Genossenschaftliche FinanzGruppe
Volksbanken Raiffeisenbanken

Eine Fachthemenreihe der DZ HYP | September 2022

DER DEUTSCHE PFANDBRIEFMARKT 2022 | 2023

Anhaltend hohes Investorenvertrauen – Pfandbriefgesetz erfolgreich reformiert

dzhyp.de

DZ HYP

INHALT

2 Vorwort

4 Marktentwicklungen

23 Rechtliche Grundlagen

46 Aufsichtsrechtliche Behandlung im europäischen Wirtschaftsraum

53 Unsere Einschätzung

54 Glossar zu Begriffen aus über 250 Jahren Pfandbriefgeschichte

57 Anleiheübersicht

58 Impressum

63 Standorte der DZ HYP

VORWORT

Sehr geehrte Damen und Herren,

das Neuemissionsvolumen großvolumiger Pfandbriefe ist in diesem Jahr auf das Niveau von vor Ausbruch der Corona-Pandemie zurückgekehrt. Investoren vertrauen insbesondere in Krisenzeiten auf deren Sicherheit. Dies zeigt sich umso mehr, da mit dem Einmarsch russischer Truppen in die Ukraine am 24. Februar 2022 in Europa nach vielen Jahren des Friedens wieder ein Krieg ausgebrochen ist. Damit verbunden sind tiefgreifende wirtschaftliche Belastungen und Unsicherheiten. Daneben begleitet uns immer noch die Corona-Pandemie. Auch wenn ihre direkten Auswirkungen während der Sommermonate kaum spürbar sind, zeigt sich auch in ihrem dritten Jahr, wie fragil die internationalen Lieferketten sind und wie schnell sich Engpässe am anderen Ende der Welt in Europa niederschlagen können.

In diesem Umfeld hat sich einmal mehr bewiesen, dass der Pfandbrief unverändert ein bewährtes Refinanzierungsinstrument ist. Trotz hoher Volatilität an den internationalen Aktien- und Rentenmärkten im Jahr 2022 haben sich die Risikoaufschläge deutscher Pfandbriefe seit Jahresbeginn nur leicht erhöht und im Vergleich zu anderen internationalen gedeckten Bankanleihen (Covered Bonds) in der Regel besser entwickelt. Die strengen gesetzlichen Vorgaben für Pfandbriefe dürften ein wichtiger Grund für das Investorenvertrauen sein. Zum 8. Juli 2022 sind die bereits im Vorjahr beschlossenen Änderungen zum Pfandbriefgesetz in Kraft getreten, mit der die Umsetzung der Europäischen Covered Bond Richtlinie in deutsches Recht vollendet wurde. Die neuen europäischen Standards sorgen unter anderem für eine Erweiterung der Transparenz. Alle weiteren Details hierzu und eine ausführliche Darstellung des Pfandbriefgesetzes finden Sie in dieser Studie.

Angesichts der hohen Inflation zeichnete sich bereits im Frühsommer erstmals seit elf Jahren eine Zinserhöhung ab, die die Europäische Zentralbank (EZB) im Juli vollzogen hat. Beschlossen wurden eine Leitzinserhöhung von 0,0 auf 0,50 Prozent sowie eine Anhebung des Einlagensatzes auf 0,0 Prozent. Die Zinsen für Anleihen und Hypotheken sind ebenfalls spürbar gestiegen. Noch lassen sich keine Auswirkungen davon in den Kreditbüchern der Banken oder an den Immobilienpreisen ablesen. Aber die Zeiten im Hypothekenmarkt werden künftig nicht leichter. Ein Lichtblick ist derzeit das Wachstum im Markt für nachhaltige Covered Bonds. In Deutschland gibt es im internationalen Vergleich die meisten Emittenten von ESG Covered Bonds, deren Zahl immer weiter wächst. Auch die DZ HYP ist mit der Emission ihres ersten Grünen Pfandbriefs Mitte Februar in die Liga der Green-Bond-Emittenten aufgestiegen. Das eröffnet uns die Möglichkeit, gute Refinanzierungsniveaus auch für die Zukunft zu sichern. Zudem trägt die Emission dazu bei, die Wertschöpfungskette der Bank im Sinne von Green Finance zu komplettieren und damit zur Transformation zu einer nachhaltigeren Immobilienwirtschaft beizutragen.

Der Pfandbriefmarktbericht 2022/2023 liegt auch in der englischen Übersetzung vor. Alle aktuellen Berichte stehen Ihnen im Internet unter www.dzhyp.de/de/ueber-uns/markt-research zum Download zur Verfügung oder können bei uns angefordert werden.

Mit freundlichen Grüßen

DZ HYP

September 2022

REFORM DES PFANDBRIEFGESETZES IN SCHWIERIGEM MARKTUMFELD

- **Änderungen im Pfandbriefgesetz zur Umsetzung der Europäischen Covered Bond Richtlinie sind pünktlich zum 8. Juli 2022 in Kraft getreten**
- **Wegen der Turbulenzen an den Anleihemärkten, die durch Inflations- und Rezessionssorgen befeuert wurden, haben sich die Spreads leicht erhöht**
- **Der Markt für Grüne und Soziale Pfandbriefe wächst auf einem niedrigen Niveau weiter, EU-Taxonomie bereitet allerdings Kopfzerbrechen**

Zusammenfassung
Die letzten Änderungen zur Umsetzung der Europäischen Covered Bond Richtlinie sind zum 8. Juli 2022 im deutschen Pfandbriefgesetz in Kraft getreten. Hypothekenpfandbriefe, Öffentliche Pfandbriefe und Schiffspfandbriefe, die seit diesem Stichtag aufgelegt werden, dürfen sich mit dem Namen „Europäische gedeckte Schuldverschreibung (Premium)“ schmücken. Flugzeugpfandbriefe erfüllen den Standard für „Europäische gedeckte Schuldverschreibungen“. Der gewohnte aufsichtsrechtlich privilegierte Status der Pfandbriefe wurde somit gesetzlich nahtlos sichergestellt und durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht bereits offiziell bestätigt.

Bereits vor dem Ausbruch des Kriegs in der Ukraine hatten die Preise an den Rohstoff- und Energiemärkten einige Kapriolen vollführt. Nach dem 24. Februar 2022 wuchs die Volatilität noch einmal stark an. Im Gefolge dieser Entwicklungen stiegen die Teuerungsraten in den westlichen Industrieländern auf hohe Niveaus. Innerhalb der Eurozone ist es die höchste Inflation seit Einführung der Gemeinschaftswährung. Die Zentralbanken rund um den Globus haben unter anderem mit Zinserhöhungen reagiert. Auch die Europäische Zentralbank hat ihre Politik der negativen Zinsen beendet und im Juli – nach elf Jahren – wieder ihre erste Leitzinserhöhung durchgeführt. Steigende Zinsen, die Unsicherheit bezüglich der kurzfristigen Energieversorgung und Probleme in den weltweiten Lieferketten nährten Rezessionssorgen. Für die Anleiherenditen ging es wegen Inflations- und Rezessionssorgen auf und ab, der Abstand zwischen der Bund- und der Swapkurve vergrößerte sich. Die Risikoaufschläge von Pfandbriefen haben sich zwar besser gehalten als jene von unbesicherten Bankanleihen. Sie konnten sich dennoch nicht gänzlich den Turbulenzen entziehen und haben sich im Vergleich zum Spreadniveau von 2021 leicht erhöht.

Immer mehr Banken legen Grüne oder Soziale Pfandbriefe auf. Ende Juli 2022 waren es bereits zwölf Pfandbriefbanken, darunter seit diesem Jahr auch die DZ HYP. Trotz dieser erfreulichen Entwicklung bilden ESG Pfandbriefe mit einem Anteil von etwa 3 Prozent am Pfandbriefmarkt weiterhin nur ein Nischensegment. Ferner machen es die detaillierten EU-Vorgaben den Pfandbriefbanken schwer, trotz bestem Willen und Engagement, Taxonomie-konforme Pfandbriefe aufzulegen. Auch wenn die EU-Taxonomie der neue Standard werden dürfte, so wird die konkrete Umsetzung in den ESG Pfandbriefprogrammen noch Zeit und viel harte Arbeit erfordern.

MARKTENTWICKLUNGEN

Krieg in der Ukraine, Inflation und die Corona-Pandemie

Krieg in der Ukraine, steigende Energie- und Rohstoffpreise und Rezessionsangst

Die Sorgen vor einer bevorstehenden Rezession in Deutschland und in der gesamten Eurozone prägen die Entwicklungen an den Finanzmärkten zur Mitte des Jahres 2022. Die Aktienmärkte sind Anfang Juni deutlich gefallen, auch der Kurs des Euros hat gegenüber dem US-Dollar erheblich verloren, sodass dessen Wert kurzfristig unter einen US-Dollar gefallen war. Die Rendite deutscher Bundesanleihen mit zehnjähriger Laufzeit stand Mitte Juni bei fast 1,9 Prozent und fiel Ende Juli wieder unter ein Niveau von 1 Prozent. Durch den Krieg in der Ukraine und dessen Auswirkungen auf die Weltwirtschaft standen im ersten Halbjahr 2022 Energie- und Rohstoffpreise ganz besonders im Fokus der Marktteilnehmer. Der Ölpreis ist nach einem starken Anstieg im Frühjahr 2022 Mitte Juli wieder merklich gefallen und notierte wieder unterhalb der 100-Dollar-Marke, so niedrig wie zuletzt im April. Auch andere Rohstoffpreise sind gesunken, etwa für Industriemetalle oder Weizen. Ein Grund für das Auf und Ab bei den Rohstoffpreisen ist die Sorge beziehungsweise die jeweils aktuelle Einschätzung der Marktteilnehmer zur konjunkturellen Entwicklung.

Gaslieferungen Russlands sind ein politisches Instrument

Bezüglich der Gaspreise dominieren in Deutschland und Europa die Ängste vor einer Einschränkung oder gar Beendigung der Lieferungen aus Russland, die zumindest kurzfristig in Deutschland nicht anderweitig zu ersetzen wären. Selbst bei einem rezessionsbedingten Nachfragerückgang käme es im Winterhalbjahr wohl zu einer Gasmangellage und damit der Notwendigkeit einer physischen Beschränkung der Versorgung für einige Gasverbraucher. Wie gravierend die gesamtwirtschaftlichen Folgen wären, lässt sich kaum verlässlich prognostizieren. Die Bundesbank zumindest geht für diesen Fall für Deutschland im Jahr 2023 von einem Rückgang des Bruttoinlandsprodukts (relativ zum Basisszenario) zwischen 5 Prozent und 6 Prozent aus. Die Gaslieferungen waren zur Jahresmitte ein politisches Instrument für Russland und sie dürften es vorerst auch bleiben. Nach einer turnusmäßigen Wartung der Gaspipeline Nord Stream 1 liefen die Gaslieferungen zwar am 21. Juli 2022 wieder an, wodurch sich die Versorgungslage in Mitteleuropa zunächst etwas entspannte. Allerdings wurden die Lieferungen kaum eine Woche danach schon wieder deutlich reduziert. Es ist deshalb nicht auszuschließen, dass Russland seine Lieferungen nach Europa aus politischem Kalkül immer wieder kurzfristig hoch- und herunterfährt, um die Unsicherheit und damit den Preis für Erdgas hoch zu halten.

