Aufgabe des Spezialbankprinzips geschaffen und 2009 zum ersten Mal erweitert. Ebenfalls im Jahr 2009 wurde die Vorschrift für die 180-Tage-Liquidität innerhalb der Deckungsmasse im PfandBG festgeschrieben sowie eine klarere Trennung der Insolvenz- und Deckungsmasse vorgenommen, die seither als insolvenzfreies Vermögen bezeichnet wird. Erst 2010 wurde im §30 PfandBG das Trennungsprinzip bei Insolvenz der Pfandbriefbank und die Bezeichnung des Pfandbriefprogramms als „Pfandbriefbank mit beschränkter Geschäftstätigkeit“ eingeführt. Darüber hinaus wurde in besagtem Jahr im §36a PfandBG auch die Verbindung zwischen Pfandbrief- und Restrukturierungsrecht geschaffen. Eine weitere wichtige Änderung im PfandBG wurde schließlich 2014 erlassen, mit der die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) per Verwaltungsakt die Höhe der Überdeckung für eine Pfandbriefbank individuell festlegen darf.

In der europäischen Abwicklungsrichtlinie von 2014 – EU-Richtlinie zur Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten (Bank Recovery and Resolution Directive, BRRD) – wurden Regelungen zur Gläubigerbeteiligung (Bail-in) im Rahmen einer eventuellen Rettung eines Kreditinstitutes geschaffen. Für gedeckte Bankanleihen beziehungsweise Verbindlichkeiten einer Bank, die mit Sicherheiten unterlegt sind gilt eine Ausnahme. Covered Bonds können nicht zu einem Bail-in herangezogen werden. Ausschließlich die unbesicherten Forderungen der Covered Bond Gläubiger können eventuell von einem Bail-in betroffen sein. Eine Unterdeckung der Covered Bonds wäre jedoch nicht mit den gesetzlichen Bestimmungen vereinbar, die in der Regel sogar eine Überdeckung der Anleihen vorsehen. Diese Ausnahme von einem allgemeinem Bail-in bescherte deutschen Pfandbriefen und anderen gedeckten Anleihen aus Europa viel Lob von den Ratingagenturen, die sich positiv auf ihre Bonitätsnoten ausgewirkt haben. Ähnlich wie die Bail-in-Regeln waren viele der genannten Änderungen im Aufsichtsrecht für Banken Reaktionen auf die Finanz- und Staatsschuldenkrise in den Jahren nach 2008.

Wurzeln des Pfandbriefrechts reichen 250 Jahre zurück

Große Unterschiede zwischen damals und heute belegen die Anpassungsfähigkeit des Pfandbriefs

Ausnahmeregel für Bail-in unterstützt Covered Bond Ratings

Umwandlung von Pfandbriefen in Aktien während der großen Hypothekenbankkrise nach 1900

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 Hypothekengesetz (HBG) unzulässig gewesen waren. 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. Die heutigen Bail-in-Regeln schließen jedoch eine Verlustbeteiligung der besicherten Teile von Covered Bond Gläubigern im Regelfall aus. Pfandbriefgläubiger haben keinen Verlust erlitten, wenn die Kursgewinne bei den Bankaktien, die sich allerdings erst später nach den Bankenrettungen eingestellt haben, berücksichtigt und entsprechend gegengerechnet werden.

Quelle: DZ BANK Research auf Grundlage des Artikels von Tim Lassen „Lehren aus der Hypothekenbankkrise von 1900“ in Immobilien & Finanzierungen Ausgabe 18 – 2003

Neben den Reaktionen der Gesetzgeber auf aktuelle Entwicklungen gab es oft genug einen starken Gestaltungswillen mit dem Ziel, das Pfandbriefrecht kontinuierlich zu verbessern. Nicht selten bilden Regelungen in Nachbarländern das Vorbild für Gesetzesänderungen in Deutschland oder umgekehrt. Schon seit 1769 wandern die Covered Bond Ideen zwischen den Ländern Europas und dienen wechselseitig als Inspiration. Es blieben aber auch Unterschiede bestehen, sodass der Wunsch nach Harmonisierung in den 70er Jahren immer deutlicher formuliert wurde. Es brauchte dann noch einige Zeit, bis im Rahmen einer internationalen Konferenz in München 1981 über eine europaweite Harmonisierung des Pfandbriefrechts diskutiert wurde. Diese Idee wurde in einer Folgekonferenz, die 1984 am Chiemsee stattfand, weiterentwickelt, indem Kernelemente für eine europäische Pfandbrief-Richtlinie ausgearbeitet wurden. Der erste Anlauf für eine europäische Richtlinie scheiterte jedoch in den 80er Jahren. Allerdings wurde 1985 auf Grundlage der geleisteten Vorarbeiten und Diskussionen in der OGAW-Richtlinie (Richtlinie zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren) eine Definition für gedeckte Bankschuldverschreibungen aufgenommen, die seither eine zentrale Rolle für die aufsichtsrechtliche Behandlung von Covered Bonds spielte. Mit der Umsetzung des europäischen Harmonisierungspakets werden die berühmten OGAW-Kriterien nach mehr als 35 Jahren durch die EU-Covered-Bond-Richtlinie ersetzt. Der Geist vom Chiemsee führte jedoch nicht nur zu den OGAW-Kriterien, sondern im Jahr 1992 auch zur Gründung des Pfandbriefausschusses (Mortgage Bond Committee) im Europäischen Hypothekenverband (European Mortgage Foundation), aus dem 2004 das European Covered Bond Council (ECBC) hervorging. Letztlich war es das ECBC, welches stark für das Regulierungspaket zur Harmonisierung der Covered Bond Gesetze in der Europäischen Union geworben hat.

Gestaltungswille führte zum Regulierungspaket zur Harmonisierung europäischer Covered Bond Gesetze

Im Rahmen des Harmonisierungspakets wurde die Idee von European Secured Notes (ESN) nicht berücksichtigt. Die vom ECBC entwickelte Idee zu ESN sieht wie bei einem Covered Bond einen besicherten Anspruch gegen eine Bank vor (Dual Recourse). Allerdings wären als Sicherheiten Infrastrukturprojekte und Forderungen gegen kleine und mittelständische Unternehmen (KMU-Darlehen) zulässig. Möglicherweise wird es in

European Secured Notes wurden in der EU-Covered-Bond-Richtlinie nicht berücksichtigt

den kommenden Jahren noch einen weiteren Versuch zur Schaffung dieser Assetklasse geben. Die Corona-Krise hat im ersten Halbjahr 2020 deutlich gezeigt, dass die Spreaddifferenzierung zwischen Covered Bonds und unbesicherten Bankanleihen groß genug gewesen ist, um ein Produkt wie ESN sinnvoll einzusetzen. Zu hoffen bleibt, dass dem ESN-Projekt mehr Erfolg beschieden sein wird als den bisherigen Versuchen, die knapp 100 Jahre zurückreichen. Bereits in der Weimarer Republik wurde nämlich in Deutschland versucht, eine Industrieschaft nach Vorbild der Land- und Stadtschaften als Selbsthilfeeinrichtung für kleine und mittlere Industriebetriebe ins Leben zu rufen, die dann Pfandbriefe aufgelegt hätte. Der Versuch scheiterte damals letztlich daran, dass der Wert eines Industriebetriebes stärkeren Schwankungen unterliegt als jene von Grundstücken und Gebäuden. Daher wären laufende Neubewertungen des Vermögens der Industrieunternehmen notwendig gewesen, die sich letztlich auf den Beleihungsrahmen und mithin auf die Möglichkeit, Pfandbriefe aufzulegen, ausgewirkt hätten. Einzig die Industrieschaft Sächsische Landespfandbriefanstalt, eine gemeinnützige Anstalt öffentlichen Rechts, bildete dank strenger Kreditvergabestandards und einer Garantie Sachsens für die ausgegebenen Pfandbriefe eine Ausnahme.