Und die Corona-Pandemie ist noch nicht besiegt

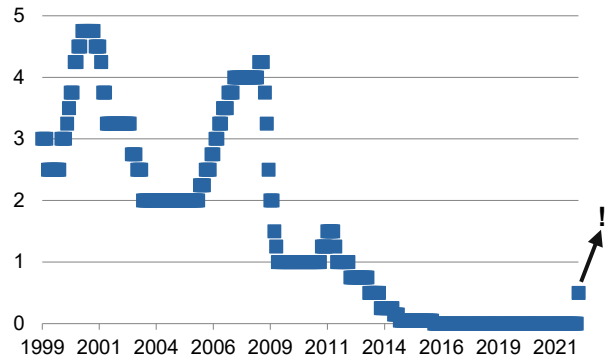
Und dann gibt es natürlich immer noch die Corona-Pandemie, die nach dem Einmarsch russischer Truppen in der Ukraine am 24. Februar 2022 zwar nicht mehr ganz oben in den Nachrichtenmeldungen rangiert, aber dennoch nicht aus der Welt ist. Im Gegenteil: Die seit Mitte Juni dominierende Omikron-Sublinie BA.5 des Coronavirus hat mit fast 87 Prozent der gemeldeten Fälle andere Varianten des Virus fast vollständig verdrängt, wie das Robert-Koch-Institut am 21. Juli 2022 in seinem Wochenbericht mitteilte. Die 7-Tage-Inzidenz in Deutschland ist mit knapp 800 gemeldeten Neuinfektionen pro 100.000 Einwohnern (Stand 17. Juli 2022) im Sommer 2022 deutlich höher als noch vor einem Jahr zur selben Zeit. Dennoch gibt es in Deutschland und Europa keine allgemeinen und weitgehenden Einschränkungen im öffentlichen Leben. In China ist die Situation anders. Die rigide Null-Covid-Strategie der chinesischen Regierung, die auch strenge Lockdown-Maßnahmen in wichtigen Wirtschaftszentren wie Shanghai umfassen kann, droht immer wieder globale Lieferketten zu stören. Dies schwebt daher wie ein Damoklesschwert über der globalen wirtschaftlichen Entwicklung, negative Auswirkungen auf die europäische Konjunktur sind nicht ausgeschlossen.

Reaktion der Europäischen Zentralbank auf das geänderte Umfeld

EZB reagiert mit der Erhöhung ihres Leitzinses auf die gestiegene Teuerungsrate

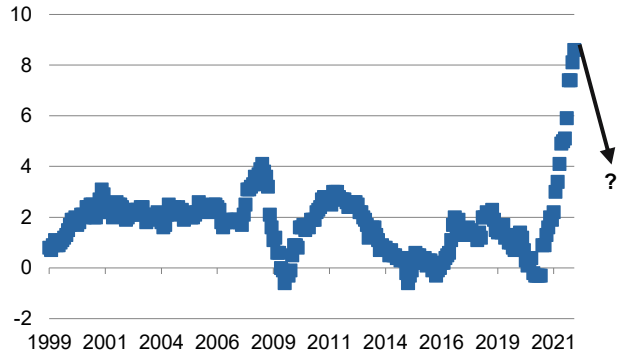
Der Krieg in der Ukraine, die hohe Volatilität der gestiegenen Energie- und Rohstoffpreise, gestörte Lieferketten und die noch nicht besiegte Corona-Pandemie sind einige der wichtigsten Entwicklungen und Themen, die den Hintergrund für die geldpolitischen Entscheidungen der Europäischen Zentralbank (EZB) am 21. Juli 2022 bildeten. Diese markierten einen historischen Wendepunkt ihrer Zinspolitik. Die EZB überraschte damit, dass sie die Leitzinsen gleich um 50 Basispunkte anhob und nicht – wie in ihrer Forward Guidance zuvor angekündigt – um lediglich 25 Basispunkte. In der Pressekonferenz stellte die EZB-Präsidentin auch klar, dass es im aktuellen Umfeld keine Forward Guidance – also eine vorab kommunizierte Absicht bezüglich ihrer künftigen Geldpolitik – geben wird. Vielmehr wird die Zentralbank von Sitzung zu Sitzung und abhängig von der zum jeweiligen Zeitpunkt vorherrschenden Datenlage über die künftigen geldpolitischen Maßnahmen entscheiden. Im Juli begründete die EZB ihren großen Zinsschritt damit, dass die seit 2021 stark gestiegene Teuerungsrate in der Eurozone nicht mehr als transitorisch anzusehen ist, sondern wohl noch für eine geraume Zeit auf einem unerwünscht hohen Niveau verharren wird. Für die kommenden Monate dürften daher weitere Leitzinsanhebungen ins Haus stehen. Die erste Leitzinserhöhung der EZB nach elf Jahren, mit der das Kapitel der negativen Einlagensätze ad acta gelegt wurde, könnte weitreichende Auswirkungen auf die Kapitalmärkte haben. Im Folgenden werfen wir einen Blick auf die Auswirkungen der historischen Zinswende in der Eurozone auf den Hypotheken- und Pfandbriefmarkt.

ENDE DER NULLZINSPOLITIK: NACH ELF JAHREN ERHÖHT DIE EZB ERSTMALS WIEDER IHRE LEITZINSEN
EZB HAUPTREFINANZIERUNGSZINS IN PROZENT



Quelle: Bloomberg, Darstellung DZ BANK Research

STEILER ANSTIEG DER INFLATION: HOHE ENERGIE- UND ROHSTOFFPREISE TREIBEN DIE TEUERUNGSRATE NACH OBEN
GESAMTINFLATIONSRATE IN PROZENT



Quelle: Bloomberg, Darstellung DZ BANK Research

Auswirkungen steigender Zinsen auf den Hypothekenmarkt

Hohe Hauspreise und steigende Hypothekenzinsen

Die Hauspreise in Deutschland und in vielen anderen europäischen Ländern sind trotz der Corona-Pandemie bis Mitte 2022 zum Teil kräftig gestiegen. Dennoch blieben die Hypothekenraten dank niedriger Zinsen lange Zeit erschwinglich. Die Hypothekenzinsen stiegen in Europa jedoch bereits deutlich an, bevor die EZB an ihrer Leitzinsschraube drehte. Durch den Zinsanstieg im Hypothekenmarkt im ersten Halbjahr 2022 – in Deutschland um mehr als 1,5 Prozentpunkte – können sich immer weniger private Haushalte auf dem aktuell hohen Hauspreisniveau den Kauf eines Eigenheims leisten, wie das folgende Beispiel anhand des Kaufs eines Reihenhauses veranschaulichen soll. Für den Erwerb sind im Durchschnitt deutscher Städte inzwischen mehr als 500.000 Euro erforderlich (Stand erstes Halbjahr 2022). Durch den erwähnten Zinsanstieg hat sich die aktuelle jährliche Kreditrate gegenüber dem Vertragsabschluss im vergangenen Dezember 2021 um rund 8.000 Euro erhöht (bei einem Beleihungsauslauf von 100 Prozent).

Belastungen für Kreditnehmer steigen, schon allein durch die höhere Inflation

Kreditnehmer, die in früheren Jahren für ihre Hausfinanzierung eine langfristige Zinsbindung vereinbart haben, werden nicht durch die aktuell gestiegenen Hypothekenraten belastet, Hypothekenkreditnehmer mit variablen Zinsen jedoch schon. Unabhängig davon gesellen sich zu den eventuell höheren Finanzierungskosten im Moment noch ungewohnt hohe Inflationsraten für Konsumausgaben, welche das Budget privater Haushalte zusätzlich belasten. Die Gefahr von höheren Ausfallraten bei Eigenheimfinanzierungen steigt zusätzlich, wenn die konjunkturelle Entwicklung in eine Rezession mit höherer Arbeitslosigkeit abrutscht. Einkommensverluste bei den privaten Haushalten ließen sich vor dem Hintergrund steigender Zinsen und Konsumentenpreise vermutlich nur begrenzt durch Konsumverzicht oder Umschichtungen bei den Haushaltsausgaben auffangen.

HAUSPREISE GEHEN SEIT BEGINN DER PANDEMIE IN VIELEN LÄNDERN DURCH DIE DECKE

Über alle länderspezifischen Unterschiede hinweg hat die Pandemie auf den internationalen Häusermärkten kräftige Preiszuwächse mit sich gebracht. Vor allem schon teure und angespannte Immobilienmärkte wiesen **während der Pandemie-Jahre 2020 und 2021 beeindruckende Preiszuwächse** auf, die deutlich über dem langfristigen Mittelwert von 1999 bis 2019 lagen (siehe hierzu „Financial Stability Review 2022“ der EZB von Mai 2022). Oben auf der Rangliste der stärksten Preisanstiege seit dem Corona-Ausbruch stehen die für den Covered Bond Markt relevanten Länder Neuseeland, Kanada, Australien, Schweden und die Niederlande mit realen Hauspreiszuwächsen von mehr als 8 Prozent pro Jahr. **Deutschland führt das Mittelfeld an**, zu dem auch Dänemark, Norwegen, Frankreich, Belgien und Großbritannien gehören. In diesen Ländern betrug das reale Hauspreiswachstum zwischen 4 Prozent und 8 Prozent. In Irland, Finnland und Spanien fiel das Hauspreiswachstum gegen den allgemeinen Trend unterhalb des langfristigen Durchschnitts von 1999 bis 2019. Schlechtere Kreditkonditionen in Form von höheren Hypothekenzinsen können Stress am Immobilienmarkt verursachen. Zusätzlich tragen hohe Energiepreise sowie fehlende und teure Baustoffe zu den Sorgen an den Immobilienmärken bei, weil dies zu weniger Bauaktivitäten führen könnte.