Seit 1995 gibt es Jumbo-Pfandbriefe

Der Grundstein für den Markt für Jumbo-Pfandbriefe wurde mit der Neuemission der Frankfurter Hypothekenbank am 26. Mai 1995 gelegt. Der Öffentliche Pfandbrief hatte anfangs ein Volumen von 500 Mio. D-Mark, welches in den ersten Monaten auf 1 Mrd. D-Mark aufgestockt wurde. Der Vertrieb von Pfandbriefen war bis zu diesem Zeitpunkt stark auf deutsche Investoren fokussiert, wobei die Emissionsvolumina der einzelnen Pfandbriefe selten über 200 Mio. D-Mark hinausgingen. Das Umlaufvolumen des Pfandbriefmarktes, welches Ende 1994 bereits beachtliche 564 Mrd. Euro (umgerechnet 1,1 Bio. D-Mark) betrug, verteilte sich auf etwa 16.000 einzelne Anleihen. Das durchschnittliche Emissionsvolumen pro Pfandbrief betrug damit in etwa 70 Mio. D-Mark. Der Pfandbriefmarkt galt deshalb als unübersichtlich. Mit mehr Preis- und Markttransparenz sollten neue Investoren, vor allem außerhalb von Deutschland, für den Pfandbrief gewonnen werden. Die Idee, großvolumige Anleihen anzubieten, für die der Emittent wie im Falle der Frankfurter Hypothekenbank versprach, ausführbare Rückkaufkurse bis zu einem Volumen von 10 Mio. D-Mark pro Anfrage zu stellen, traf den Nagel auf den Kopf.

Die Idee des Jumbo-Pfandbriefs traf den Nagel auf den Kopf

Der Frankfurter Hypothekenbank folgten weitere Pfandbriefemittenten. Zunächst legte die Bayerische Vereinsbank am 27. Juli 1995 einen zehnjährigen Hypothekenspfandbrief im Volumen von 500 Mio. D-Mark auf, dessen Nennwert innerhalb weniger Monate auf 2 Mrd. D-Mark erhöht wurde. Für diese Anleihe verpflichtete sich der Emittent, Geld- und Briefkurse für Anfragen bis zu 50 Mio. D-Mark zu stellen, wobei die Differenz zwischen An- und Verkaufskurs lediglich 10 Pfennig betrug. Beim Vertrieb dieser Anleihe wurde zum ersten Mal der Namenszusatz „Jumbo“ verwendet. Der nächste Meilenstein wurde am 21. August 1995 von der Deutschen Pfandbriefbank (Depfa) mit der Begebung eines Öffentlichen Pfandbriefs mit einer Laufzeit von fünf Jahren und einem Volumen von 3 Mrd. D-Mark gesetzt. Das Besondere an diesem Pfandbrief war, dass die Anleihe nicht wie sonst üblich vom Emittenten vertrieben wurde, sondern über ein Bankenkonsortium syndiziert an den Markt gebracht wurde. Damit gab es sehr schnell Jumbos im Format von Hypothekenspfandbriefen und Öffentlichen Pfandbriefen. Der erste Jumbo-Schiffspfandbrief wurde erst am 8. Januar 2008 von der HSH Nordbank aufgelegt.

Meilensteine im Jumbo-Markt

DER NAMENSZUSATZ „JUMBO“ WAR GUT GEWÄHLT

Das Wort „Jumbo“ wird als Synonym für Größe verwendet. Die Boeing 747, deren Konterfei der Verband deutscher Pfandbriefbanken eine gewisse Zeit in seiner Werbung benutzt hat, wird auch als Jumbo-Jet bezeichnet und ist das größte Modell des amerikanischen Flugzeugherstellers. Populär wurde der Begriff durch einen Elefantenbullen, der im 19. Jahrhundert in den Zoos von Paris und London für Furore sorgte und angeblich so genannt wurde. Auf Swahili bedeutet „Jambo“ so viel wie „Hallo“. Auch vor diesem Hintergrund passt der Namenszusatz „Jumbo“ für großvolumige Pfandbriefe, weil die Emittenten insbesondere bei Investoren außerhalb von Deutschland auf ihre Papiere aufmerksam machen wollten.

Quelle: Wikipedia, Darstellung DZ BANK Research

Der Markt für Jumbo-Pfandbriefe wuchs in den ersten Monaten rasant und erreichte Ende März 1996 bereits ein Volumen von 71,5 Mrd. D-Mark. Der Verband deutscher Hypothekenbanken (VDH) legte daher im März 1996 Mindestanforderungen an Jumbo-Pfandbriefe fest, zu denen die folgenden Punkte gehörten: Der börsennotierte Pfandbrief musste festverzinslich und endfällig (Hard Bullet) sein sowie ein Volumen von mindestens 1 Mrd. D-Mark aufweisen. Das Umlaufvolumen durfte nicht durch Rückkäufe des Emittenten unter diese Schwelle fallen. Mindestens drei der an der Emission der Anleihe beteiligten Syndikatsbanken mussten für diesen Pfandbrief einen Markt gewährleisten (Market Making), bei dem ausführbare Geld- und Briefkurse für Kundenanfragen in Höhe von 25 Mio. D-Mark pro Ticket gestellt werden mussten. Diese Kriterien, insbesondere die Vorgaben für das Market Making, wurden im Laufe der Zeit mehrmals und grundlegend reformiert. Vor allem in Krisenzeiten haben sich die Regelungen zum Market Making sogar als schädlich herausgestellt, sodass sie heute im Kern auf die Ursprungsidee – ausführbare Geldkurse für Investoren – reduziert wurden.

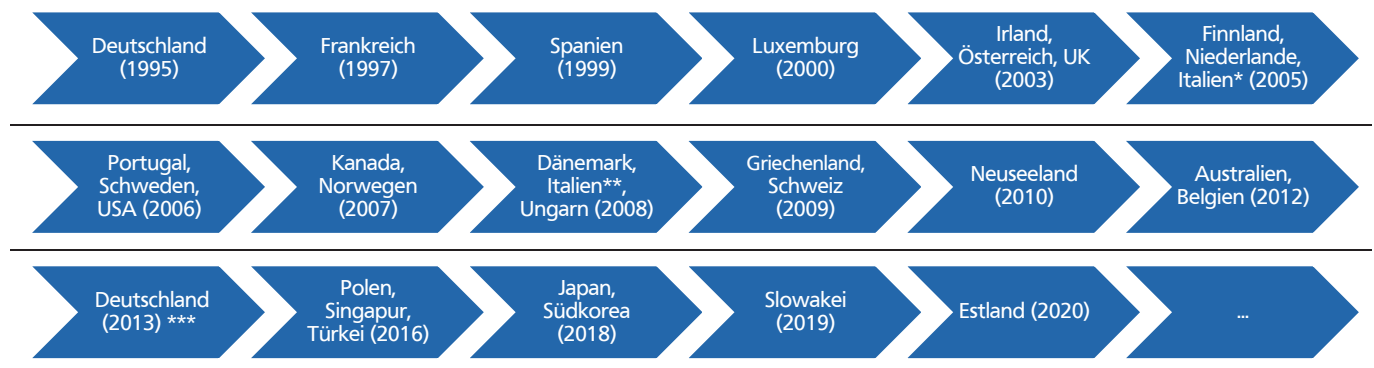
Die Euro-Einführung dürfte die Entwicklung des Jumbo-Pfandbriefs begünstigt haben, weil für Investoren innerhalb der Eurozone sämtliche Währungsrisiken beim Kauf von auf Euro lautenden Pfandbriefen wegfielen und damit das Interesse von Investoren am Pfandbrief auch außerhalb Deutschlands wuchs. Insgesamt ist es mit dem Jumbo gelungen, die Investorenbasis für Pfandbriefe aus Deutschland zu verbreitern. Der VDH, der Vorgänger des Verbands deutscher Pfandbriefbanken, legte 1996 Zahlen vor, nachdem rund 11 Prozent des Pfandbriefvolumens in den Händen von Investoren mit Sitz außerhalb von Deutschland lagen (Stand Ende 1995). Ausgehend von diesem Niveau ist die Nachfrage von internationalen Anlegern bereits von Ende 1995 auf Ende 1996 deutlich gestiegen. Im ersten Quartal 2020 wurde ein Anteil von rund 37 Prozent des Neuemissionsvolumens von Euro-Benchmark-Pfandbriefen an Investoren außerhalb von Deutschland, Österreich und der Schweiz platziert. Die Statistiken sind nicht direkt miteinander vergleichbar, weil sich die Zahlen aus den 90er Jahren auf Anleihebestände und die aktuellen Zahlen nur auf großvolumige Neuemissionen beziehen. Laut Schätzungen des VDH auf Grundlage von Daten der Bundesbank wurden 1996 allerdings rund 20 Prozent der neuen Jumbo-Pfandbriefe an ausländische Investoren verkauft. Es lässt sich daher unserer Meinung nach festhalten, dass mit dem Jumbo die Investorenbasis für Pfandbriefe bis zum heutigen Tag stärker international diversifiziert werden konnte.