Quelle: DZ BANK Research

Schuldendienstquoten steigen

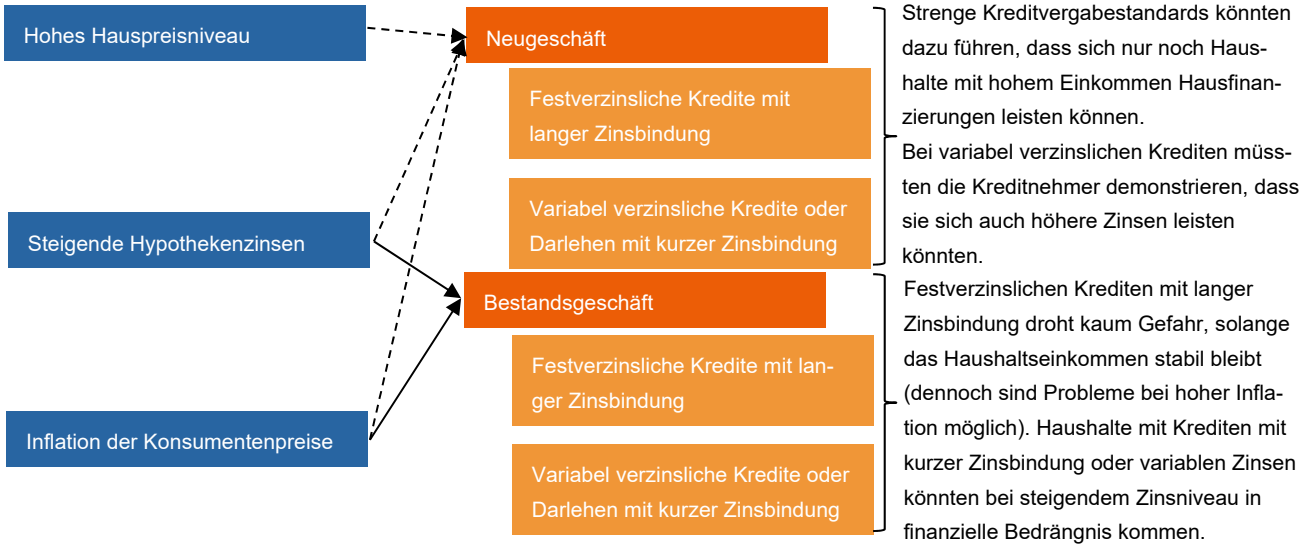
Das höhere Zinsniveau könnte auch negative Folgen für die Hauspreise haben, wenn dadurch die Nachfrage nach Immobilien zurückgeht, weil sich beispielsweise private Haushalte ein kreditfinanziertes Eigenheim nicht mehr leisten können. Die Ratingagentur Scope hat sich in ihrer Studie „Covered Bond Quarterly: Q1 2022“ vom 29. April 2022 mit den aktuellen Risikofaktoren in den europäischen Hypothekenmärkten auseinandergesetzt. Laut Scope haben sich in Europa die Hauspreise in den letzten acht Jahren um mehr als 5 Prozent im Durchschnitt pro Jahr erhöht, während die Haushaltseinkommen im Durchschnitt um lediglich 2 Prozent pro Jahr angestiegen seien. Vor dem Hintergrund der gestiegenen Renditen am Kapitalmarkt scheint Scope mit einer weiteren Erhöhung der Hypothekenzinsen zu rechnen. Die Raten für neue Hausfinanzierungen würden wegen der Immobilienpreis- und Zinsentwicklung sowohl absolut als auch im Verhältnis zum Haushaltseinkommen zunehmen. Mit anderen Worten, die Schuldendienstquoten – Hypothekenraten im Verhältnis zum laufenden Haushaltseinkommen – werden steigen. Von höheren Kosten sind auch Haushalte bedroht, die festverzinsliche Eigenheimfinanzierungen abgeschlossen haben, deren Zinsbindung bald ausläuft.

Untersuchung von Fitch belegt: Zinsanstieg hat in Deutschland nur einen begrenzten Einfluss

Fitch hat die Anfälligkeit von Hypothekarkrediten hinsichtlich eines fiktiven Zinsanstiegs für insgesamt zehn Länder untersucht (siehe den Bericht von Fitch „Global Mortgage Markets Ranked by Vulnerability to Rising Rates“ vom 16. Mai 2022).

Die Agentur hat den durchschnittlichen monatlichen Schuldendienst im Verhältnis zum monatlich verfügbaren Einkommen (DSTI) berechnet, um den Einfluss von variabel-verzinsten Darlehen herauszufinden. Unter variabel verzinsten Darlehen hat Fitch auch Kredite gefasst, die ursprünglich eine feste Zinsbindung von zwei Jahren oder weniger hatten. Die Agentur hat in ihrer Untersuchung ausschließlich neu vergebene Kredite aus dem Jahr 2020 berücksichtigt, für die sie pro Land durchschnittliche DSTI errechnet hat. Im betrachteten Stressszenario wurde sodann unterstellt, dass das Haushaltseinkommen bis Ende 2023 unverändert bleibt und die Hypothekenzinsen um 3 Prozentpunkte ansteigen. Demnach sind Australien, Spanien und Großbritannien aufgrund ihrer hohen Anteile an variabel verzinslichen Hypotheken am stärksten exponiert. In diesen Ländern würden die durchschnittlichen DSTI deshalb am meisten zulegen. Im Vergleich dazu sind in Frankreich, Deutschland und Italien die Auswirkungen des Zinsstresses im Rahmen dieser Durchschnittsrechnung am geringsten, weil der Anteil variabel verzinster Hypotheken deutlich geringer ist. Kanada und die Niederlande bilden laut Fitch das Mittelfeld. Bezogen auf den Einfluss von Zinserhöhungen auf variabel verzinsliche Darlehen ist die Veränderung der DSTI in den Niederlanden, Deutschland, Großbritannien und Kanada am höchsten. Dies spiegelt aus unserer Sicht das Verschuldungsniveau der betroffenen Kreditnehmer wider.

HAUSPREISE, ZINSEN, INFLATION UND DAS HYPOTHEKENGESCHÄFT VON BANKEN



Quelle: DZ BANK Research

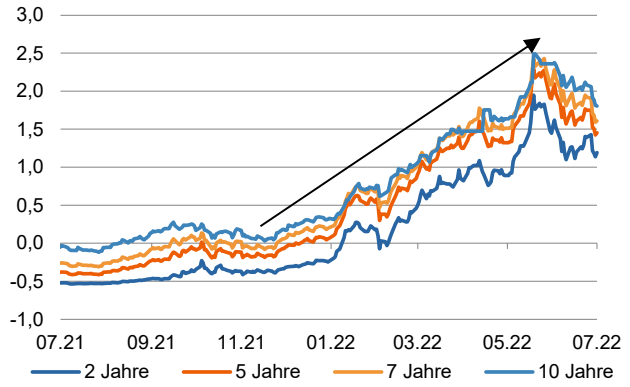
Renditen haben sich am Pfandbriefmarkt deutlich erhöht

Renditen begannen schon im August 2021 zu steigen

Die EZB war im internationalen Vergleich spät dran mit ihrer aktuellen Zinswende. Rund um den Globus hatten viele Zentralbanken bereits Monate vor der EZB ihre Leitzinsen angehoben. Auch die Renditen am Pfandbriefmarkt begannen schon im August 2021 langsam zuzulegen, wobei sich das Tempo des Renditeanstiegs erst ab November 2021 spürbarer erhöhte. Mitte Juni 2022 erreichten die vom DZ BANK Research berechneten Pfandbriefrenditen für den Zwölfmonatszeitraum seit Juli 2021 ihren (vorläufigen) Höchststand, der – je nach Laufzeit – um etwa 150 bis 175 Basispunkte über dem Renditeniveau von Anfang August 2021 lag. Seitdem ging es für die Pfandbriefrenditen um fast 100 Basispunkte auf und ab, wobei die Renditen Ende August wieder auf dem Niveau von Ende Juni waren. Das jüngste

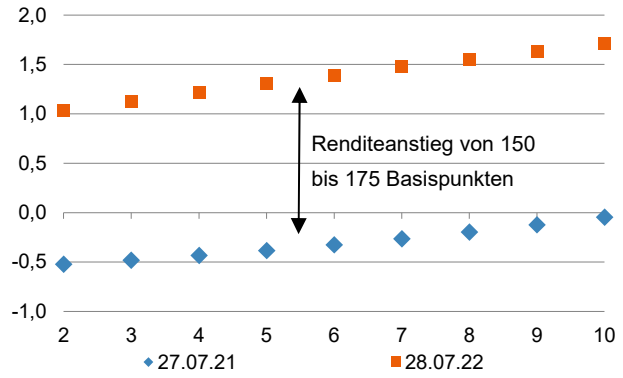
Auf und Ab der Renditen spiegelte die jeweils vorherrschenden Rezessionsängste oder Inflationssorgen der Marktteilnehmer wider. Unter dem Strich steht am Pfandbriefmarkt Ende August 2022 im Vergleich zu 2021 ein satter Renditeanstieg zu Buche.

STEILER RENDITEANSTIEG INNERHALB WENIGER MONATE
GENERISCHE PFANDBRIEFRENDITEN IN PROZENT



Quelle: Bloomberg, Berechnungen und Darstellung DZ BANK Research
Stand: 28. Juli 2022, 17:00 Uhr

UNTER DEM STRICH HAT SICH DIE RENDITEKURVE – TROTZ EINER GEGENBEWEGUNG BIS ENDE JULI – NACH OBEN VERSCHOBEN
Y-ACHSE: GENERISCHE PFANDBRIEFRENDITEN IN PROZENT,
X-ACHSE: RESTLAUFZEIT IN JAHREN



Quelle: Bloomberg, Berechnungen und Darstellung DZ BANK Research
Stand: 28. Juli 2022, 17:00 Uhr

Positive Emissionsrenditen und kürzere Laufzeiten

Die Renditeentwicklung lässt sich auch an den Neuemissionen ablesen. Im ersten Halbjahr 2022 wurde kein großvolumiger Pfandbrief mit einer negativen Emissionsrendite neu aufgelegt. Zu Beginn des Jahres waren die Renditen zum Emissionszeitpunkt in der Regel noch unter 0,3 Prozent. Sie stiegen analog der allgemeinen Marktentwicklung in den Folgemonaten bis auf über 2,5 Prozent im Juni an. Auch Neuemissionen mit anfänglichen Laufzeiten von drei bis fünf Jahren wiesen im ersten Halbjahr klar positive Emissionsrenditen auf, sodass im Markt für Euro-Benchmark-Covered-Bonds (alle Länder und nicht nur Deutschland) die durchschnittliche Laufzeit der Neuemission im Vergleich zum Vorjahr zurückging. In den ersten sieben Monaten des Jahres 2022 hatten über die Hälfte der Neuemissionen eine Laufzeit von sieben Jahren oder weniger. Im Jahr 2021 fielen nicht einmal 20 Prozent der großvolumigen Neuemissionen in dieses Laufzeitspektrum.