Mit der zunehmenden Internationalisierung der Investorenbasis verbreitete sich auch die Pfandbriefidee als besicherte Anleihe (Covered Bond) in anderen Länder. Eine detaillierte Darstellung dieser Entwicklung würde den Rahmen dieser Studie sprengen. Deshalb sollen an dieser Stelle ein paar Zahlen die Internationalisierung des Covered

Erste ausformulierte Branchenstandards im März 1996**Anstehende Euro-Einführung begünstigte die Ansprache internationaler Investoren****Pfandbriefidee verbreitete sich in vielen Ländern**

Bond Marktes skizzieren. Ende 1998 stammten die Emittenten im iBoxx € Covered Index entweder aus Deutschland oder Frankreich, wobei die deutschen Emittenten mit 94% des Indexvolumens deutlich dominierten. Der Marktanteil der deutschen Emittenten ging seit 1998 peu à peu zurück. Immer wieder wurden entweder neue Covered Bond Gesetze geschaffen (zum Beispiel Luxemburg oder Irland), die dann von Banken genutzt wurden. In anderen Ländern wurden strukturierte Covered Bond Programme (gedeckte Bankanleihen, die die Eigenschaften von Pfandbriefen auf Grundlage von Vertragsrecht nachahmten) von Finanzinstituten kreiert, in denen dann später über ein verbindliches Gesetz allgemeine Standards für Covered Bonds gesetzt wurden (zum Beispiel Großbritannien und die Niederlande). Die neuen Emittenten legten in der Regel Anleihen im Jumbo-Format – mit einem Emissionsvolumen von 1 Mrd. Euro – auf.

ENTWICKLUNG DES MARKTES FÜR EURO-BENCHMARK-COVERED-BONDS SEIT DEM JUMBO-PFANDBRIEF
JAHRESZAHL BEZIEHT SICH AUF DIE ERSTE EURO-BENCHMARK-COVERED-BOND-NEUEMISSION AUS DEM JEWEILIGEN LAND



Quelle: DZ BANK Research, * Anleihen der Cassa Depositi e Prestiti, die dem Covered Bond Markt zugerechnet wurden; ** gedeckte Bankanleihen (Obbligazioni Bancarie Garantite, OBG) auf Grundlage des allgemeinen Covered Bond Gesetzes, *** strukturierter Covered Bond, der mit Forderungen gegen kleinen und mittelständischen Unternehmen besichert war

Mit Einführung des Euros wurde das Mindestvolumen für einen Jumbo auf 1 Mrd. Euro (umgerechnet rund 1,96 Mrd. D-Mark) als neuer Marktstandard erhöht. In der Finanzkrise 2008/ 2009 bildete sich jedoch eine weitere Branchenübereinkunft heraus, der von der Europäischen Zentralbank stark beeinflusst wurde. Für ihr erstes Covered Bond Kaufprogramm (CBPP1) legt sie fest, dass CBPP1-fähige Covered Bonds ein Emissionsvolumen von mindestens 500 Mio. Euro aufweisen mussten. Während des von Mitte 2009 bis Mitte 2010 laufenden Programms wurde der Begriff Jumboliño für festverzinsliche gedeckte Anleihen mit einem Nennwert von 500 Mio. Euro geprägt. Inzwischen werden diese Anleihen als Benchmark-Covered-Bonds allgemein anerkannt.

Vom Jumbo zum Jumboliño und zur Benchmark

Glossar zu Begriffen aus über 250 Jahre Pfandbriefgeschichte

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

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

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

Moderne Pfandbriefe gemäß Pfandbriefgesetz (nach 2005)

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

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

Marktrelevante Unterscheidungskriterien für Pfandbriefe

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

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

Quelle: Verband deutscher Pfandbriefbanken, DZ BANK Research

Besonderen Rückzahlungsvereinbarungen bei Pfandbriefen in den vergangenen 250 Jahren

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

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

Pfandbriefe mit gesellschaftlichem Einfluss

ESG Pfandbrief	Die Emissionserlöse von ESG Pfandbriefen werden zur Finanzierung von öffentlichen Projekten oder Immobilienfinanzierungen verwendet, die einer recht breiten Definition nachhaltiger Kriterien genügen (Environmental, Social & Governance, ESG). Die Pfandbriefe sind mit der gleichen Deckungsmasse wie alle anderen Anleihen dieser Gattung besichert.
Grüner Pfandbrief	Der Verband deutscher Pfandbriefbanken hält das Recht an der Wortmarke „grüner Pfandbrief“ (www.gruenerpfandbrief.de). Bislang gibt es ausschließlich grüne Hypothekpfandbriefe, deren Emissionserlöse vor allem in die Finanzierung besonders energieeffizienter Gebäude fließen. Auch die grünen Pfandbriefe beziehen sich wie ESG Pfandbriefe auf dieselbe Deckungsmasse wie alle anderen Anleihen der gleichen Gattung.
Rentenbriefe	Siehe oben unter „Pfandbriefe vor Einführung des Pfandbriefgesetzes (bis 2005)“
Sozialpfandbrief	Sozialpfandbriefe waren Pfandbriefe und Kommunalobligationen, deren Erlöse zu mindestens 90 Prozent in die Förderung des sozialen Wohnungsbaus flossen. Sie dienten in der Nachkriegszeit der Linderung der Wohnungsnot in Deutschland. Mit dem ersten Gesetz zur Förderung des Kapitalmarktes wurden 1952 die Zinsen der Sozialpfandbriefe von der Steuer befreit. Die steuerlich begünstigten Sozialpfandbriefe wurden bereits alle zurückgezahlt.