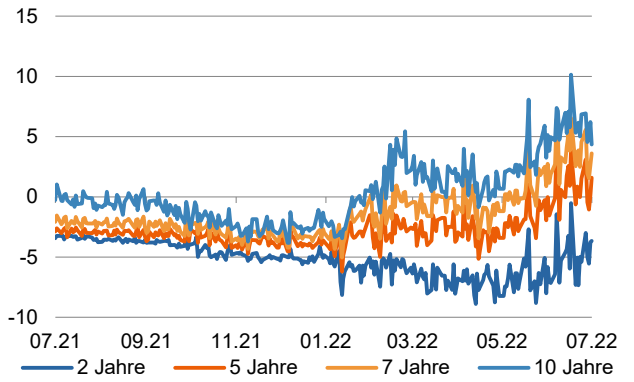
Auswirkungen des allgemeinen Renditeanstiegs auf die Spreads

Spreads gaben erst mit dem Ausbruch des Kriegs in der Ukraine etwas nach

Die höheren Renditen dürften auch den einen oder anderen Investor – der sich in Zeiten negativer Renditen aus dem Covered Bond Markt verabschiedet hatte – wieder angelockt haben. Außerdem hatte sich auch der Abstand zwischen der Bund- und der Swapkurve ausgeweitet, wodurch die Attraktivität von Pfandbriefen gegenüber deutschen Bundesanleihen zusätzlich gewonnen hat. Die großvolumigen Neuemissionen konnten sich deshalb insbesondere zu Beginn des Jahres 2022 nicht über zu wenig Investoreninteresse beklagen. Nach dem Ausbruch des Kriegs in der Ukraine am 24. Februar 2022 dürften Covered Bonds inklusive Pfandbriefe auch von ihrem Status als sicherer Hafen im Anleihemarkt profitiert haben. Die Neuemissionsprämien, die Emittenten für ihre neuen gedeckten Anleihen zu Beginn des Jahres 2022 zahlen musste, fielen dementsprechend moderat aus. Gegen Ende des ersten Halbjahres – als sich die Konjunkturaussichten zunehmend eintrübten, die Inflation dennoch hoch blieb – wurde es zwischenzeitlich schwierig für Banken, genügend Nachfrage für neue großvolumige Covered Bonds zu finden, selbst wenn großzügige, zum Teil zweistellige Neuemissionsprämien geboten wurden. Die Swapspreads

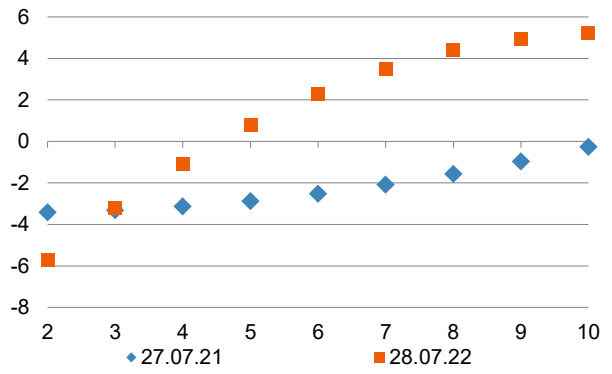
deutscher Pfandbriefe haben sich trotz allgemeinem Renditeanstieg bis Kriegsausbruch weitgehend stabil gehalten. Mit Beginn des Kriegs in der Ukraine haben sich die Risikoaufschläge deutscher Pfandbriefe allerdings auch schrittweise um ein paar Basispunkte erhöht. Die generische Credit-Kurve des Pfandbriefmarktes wurde im Zuge dieser Entwicklung wieder steiler (Stand Ende Juli 2022), nachdem sie Ende Juli 2021 fast vollkommen flach gewesen ist.

SWAPSPREADS DEUTSCHER PFANDBRIEFE MIT MITTLERER LAUFZEIT ODER LÄNGER HABEN SICH 2022 LEICHT AUSGEWEITET
GENERISCHE SWAPSPREADS FÜR DEUTSCHE PFANDBRIEFE IN BASISPUNKTEN



Quelle: Bloomberg, Berechnungen und Darstellung DZ BANK Research
Stand: 28. Juli 2022, 17:00 Uhr

GENERISCHE CREDIT-KURVE FÜR DEUTSCHE PFANDBRIEFE IST 2022 IM VERGLEICH ZUM SOMMER 2021 WIEDER STEILER GEWORDEN
Y-ACHSE: GENERISCHE SWAPSPREADS FÜR PFANDBRIEFE IN BASISPUNKTEN, X-ACHSE: RESTLAUFZEIT IN JAHREN



Quelle: Bloomberg, Berechnungen und Darstellung DZ BANK Research
Stand: 28. Juli 2022, 17:00 Uhr

Spreads deutscher Pfandbriefe haben sich im internationalen Vergleich besser gehalten

Bezüglich der Spreadausweitung seit Februar fallen zwei weitere Punkte auf. Die Risikoaufschläge deutscher Pfandbriefe haben sich im internationalen Vergleich, insbesondere mit den Swapspreads von Covered Bonds aus Südeuropa, besser geschlagen (das heißt, sie haben sich weniger stark ausgeweitet). Außerdem scheinen die Investoren Pfandbriefe mit kurzen Laufzeiten bevorzugt zu haben. Der generische Swapspread für Pfandbriefe mit einer Laufzeit von zwei Jahren entwickelte sich seit Kriegsausbruch in der Ukraine besser als der Gesamtmarkt und engte sich bis Anfang Juni sogar um ein paar Basispunkte ein. Dann wurden allerdings auch die Pfandbriefe mit kurzen Laufzeiten von der allgemeinen Marktschwäche erfasst. Die Covered Bond Spreads – inklusive der Risikoaufschläge für Pfandbriefe – hatten während der Sommerflaute am Primärmarkt für großvolumige Anleihen Gelegenheit, sich zu beruhigen. Aus unserer Sicht ist es nicht unwahrscheinlich, dass sich die Spreads auf ihrem aktuellen Niveau in den kommenden Wochen stabilisieren. Dies wird allerdings unter anderem maßgeblich von der Gasversorgung Europas in den nächsten Monaten abhängen. Insofern können die Spreads – je nach Nachrichtenlage – nach oben oder im günstigsten Fall auch nach unten ausschlagen. Die Ausschläge nach oben werden für die Covered Bonds aus der Eurozone aufgrund der EZB-Käufe im Covered Bond Markt weiterhin begrenzt, auch wenn sie zurückgegangen sind.

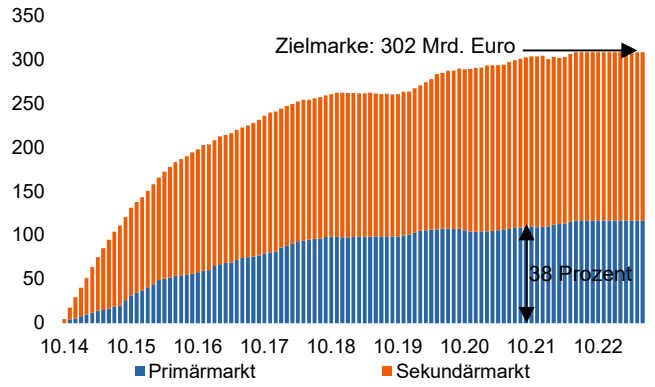
Covered Bond Käufe der EZB bleiben spürbar

EZB reinvestiert seit Juli 2022 nur noch Rückflüsse in ihrem CBPP3-Portfolio

Die EZB hat nicht nur mit ihrer Zinswende Einfluss auf die Renditen und Spreads im Pfandbriefmarkt genommen. Ein wesentlicher Faktor ist auch das Anleihekaufvolumen der Zentralbank auf dem Covered Bond Markt. Mit dem Beginn des zweiten Halbjahres änderten sich gleich zwei wesentliche Punkte im dritten Covered Bond Kaufprogramm (CBPP3) der EZB. Die Nettoneukäufe unter CBPP3, die im Monatsdurchschnitt des ersten Halbjahres 2022 immerhin 0,8 Mrd. Euro betrugen, wurden mit Beginn des zweiten Halbjahres auf null zurückgefahren. Die EZB hat gleichzeitig

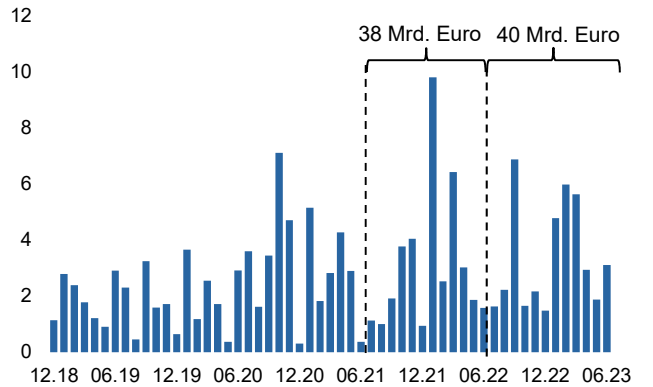
auf ihrer Internetseite angekündigt (Frage Q5.1), dass sie den CBPP3-Bestand in Höhe von 302,2 Mrd. Euro per Ende Juni 2022 vorerst beibehalten möchte. Dazu muss sie fällig werdende Covered Bonds durch entsprechende Reinvestitionen ersetzen. Im zweiten Halbjahr 2022 werden im CBPP3-Portfolio Anleihen im Gesamtvolumen von 16 Mrd. Euro fällig. Dieses Volumen verteilt sich nicht gleichmäßig auf die einzelnen Monate. Es ist aber davon auszugehen, dass die EZB ihre Reinvestitionen zeitlich glätten wird. Im Durchschnitt sollte die Zentralbank daher in der zweiten Jahreshälfte von 2022 Covered Bonds im Volumen von rund 2,7 Mrd. Euro pro Monat nachfragen.

ZIELMARKE FÜR DAS CBPP3-PORTFOLIO: 302 MRD. EURO
CBPP3-BESTANDSVOLUMEN, AUFGETEILT NACH KÄUFEN AM PRIMÄR- UND SEKUNDÄRMARKT, ANGABEN IN MRD. EURO



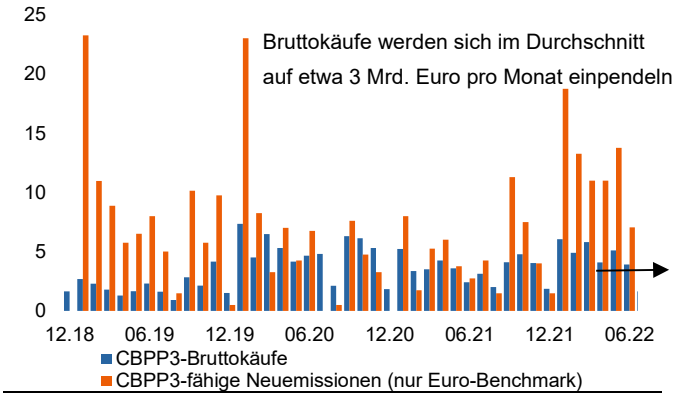
Quelle: Europäische Zentralbank, Darstellung DZ BANK Research

WIEDERANLAGEBEDARF VON 40,3 MRD. EURO BIS JUNI 2023
FÄLLIGKEITSVOLUMEN PRO MONAT IM CBPP3-PORTFOLIO, ANGABEN IN MRD. EURO