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

ANLEIHEÜBERSICHT

EURO-BENCHMARK- UND SUB-BENCHMARK-PFANDBRIEFE

	ISIN	Fälligkeitsdatum	Rückzahlungstyp*	Kupon (in Prozent)	Emissionsvolumen (in Mio. Euro)	Indikative Swapsreads (in Basispunkten)	LCR-Kategorie
DZ HYP	DE000A2883Y4	05.10.2020	Hard Bullet	0,010%	250	-5	2A
DZ HYP	DE000A2883Z1	04.01.2021	Hard Bullet	0,010%	250	-15	2A
DZ HYP	DE000A12T606	21.01.2021	Hard Bullet	0,250%	500	-15	1
DZ HYP	DE000A11QBA6	21.07.2021	Hard Bullet	0,875%	500	-8	1
DZ HYP	DE000A2TSD63	23.08.2021	Hard Bullet	0,010%	300	2	2A
DZ HYP	DE000A2TSD22	13.01.2022	Hard Bullet	0,010%	250	1	2A
DZ HYP	DE000A1MLZQ1	29.03.2022	Hard Bullet	2,500%	500	-2	1
DZ HYP	DE000A11QA72	24.06.2022	Hard Bullet	1,250%	325	6	2A
DZ HYP	DE000A14KK32	29.07.2022	Hard Bullet	0,500%	500	-3	1
DZ HYP	DE000A14KKJ5	30.09.2022	Hard Bullet	0,125%	500	-2	1
DZ HYP	DE000A161ZU5	24.03.2023	Hard Bullet	0,200%	500	0	1
DZ HYP	DE000A2G9HC8	30.06.2023	Hard Bullet	0,250%	500	-3	1
DZ HYP	DE000A161ZL4	27.10.2023	Hard Bullet	0,625%	500	-2	1
DZ HYP	DE000A2TSD55	29.01.2024	Hard Bullet	0,010%	750	-1	1
DZ HYP	DE000A2BPJ45	01.03.2024	Hard Bullet	0,125%	500	0	1
DZ HYP	DE000A13SWZ1	05.06.2024	Hard Bullet	0,625%	500	-1	1
DZ HYP	DE000A12UGG2	18.09.2024	Hard Bullet	1,125%	750	0	1
DZ HYP	DE000A2AAW12	06.12.2024	Hard Bullet	0,050%	500	-1	1
DZ HYP	DE000A14J5C9	26.02.2025	Hard Bullet	0,625%	250	13	2A
DZ HYP	DE000A2AASB4	06.06.2025	Hard Bullet	0,375%	750	0	1
DZ HYP	DE000A2G9HE4	13.11.2025	Hard Bullet	0,500%	1.000	-1	1
DZ HYP	DE000A161ZQ3	02.02.2026	Hard Bullet	0,750%	875	2	1
DZ HYP	DE000A14KKM9	31.03.2026	Hard Bullet	0,375%	500	1	1
DZ HYP	DE000A2BPJ78	16.06.2026	Hard Bullet	0,500%	500	2	1
DZ HYP	DE000A2AAX45	31.08.2026	Hard Bullet	0,100%	500	3	1
DZ HYP	DE000A2AAW53	30.09.2026	Hard Bullet	0,500%	500	3	1
DZ HYP	DE000A2TSDW4	15.01.2027	Hard Bullet	0,010%	1.000	2	1
DZ HYP	DE000A14J5J4	01.04.2027	Hard Bullet	0,500%	750	3	1
DZ HYP	DE000A2G9HD6	30.06.2027	Hard Bullet	0,750%	500	2	1
DZ HYP	DE000A2BPJ86	30.08.2027	Hard Bullet	0,625%	750	4	1
DZ HYP	DE000A2TSDY0	12.11.2027	Hard Bullet	0,010%	500	3	1
DZ HYP	DE000A2GSP56	22.03.2028	Hard Bullet	0,875%	750	5	1
DZ HYP	DE000A289PA7	23.06.2028	Hard Bullet	0,010%	1.000	3	1
DZ HYP	DE000A2G9HL9	30.01.2029	Hard Bullet	0,875%	750	5	1
DZ HYP	DE000A2TSDV6	29.06.2029	Hard Bullet	0,050%	750	4	1
DZ HYP	DE000A13SR38	18.01.2030	Hard Bullet	0,875%	750	4	1
DZ HYP	DE000A2NB841	17.04.2034	Hard Bullet	0,875%	500	8	1
DZ HYP	DE000A2TSDZ7	10.11.2034	Hard Bullet	0,375%	500	8	1
DZ HYP	DE000A2BPJ60	23.03.2037	Hard Bullet	1,375%	250	19	2A

Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research, Hard Bullet = ohne mögliche Fälligkeitsverschiebung; Spreadsdaten mit Stand 2. September 2020, 10:00 Uhr

I. Impressum

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

Herausgeber:
DZ HYP AG

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

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

Homepage: www.dzhyp.de
E-Mail: info@dzhyp.de

Vertreten durch den Vorstand:
Dr. Georg Reutter (Vorsitzender), Jörg Hermes, Manfred Salber

Generalbevollmächtigte: 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:
Anke Wolff, Bereichsleiterin Kommunikation,
Marketing & Veranstaltungen

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



II. Pflichtangaben für Sonstige Research-Informationen und weiterführende Hinweise

1. Verantwortliches Unternehmen

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

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

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

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 Anleiherträge vor Abzug von Steuern, Vergütungen, Gebühren und sonstigen Kosten für den Erwerb. Die nicht ermittelte, gegebenenfalls deutlich geringere, Netto-Rendite eines konkreten Engagements misst dagegen den Erfolg eines Engagements unter Berücksichtigung / Abzug dieser Werte und Aufwendungen.

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

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

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

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

4.6 Derivate

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

4.7 Rohstoffe

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

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

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

4.8 Credit Trend Emittenten

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

5. Aktualisierungen und Geltungszeiträume für Sonstige Research Informationen

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

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

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

5.3 Die Geltungszeiträume für Sonstige Research-Informationen sind bei:

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

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

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

6. Vermeidung und Management von Interessenkonflikten

6.1 Das DZ BANK Research verfügt über eine verbindliche Conflicts of Interest Policy, die sicherstellt, dass relevante Interessenkonflikte der DZ BANK, der DZ BANK Gruppe, der Analysten und Mitarbeiter des Bereichs Research und Volkswirtschaft und der ihnen nahestehenden Personen vermieden werden oder, falls diese faktisch nicht vermeidbar sind, angemessen identifiziert, gemanagt, offengelegt und überwacht werden. Wesentliche Aspekte dieser Policy, die kostenfrei unter www.dzbank.de/Pflichtangaben 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 Singapore Branch, nicht aber von anderen Personen, gebracht und dort ausschließlich an ‚accredited investors‘, and / oder ‚expert investors‘ weitergegeben und von diesen genutzt werden.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Ergänzende Information von Markit Indices Limited

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

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

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

ANSCHRIFTEN DER DZ HYP

Hauptstandort Hamburg

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

Hauptstandort Münster

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

Gewerbekunden

Immobilienzentrum Berlin

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

Immobilienzentrum Düsseldorf

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

Immobilienzentrum Frankfurt

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

Immobilienzentrum Hamburg

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

Immobilienzentrum München

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

Immobilienzentrum Stuttgart

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

Regionalbüro Hannover

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

Regionalbüro Kassel

Rudolf-Schwander-Str. 1
34117 Kassel
Tel.: +49 561 602935-23

Regionalbüro Leipzig

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

Regionalbüro Mannheim

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

Regionalbüro Münster

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

Regionalbüro Nürnberg

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

Institutionelle Kunden

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

ANSCHRIFTEN DER DZ HYP FORTSETZUNG

Wohnungswirtschaft

DZ HYP Berlin

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

DZ HYP Düsseldorf

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

DZ HYP Frankfurt

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

DZ HYP Hamburg

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

DZ HYP München

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

DZ HYP Stuttgart

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

Privatkunden

DZ HYP Berlin

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

DZ HYP Düsseldorf

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

DZ HYP Frankfurt

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

DZ HYP Hamburg

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

DZ HYP München

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

DZ HYP Stuttgart

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

Öffentliche Kunden

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

DZ HYP AG

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

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

dzhyp.de