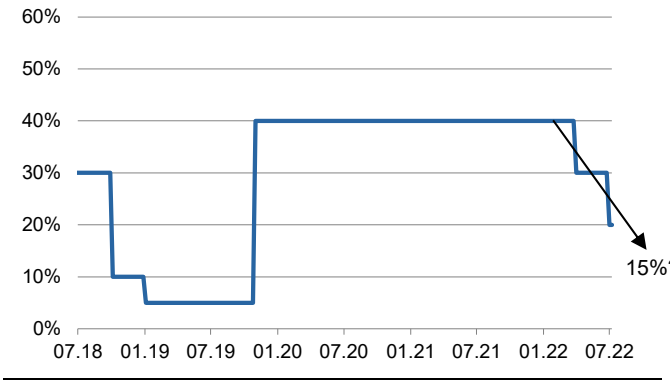
Quelle: Europäische Zentralbank, Darstellung DZ BANK Research

PRIMÄRMARKT BIETET FÜR DIE EZB KAUFMÖGLICHKEITEN
ANGABEN IN MRD. EURO



Quelle: Europäische Zentralbank, Darstellung DZ BANK Research

EZB KAUFTE BEI NEUEMISSIONEN ZULETZT WENIGER
EZB-ORDER IN PROZENT DES ERWARTETEN EMISSIONSVOLUMENS



Quelle: Europäische Zentralbank, Darstellung DZ BANK Research

Fälligkeitsvolumen im CBPP3 Portfolio nimmt leicht zu

Im zweiten Halbjahr 2021 und im ersten Halbjahr 2022 betrug das gemeinsame Fälligkeitsvolumen im CBPP3-Portfolio zusammen 38 Mrd. Euro. Im zweiten Halbjahr 2022 und im ersten Halbjahr 2023 steigt es in diesem Zwölfmonatszeitraum leicht auf 40,3 Mrd. Euro an. Basierend auf diesen Zahlen erwarten wir, dass sich der Reinvestitionsbedarf der EZB oberhalb von 3 Mrd. Euro im Monatsdurchschnitt stabilisieren wird. Ein ziemlicher Batzen Geld. Zum Vergleich: Für CBPP2 strebte die EZB von Juli 2011 bis Juni 2012 ebenfalls ein Kaufvolumen von 40 Mrd. Euro an. Die Zentralbank wird deshalb um Käufe am Primärmarkt nicht herumkommen, wenn

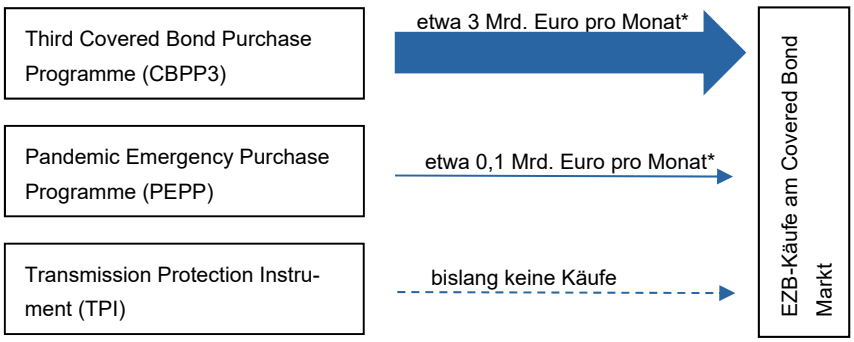
sie ihren Reinvestitionsbedarf ausreichend stillen möchte. Rund 38 Prozent der aktuellen CBPP3-Bestände wurden als Neuemissionen am Primärmarkt gekauft. Und hier kommt die zweite wichtige Neuerung seit Juli 2022 ins Spiel: Die EZB hat ihre Order bei Neuemissionen von 30 Prozent auf 20 Prozent des erwarteten Volumens der Anleihe reduziert und dieser Prozentsatz könnte noch weiter fallen. Von Januar bis Oktober 2019 – als die Nettoneukäufe schon einmal auf null abgesenkt wurden – betrug die Primärmarktorder der Zentralbank gerade einmal 5 Prozent. Ganz so tief wird sie vorerst nicht fallen, so unsere Erwartung.

Neues EZB-Antifragmentierungsinstrument dürfte keine direkten Auswirkungen auf Covered Bond Käufe haben

TPI ergänzt künftig den Werkzeugkasten der EZB

Nach der EZB-Ratssitzung am 21. Juli 2022 stellte die Zentralbank auch die Grundzüge ihres neuen Transmission Protection Instrument (TPI) vor. Mit dem TPI, über welches zuvor bereits unter dem Stichwort Antifragmentierungsinstrument diskutiert wurde, möchte die EZB eine reibungslose Transmission ihrer Geldpolitik in allen Ländern der Eurozone gewährleisten. Das neue Instrument soll eingesetzt werden, wenn eine fundamental ungerechtfertigte Marktdynamik die Übertragung der Geldpolitik gefährdet. Vorbehaltlich bestimmter Kriterien plant die EZB künftig am Sekundärmarkt Anleihen aus Ländern zu kaufen, in denen sich die Finanzierungsbedingungen verschlechtert haben, ohne dass es dafür einen fundamental gerechtfertigten Grund gäbe. Die Grundzüge für das TPI wurden im Juli bereits vorgestellt, einige Details müssen allerdings von der EZB noch ausgearbeitet werden. Für die EZB war Mitte 2022 allerdings schon klar, dass im Fokus des neuen Programms der Kauf von Anleihen von Schuldnern des öffentlichen Sektors (Staaten, Gebietskörperschaften und öffentliche Förderinstitute) stehen werden. Die Käufe sollen sich laut EZB auf Anleihen mit einer Laufzeit von einem bis zehn Jahre konzentrieren. Gleichzeitig schloss die Zentralbank nicht aus, dass auch Anleihen aus dem privaten Sektor im Rahmen von TPI – unter dem die EZB im Volumen unbegrenzt agieren kann – gekauft werden können. Darunter dürften unserer Meinung nach auch Covered Bonds fallen, auch wenn die EZB keine konkreten Assetklassen aus dem privaten Sektor benannt hat.

EZB-PROGRAMME, UNTER DENEN (POTENZIELL) WEITERHIN COVERED BONDS GEKAUFT WERDEN KÖNNEN



Quelle: DZ BANK Research, * geschätzte Durchschnittswerte

Covered Bond Käufe unter CBPP3 haben den größten Einfluss

Trotz des allgemeinen Hinweises, Anleihen aus dem privaten Sektor unter TPI kaufen zu können, glauben wir nicht, dass die EZB unter diesem Dach Covered Bonds im größeren Umfang kaufen wird. Bereits unter dem Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP), welches zu Beginn der Corona-Pandemie ins Leben gerufen wurde, kaufte die EZB gedeckte Anleihen im Volumen von lediglich 6,1 Mrd. Euro. Dies entspricht gerade einmal rund 0,4 Prozent des PEPP-Portfoliovolumens

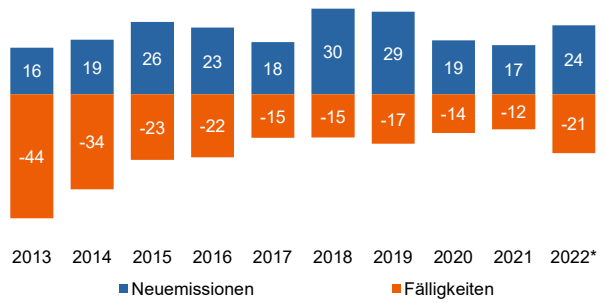
(Stand 30. Juni 2022) oder etwas poetisch ausgedrückt: Covered Bonds sind nur ein Tropfen im PEPP-Ozean. Mit dem TPI beabsichtigt die EZB vermutlich aus ihrer Sicht ungerechtfertigte Spread-Divergenzen im Staatsanleihemarkt zu glätten. Covered Bond Käufe würde diesem Ziel kaum zuträglich sein. Außerdem bleiben gezielte Reinvestitionen im PEPP-Portfolio mit TPI im Instrumentenkasten die erste Verteidigungslinie gegen ungerechtfertigte Spread-Divergenzen, wie es die EZB etwas martialisch formuliert. Allerdings dürfte die Umleitung von Rückflüssen aus Covered Bonds in den Staatsanleihemarkt innerhalb des PEPP kaum Auswirkungen auf den Markt für gedeckte Bankanleihen haben. Die Covered Bond Rückflüsse im PEPP-Portfolio dürften nach unserer Schätzung im längerfristigen Durchschnitt kaum mehr als 0,1 Mrd. Euro pro Monat betragen. Unsere Schätzung dieses Monatsdurchschnitts unterstellt eine durchschnittliche Restlaufzeit der Covered Bonds im PEPP-Portfolio von fünf Jahren. Seit Beginn des PEPP betrugen die Rückflüsse aus Covered Bonds bislang nie mehr als 6 Mio. Euro. Es lässt sich deshalb zusammenfassend festhalten, dass die CBPP3-Reinvestitionen den mit Abstand größten direkten Einfluss der EZB auf den Covered Bond Markt in den kommenden Monaten ausüben werden.

Mehr großvolumige Neuemissionen im ersten Halbjahr 2022

Wachstum im Markt für Benchmark-Pfandbriefe seit 2015

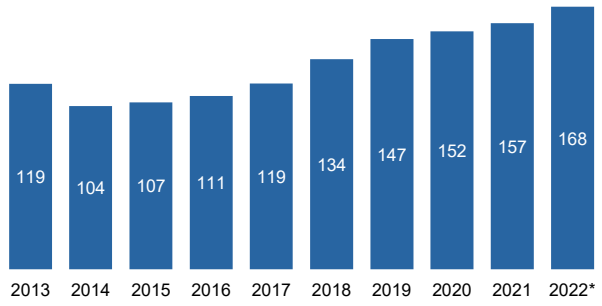
Für die EZB sind großvolumige, CBPP3-fähige Neuemissionen eine gute Kaufgelegenheit. Umgekehrt dürften sich die Emittenten freuen, die EZB mit einer substanziellen Kauforder im Orderbuch ihrer Neuemissionen vorzufinden. Wahrscheinlich ist es nur Zufall, aber mit Beginn von CBPP3 im Oktober 2014 kehrte auch das Wachstum in den Markt für Pfandbriefe im Euro-Benchmark-Format zurück, nachdem dieses Segment zuvor elf Jahre lang (von 2003 bis 2014) um durchschnittlich 28 Mrd. Euro pro Jahr schrumpfte. Das Wachstum setzt sich auch 2022 fort. Seit Jahresbeginn (bis einschließlich Ende Juli 2022) wurden bereits Euro-Benchmark-Pfandbriefe im Volumen von 24,25 Mrd. Euro aufgelegt. Damit wurde nicht nur das Neuemissionsvolumen des Gesamtjahres 2021 von 17,25 Mrd. Euro schon deutlich übertroffen, sondern auch das Volumen fälliger Euro-Benchmark-Pfandbriefe für das Gesamtjahr 2022 in Höhe von 20,8 Mrd. Euro. Die dynamischen Neuemissionsaktivitäten im ersten Halbjahr 2022 führten dementsprechend zu einem Anstieg des Umlaufvolumens, welches laut Bloomberg rund 168 Mrd. Euro zur Jahresmitte erreichte. Im internationalen Vergleich gehört Deutschland bezogen auf das diesjährige Neuemissionsvolumen von Euro-Benchmark-Covered-Bonds Ende Juli zum Spitzentrio, kurz hinter Frankreich (26,75 Mrd. Euro) und knapp vor Kanada (23 Mrd. Euro). Diese drei Länder vereinen bereits rund 60 Prozent des relevanten Neuemissionsvolumens auf sich.

NETTONEUEMISSIONVOLUMEN SEIT 2015 WIEDER POSITIV …
ANGABEN FÜR EURO-BENCHMARK-PFANDBRIEFE IN MRD. EURO



Quelle: Bloomberg, Berechnungen und Darstellung DZ BANK Research
* Zahlen für 2022 per Ende Juli

… WODURCH DAS UMLAUFVOLUMEN ENTSPRECHEND ANSTIEG
UMLAUFVOLUMEN EURO-BENCHMARK-PFANDBRIEFE IN MRD. EURO



Quelle: Bloomberg, Berechnungen und Darstellung DZ BANK Research
* Zahlen für 2022 per Ende Juni

Umsetzung der Covered Bond Richtlinie führte in Deutschland nicht zu einer Emissionspause

Der internationale Covered Bond Markt war im ersten Halbjahr ganz allgemein durch zahlreiche Neuemissionen geprägt. Einige europäische Emittenten scheinen ihre ohnehin geplanten Neuemissionen bewusst ins erste Halbjahr gelegt zu haben, um noch vor dem wichtigen Stichtag 8. Juli 2022 ihre Refinanzierungstransaktion in trockenen Tüchern zu haben. Bis zum besagten Stichtag musste die Europäischen Covered Bond Richtlinie (CBR) in den Mitgliedsländern der Europäischen Union in nationales Recht umgesetzt und die neuen Regeln in Kraft gesetzt sein. Dies wiederum führte in einigen Länder zu einer temporären Emissionspause. In Finnland und Norwegen müssen die Emittenten beispielsweise eine neue Emissionslizenz für die Weiterführung ihres Covered Bond Geschäfts beantragen. In anderen Ländern warteten die Emittenten noch auf Erläuterungen und Verordnungen der Aufsichtsbehörden, die teilweise Anpassungen in ihren Emissionsprospekten notwendig machten. In Deutschland hat die Umsetzung der CBR – auch wenn die neue Pfandbrief-Verordnung der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) noch auf sich warten lässt – nicht zu einer Emissionspause geführt. Der erste öffentlich platzierte Pfandbrief wurde am 11. Juli 2022 von der DekaBank an den Markt gebracht (Sub-Benchmark im Volumen von 250 Mio. Euro). Die Berlin Hyp folgte zwei Tage später mit dem ersten Grünen Pfandbrief, der darüber hinaus noch auf eine Fremdwährung lautete. Die Landesbank Baden-Württemberg komplettiert die Statistik der „ersten Neuemissionen“ unter dem durch die CBR geänderten Pfandbriefgesetz mit dem ersten Pfandbrief im Euro-Benchmark-Format (und ebenfalls grün), welcher am 18. Juli 2022 aufgelegt wurde.

Pfandbriefmarkt wuchs Ende 2021 auf 391 Mrd. Euro

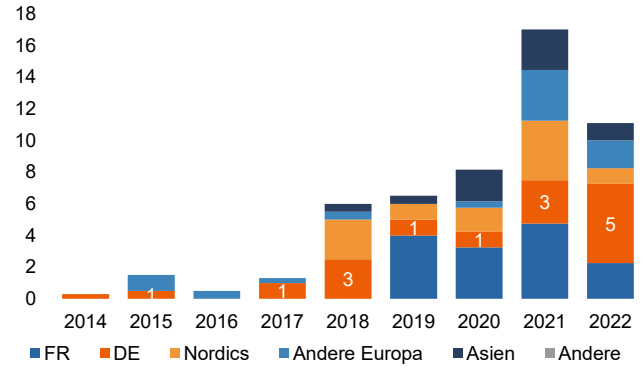
Die Euro-Benchmark-Pfandbriefe machten Mitte 2022 etwa 40 Prozent des gesamten Pfandbriefumlaufvolumens aus. Einen ebenfalls bedeutenden Anteil hatten mit rund 30 Prozent Namenspfandbriefe, wobei deren Marktanteil seit geraumer Zeit zurückgeht. Mit dem Renditeanstieg seit Ende 2021 hat sich allerdings eine kleine Renaissance des Namenspfandbriefs eingestellt, sodass dessen Anteil am Neuemissionsvolumen laut Daten der Bundesbank per Ende Mai 2022 im Vergleich zu 2020 und 2021 wieder leicht zugenommen hat. Insgesamt scheint der Pfandbriefmarkt weiter auf Wachstumskurs zu bleiben. Ende 2021 erreichte das Umlaufvolumen des Pfandbriefmarktes insgesamt rund 391 Mrd. Euro.

Markt für ESG Pfandbriefe wächst weiter

Trotz Wachstum bleibt der ESG Pfandbrief ein Nischenprodukt

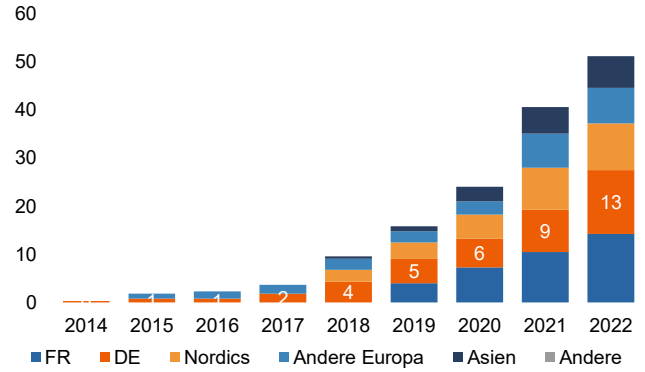
Nicht nur der Pfandbriefmarkt wächst, auch das Marktsegment für nachhaltige Pfandbriefe (ESG Pfandbriefe) blüht und gedeiht. Das Neuemissionsvolumen (ausschließlich auf Euro lautende ESG Pfandbriefe mit einem Emissionsvolumen von mindestens 250 Mio. Euro) erreichte in den ersten sieben Monaten des Jahres 2022 mit genau 5 Mrd. Euro bereits ein neues Rekordniveau für das Gesamtjahr. Damit hatten die deutschen Pfandbriefbanken zu diesem Zeitpunkt im internationalen Vergleich die Nase vor allen anderen Ländern. Auch die Anzahl der deutschen ESG Emittenten wuchs im ersten Halbjahr 2022 bereits um drei weitere Institute an, darunter die DZ HYP. In keinem anderen Land gibt es so viele ESG Covered Bond Emittenten wie in Deutschland. Insgesamt zwölf Banken hatten bis Mitte 2022 mindestens einen ESG Pfandbrief aufgelegt. Unter den zwölf Emittenten sind allerdings zwei, die bislang lediglich kleinere Privatplatzierungen im Nachhaltigkeitsformat an den Markt gebracht haben. Das Wachstum des ESG Pfandbriefmarktes ist erfreulich. Aber zur Wahrheit gehört auch, dass dieses Marktsegment – acht Jahre nach der Emission des ersten ESG Pfandbriefs – immer noch eine kleine Nische ist. Das Umlaufvolumen von ESG Pfandbriefen entsprach im Juli 2022 lediglich etwa 3 Prozent des Gesamtmarktes.

VOLUMEN VON NEUEN ESG PFANDBRIEFEN LEGTE 2022 BISLANG ZU
ANGABEN IN MRD. EURO FÜR AUF EURO LAUTENDE COVERED BONDS (NUR NEUEMISSIONEN) MIT EINEM EMISSIONSVOLUMEN VON MINDESTENS 250 MIO. EURO



Quelle: Bloomberg, Berechnungen und Darstellung DZ BANK Research
Zahlen für 2022 per Ende Juli

UMLAUFVOLUMEN VON ESG PFANDBRIEFEN WÄCHST LANGSAM
ANGABEN IN MRD. EURO FÜR AUF EURO LAUTENDE COVERED BONDS (UMLAUFVOLUMNEN) MIT EINEM EMISSIONSVOLUMEN VON MINDESTENS 250 MIO. EURO

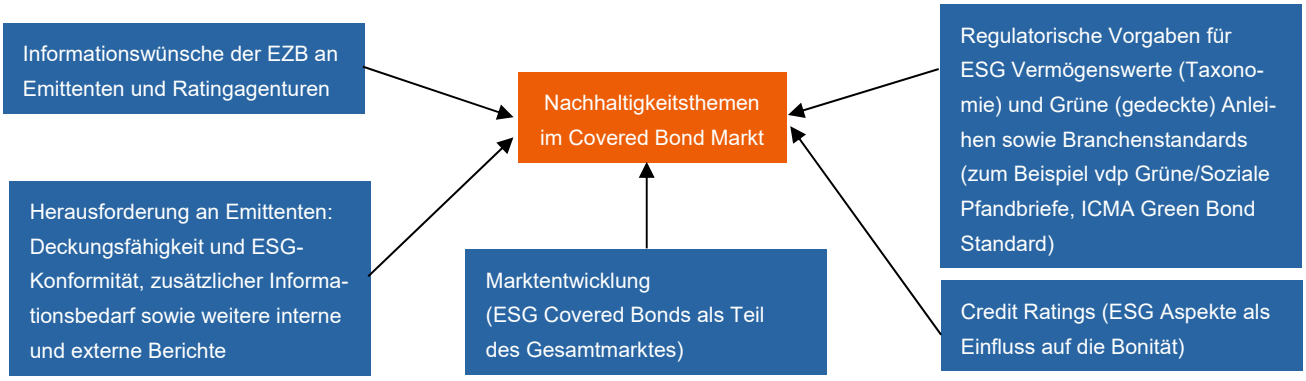


Quelle: Bloomberg, Berechnungen und Darstellung DZ BANK Research
Zahlen für 2022 per Ende Juli

Nachhaltigkeitskriterien genießen für viele Investoren bereits einen hohen Stellenwert und einige legen ihr Geld sogar ausschließlich in ESG Vermögenswerte an. Pfandbriefbanken erreichen deshalb mit Grünen oder Sozialen Pfandbriefen im Vergleich zu ihren konventionellen Pendants eine breitere Investorenbasis, was bei der Platzierung von Neuemissionen ein Vorteil ist. Emittenten halsen sich durch ihre ESG Pfandbriefe allerdings auch viel zusätzliche Arbeit auf. Die ESG Deckungswerte müssen nicht nur die Anforderungen des Pfandbriefgesetzes erfüllen, sondern zusätzlich noch bestimmte grüne oder soziale Kriterien. Um entsprechende ESG Deckungswerte zu identifizieren, müssen bei Kreditvergabe bereits entsprechende Daten erhoben und ausgewertet werden. Die Daten werden für zusätzliche Nachhaltigkeitsberichte und für das ESG Reporting des Pfandbriefprogramms gebraucht. Vielleicht sind der hohe Arbeitsaufwand und die doppelten Qualifikationskriterien – nach Pfandbriefgesetz und ESG Kriterien – Gründe dafür, weshalb nicht mehr Kreditinstitute ESG Pfandbriefe auflegen (in Deutschland verfügten Ende Juni 2022 insgesamt immerhin 84 Banken über die Erlaubnis Pfandbriefe aufzulegen, von denen nur zwölf wie erwähnt bereits ESG Pfandbriefe emittiert haben). Das Interesse auf der Seite der Banken dürfte grundsätzlich vorhanden sein. Allerdings haben in den vergangenen zwei Jahren viele deutsche Banken ihre grünen Neuemissionen lieber im unbesicherten Format oder als Nachranganleihe aufgelegt. Mit diesen Anleiheformaten können sie auch ESG Vermögenswerte nutzen, die sich nicht als Deckungswerte für ihre Pfandbriefe eignen würden. Ein weiterer Grund für die Präferenz von unbesicherten oder nachrangigen Anleihen dürfte das höhere Einsparungspotenzial bei den Refinanzierungskosten sein. Grüne oder Soziale Pfandbriefe bieten im Vergleich zu konventionellen Pfandbriefen allenfalls – wenn überhaupt – einen Refinanzierungsvorteil von einem Basispunkt. Im Falle von unbesicherten Anleihen konnten die Emittenten bislang mehr einsparen.

Deutsche Banken legten vermehrt unbesicherte Anleihen im ESG Format auf

ESG ALS QUERSCHNITTSTHEMA



Quelle: DZ BANK Research

Verschiedene Blickwinkel auf das ESG-Thema

Mindeststandards für Soziale Pfandbriefe wurden 2021 veröffentlicht

Der Markt für ESG Pfandbriefe, der mit Daten zu Neuemissionen, Umlaufvolumen, Neuemissionsprämien und ähnlichem beschrieben werden kann, ist eine Facette des ESG-Themas, welches noch weitere Bereiche des Bankgeschäfts berührt. Wir möchten im Folgenden daher einen kurzen Überblick über weitere Aspekte des ESG-Themas, wie zum Beispiel Marktstandards, geben und was diese für das Kreditgeschäft bedeuten. Bezüglich der Marktstandards gibt es in Deutschland vom Verband deutscher Pfandbriefbanken (vdp) Kriterien für Soziale Pfandbriefe und Grüne Pfandbriefe. Beide basieren auf den Prinzipien der International Capital Market Association (ICMA) für nachhaltige Anleihen. Im Falle der Sozialen Pfandbriefe müssen laut vdp die finanzierten Projekte einen sozialen Mehrwert bieten, wobei sich dieser von den Nachhaltigkeitszielen der Vereinten Nationen (Sustainable Development Goals, SDG) ableitet, zu denen insbesondere die folgenden Bereiche gehören:

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

Regelmäßige Informationen und externe Kontrolle

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

BITTE NICHT VERWECHSELN: SOZIALPFANDBRIEFE UND SOZIALE PFANDBRIEFE

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

Quelle: DZ BANK Research

Grüne Hypothekenpfandbriefe dominieren

Grüne Pfandbriefe unterliegen denselben zusätzlichen Transparenzanforderungen wie Soziale Pfandbriefe, die auch eine SPO umfasst. Im Falle von Grünen Pfandbriefen dominieren zurzeit Hypothekenpfandbriefe, woran sich so schnell auch nichts ändern dürfte. Deshalb fokussieren wir uns an dieser Stelle auf die Kriterien für die Deckungswerte von Grünen Hypothekenpfandbriefen. Diese sind in der nachstehenden Abbildung zusammengefasst.

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

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

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

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

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

- Das Wohngebäude kann mindestens der Energieeffizienzklasse B zugeordnet werden.
- Der Energiebedarf von 75 kWh/m² wird nicht überschritten.
- Es liegt eine Kofinanzierung über KfW-Förderprogramme für energieeffizientes Bauen beziehungsweise Sanieren vor.
- Das Wohngebäude zählt im Energieverbrauch/-bedarf zu den Top 15 Prozent des nationalen Wohngebäudebestands.

Bei Renovierungen/Sanierungen von Gebäuden gelten die folgenden Kriterien:

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

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

Pfandbriefgesetz gilt, keine separaten Deckungsmassen

Für Grüne und Soziale Pfandbriefe gilt gleichermaßen, dass es keine separate Deckungsmasse, die von den Deckungswerten der konventionellen Pfandbriefe getrennt wäre, für sie gibt. Ferner fallen selbstverständlich auch die nachhaltigen Pfandbriefe einer Bank unter die allgemeinen Vorschriften des Pfandbriefgesetzes und die relevanten Pfandbrief-Verordnungen. Allerdings enthalten die Deckungsmassen von grünen oder sozialen Pfandbriefemittenten Forderungen in mindestens der Höhe ihrer umlaufenden Grünen beziehungsweise Sozialen Pfandbriefe.

Die Grundlagen für nachhaltige Pfandbriefe: ICMA-Richtlinien

ICMA fordert Transparenz

Wie bereits erwähnt basieren Grüne und Soziale Pfandbriefe auf allgemeine Richtlinien der ICMA, die zu den wichtigsten internationalen Standards für nachhaltige Anleihen (Green, Social, Sustainability; GSS) gehören. Für die einzelnen Themengebiete hat ICMA separate Grundsätze (Principles) geschaffen, die alle der gleichen Grundidee folgen und jährlich überarbeitet werden. Die Emittenten von GSS Anleihen verpflichten sich freiwillig, für ihre nachhaltigen Anleiheprogramme entsprechend der ICMA-Richtlinien vorzugehen. Diese stellen eine Orientierungshilfe für die wichtigsten Elemente des Anleiheprogramms dar, in deren Zentrum Transparenzempfehlungen stehen. Investoren sollen durch die Bereitstellung wesentlicher Informationen unterstützt werden, um den sozialen oder ökologischen Nutzen des Programms beurteilen zu können. Dabei gibt es vier Kernkomponenten, die gemeinsam die erste Säule der ICMA-Empfehlungen bilden:

Verwendung der Emissionserlöse (Use of Proceeds)

- In der Anleihedokumentation soll die Verwendung der Anleiheerlöse aufgezeigt werden. Die ausgewählten finanzierten Projekte sollen einen klaren sozialen oder ökologischen Nutzen haben. Die ICMA-Richtlinien erkennen eine breite Palette von nachhaltigen Projekten an.

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

- ICMA empfiehlt den Emittenten die Veröffentlichung eines eigenen Green oder Social Bond Framework. Dieses sollte darüber Auskunft geben, wie der Emittent bei der Auswahl der finanzierten nachhaltigen Projekte vorgeht und welche Zielsetzung damit verfolgt wird. In diesem Dokument sollten unter anderem die dazu verwendeten Eignungs- und Ausschlusskriterien klar benannt werden.

Management der Erlöse (Management of Proceeds)

- Die Verwendung der Anleiheerlöse sollte nachvollziehbar sein. Der Emittent hat durch einen internen Prozess sicherzustellen, dass die Anleiheerlöse ausschließlich den im Bond Framework beschriebenen, nachhaltigen Projekten zugutekommen. Falls die Anleiheerlöse nicht sofort in entsprechende langfristige Projekte fließen können, sollte der Emittent darlegen, wie das Geld in der Übergangsphase verwendet wird.

Berichterstattung (Reporting)

- Bis zur vollständigen Allokation der Anleiheerlöse sollte der Emittent jährlich über die Verwendung der Anleiheerlöse berichten. Soweit möglich sollten die Projekte konkret benannt und der erwartete Effekt (zum Beispiel die Einsparung von CO_2-Emissionen) angegeben werden. Wenn dies nicht möglich ist (aufgrund von beispielsweise Vertraulichkeit oder der hohen Zahl an Projekten), sollten aussagekräftige Angaben auf Portfolioebene erfolgen.

Externe Kontrolle

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

Zweite Meinung (Second Party Opinion, SPO)

- Die Organisation, die die SPO ausstellt, sollte unabhängig vom Berater des Emittenten für das nachhaltige Anleiheprogramm sein und eine unabhängige Einschätzung zur Einhaltung der ICMA-Richtlinien geben.

Verifizierung

- Ein Emittent kann eine unabhängige Verifizierung anhand eines festgelegten Kriterienkataloges einholen.

Zertifizierung

- Ein Emittent kann sein nachhaltiges Anleiheprogramm zertifizieren lassen (zum Beispiel mit einem Gütesiegel oder Label). Die Einhaltung der zum Erlangen des Labels vorgeschriebenen Kriterien sollte wiederum nach der Vorstellung von ICMA durch einen externen Dritten geprüft werden.

Scoring/Rating

- Ein Emittent könnte seine Anleihen oder das nachhaltige Anleiheprogramm zu Beispiel auch durch eine Öko-Ratingagentur oder einen spezialisierten Researchanbieter überprüfen lassen.

ICMA wünscht sich die Veröffentlichung der Ergebnisse

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

MISCHUNG VON GRÜNEN UND SOZIALEN ANLEIHEN SOWIE SUSTAINABILITY-LINKED BONDS

Manchmal ist eine klare Trennung entlang der Green Bond Principles (GBP) und Social Bond Principles (SBP) schwierig oder ein Emittent würde gerne Finanzierungen für grüne und soziale Projekte in einem ESG Programm vereinen. Hierfür hat die ICMA eigenständige Richtlinien geschaffen, die für Sustainability Bonds anzuwenden sind. Für diese Anleihen gelten die gleichen Empfehlungen wie für die GBP und SBP. Ein wichtiger Grundsatz bei all diesen Anleihen (Green Bonds, Social Bonds oder Sustainability Bonds) ist, dass die Erlöse aus der Anleiheemission nur zur Finanzierung bestimmter, vorab festgelegter Projekte genutzt werden können. Hiervon sind die Sustainability-Linked Bonds abzugrenzen, für die 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

Einheitliche ESG Standards durch die EU-Taxonomie

European Green Deal als zentrales europäisches Projekt

ICMA gibt keine inhaltlichen Standards für grüne oder soziale Projekte vor. Diese sollen nach Ansicht der ICMA von Institutionen – wie beispielsweise der Europäischen Union – entwickelt werden. Die EU hat in ihrer Taxonomie-Verordnung, die am 12. Juli 2020 in Kraft getreten ist, die Grundlagen für allgemeine europäische ESG Standards geschaffen. Sie legt Kriterien dafür fest, ab wann wirtschaftliche Aktivitäten als ökologisch nachhaltig angesehen werden können.
Zwei aus unserer Sicht wesentliche Kriterien sind:

- Die Aktivitäten leisten einen wesentlichen Beitrag zur Erreichung von mindestens einem der in der EU-Taxonomie-Verordnung genannten Umweltziele.
- Die wirtschaftlichen Aktivitäten führen zu keiner erheblichen Beeinträchtigung eines der sechs Umweltziele (Do No Significant Harm, DNSH).

Konkretisierung der Bewertungskriterien

Die EU-Taxonomie-Verordnung definiert insgesamt sechs Umweltziele. Für zwei dieser Ziele (den Klimaschutz und die Anpassung an den Klimawandel) hat die EU-Kommission einen delegierten Rechtsakt veröffentlicht, der die Anforderungen beziehungsweise technischen Bewertungskriterien konkret definiert. Im Rahmen des delegierten Rechtsakts wurden auch Kriterien für energetisch nachhaltige Gebäude

vorgestellt. Wenn eine Pfandbriefbank solche Gebäude finanziert, wären diese Immobilienkredite „grüne Hypotheken“ im Sinne der Taxonomie.

UMWELTZIELE DER EU-TAXONOMIE-VERORDNUNG

Quelle: DZ BANK Research

EU-Kriterien für grüne Gebäude

Immobilien werden als Taxonomie-konform anerkannt, wenn sie einen Energieausweis der Klasse A aufweisen oder zu den besten 15 Prozent in Bezug auf den Primärenergiebedarf des Gebäudebestands eines Landes oder einer Region zählen. Ferner ist für Neubauten ab dem Jahr 2021 ein maximaler Energieverbrauch von 10 Prozent unterhalb der von jedem Mitgliedstaat zu definierenden Anforderungen für ein Niedrigstenergiegebäude (Nearly Zero-Energy Building) vorgesehen. Es reicht aber nicht aus, dass ein Gebäude die dargestellten und durchaus ambitionierten Kriterien erfüllt. Ein Gebäude wird nur dann Taxonomie-konform sein, wenn die erwähnten Kriterien und die DNSH-Regel eingehalten werden.

ZUSAMMENFASSUNG WICHTIGER REGELN FÜR TAXONOMIE-KONFORME GEBÄUDE FÜR DAS UMWELTZIEL KLIMASCHUTZ
BEWERTUNGSKRITERIEN FÜR DEN GEBÄUDESEKTOR

Kauf und Besitz von Gebäuden, die vor Ende 2020* gebaut wurden	1) Entweder es liegt ein Energieausweis der Klasse A oder besser vor … 2) … oder das Gebäude gehört zu den besten 15 Prozent des nationalen oder regionalen Gebäudebestands nach Primärenergiebedarf (Vergleich mit dem Bestand der bis Ende 2020 gebauten Häuser) Zusätzlich für größere Nichtwohngebäude (Nennleistung Klima- und Heizungsanlage > 290 kW): Nachweis über den Einsatz eines Energiemanagementsystems
Bau von neuen Gebäuden (gebaut ab 2021)	Primärenergiebedarf des Gebäudes liegt 10 Prozent unter der Anforderung an Niedrigstenergiegebäude (Nearly Zero-Energy Building, NZEB) Zusätzlich für Gebäude > 5.000 Quadratmeter: 1) Luftdichtigkeitstest 2) Test der thermischen Integrität (oder diesbezüglich nachvollziehbare Qualitätskontrollprozesse während des Bauprozesses) 3) Lebenszyklusbetrachtung über Treibhausgasausstoß
Renovierung von Gebäuden	Durch die Renovierung verringert sich der Primärenergiebedarf um mindestens 30 Prozent Erfüllung der gesetzlichen Vorgaben für umfassende Sanierungen (Major Renovation)

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

DNSH-Kriterien sorgen für Kopfzerbrechen

Im Zusammenhang mit dem Umweltziel Klimaschutz sieht der delegierte Rechtsakt für Neubauten, der Renovierung von Gebäuden sowie dem Kauf und Besitz von Gebäuden unter anderen die folgenden DNSH-Kriterien vor:

- Integration von Anpassungslösungen, die Klimarisiken reduzieren
- Klimarisiko- und Auswirkungsanalysen
- Maximalverbräuche für Wasserarmaturen bei Nichtwohngebäuden
- Mindestens 70 Prozent der Bau- und Abbruchabfälle sind recyclingfähig
- Gebäudedesign und Bautechnik unterstützen Kreislaufwirtschaft sowie Begrenzung des Abfallaufkommens bei Bau und Abbruch
- Maßnahmen zur Lärm-, Staub- und Schadstoffemissionsbegrenzung während der Bauarbeiten
- Baugrundanalyse bei Altlastenverdacht sowie Grenzwerte für Gefahrstoffe
- Das Gebäude wird nicht in einem Schutzgebiet errichtet

Kritik an der Menge an Daten, die neu erhoben werden müssen

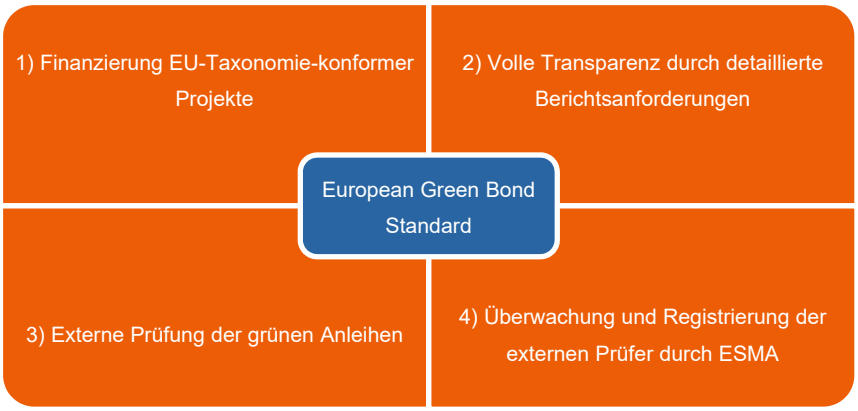
Laut vdp gehen die für grüne Gebäude notwendigen Informationen weit über das aktuell bei Immobilienfinanzierungen verfügbare Datenmaterial hinaus. Deshalb fällt im Zusammenhang mit dem Thema EU-Taxonomie von Seiten des vdp auch schon mal der Begriff „Bürokratiemonster“, weil Banken immer mehr Daten erheben müssen. Dazu ein Beispiel: Bei Neubauvorhaben werden zwar bekannte physische Risiken wie beispielsweise Hochwasser geprüft. Eine zukunftsgerichtete Analyse einzelner physischer Klimarisiken mit einem Projektionszeitraum von – wie in der Taxonomie gefordert – 10 bis 30 Jahren findet momentan nicht statt. Für Banken dürfte es daher eine große Herausforderung werden, für Immobilienkredite derzeit den Nachweis einer Taxonomie-Konformität zu führen. Der Verband kritisiert eine überbordende Komplexität. Außerdem fehlt es auf nationaler und europäischer Ebene an Datenbanken, die den Banken helfen könnten, die erforderlichen Informationen einheitlich und strukturiert abzurufen. Daneben prangert der vdp an, dass es keine Gewichtung der DNSH-Kriterien gibt. Der tropfende Wasserhahn erlangt dadurch dasselbe Gewicht wie die Prüfung auf Altlasten oder die Bewahrung von Schutzgebieten.

Europäischer Standard: Vorschlag für EU-Standards für grüne Anleihen

Goldstandard für grüne Anleihen: European Green Bonds

Der sogenannte European Green Bond Standard (EUGBS) stellt vier Anforderungen an grüne Anleihen: 1) die Emissionserlöse aus der Anleihe müssen vollständig in Projekte fließen, die im Einklang mit der EU-Taxonomie stehen, 2) volle Transparenz durch detaillierte Berichtsanforderungen, 3) alle grünen Anleihen und deren Taxonomie-konforme Mittelverwendung müssen durch einen externen Prüfer überprüft werden und 4) Überwachung und Registrierung der externen Prüfer durch die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA). In den Punkten 2) und 3) sind die ICMA-Richtlinien klar wiederzuerkennen. Der Bezug zur EU-Taxonomie geht wiederrum inhaltlich deutlich über die ICMA-Kriterien hinaus. Laut Vorstellungen der EU-Kommission soll der EUGBS zum internationalen „Goldstandard“ für grüne Anleihen werden, zum Nutzen von Emittenten (Nachweis zur Finanzierung von Taxonomie-konformen Projekten) und Investoren (leichteres Erkennen von nachhaltigen Investments und dadurch Reduzierung des Risikos von „Greenwashing“). Alle Emittenten von grünen Anleihen weltweit können die EUGBS freiwillig befolgen, egal ob sie ihren Sitz innerhalb oder außerhalb der EU haben.

DIE VIER ECKPUNKTE DES EUROPEAN GREEN BOND STANDARDS



Quelle: EU Kommission, Darstellung DZ BANK Research

ICMA ist mit aktualisierter Green Bond-Definition der EU einen Schritt voraus

Während der EUGBS Standard Mitte 2022 noch nicht verabschiedet war und auf sich warten ließ, hat ICMA überarbeitete Leitlinien für ihre Green Bond Principles, Social Bond Principles, die Sustainability Bond Guidelines und Sustainability-Linked Bond Principles vorgestellt. Ergänzend wurde darüber hinaus ein aktualisiertes Verzeichnis von etwa 300 Leistungsindikatoren (Key Performance Indicators, KPI) für Sustainability-Linked Bonds veröffentlicht. Die KPI sind nach Sektoren sowie nach Kern- und Sekundärindikatoren geordnet. Ferner wurde ein neues Methodenregister für die Finanzierung des Klimawandels (Climate Transition Finance, CTF) mit einer Liste von Instrumenten erstellt, die Emittenten, Investoren oder Finanzintermediären helfen sollen, ihre Emissionsreduktionspfade als wissenschaftlich fundiert zu validieren. Ebenso wurden die Leitlinien für externe Überprüfungen aktualisiert. Hinsichtlich der Offenlegung wurden neue Metriken in Bezug auf die Wirkungsweise für grüne Projekte, die sich auf die ökologisch nachhaltige Bewirtschaftung lebender natürlicher Ressourcen und die Landnutzung beziehen, und für soziale Projekte (einschließlich einer erweiterten Liste sozialer Indikatoren und einer Wirkungsbestätigung für die Zielbevölkerung) publiziert.

Im Moment sind die ICMA-Kriterien der Marktstandard

Im Jahr 2021 wurde laut ICMA bei schätzungsweise 98 Prozent der weltweit begebenen nachhaltigen Anleihen auf die Leitlinien der ICMA verwiesen. Im Covered Bond Markt liegt diese Quote nach unserer Recherche sogar bei 100 Prozent. Von den weltweit bislang 40 Emittenten, die nachhaltige gedeckte Anleihen in Euro (Emissionsvolumen mindesten 250 Mio. Euro) aufgelegt haben, beachten alle die entsprechenden ICMA Leitlinien. Insofern werden die ICMA Vorgaben mit Fug und Recht als Marktstandard bezeichnet.

Grüne und Soziale Pfandbriefe basieren auf den Prinzipien der ICMA

Der vdp strebt eine Annäherung an die Taxonomie-Kriterien im Rahme der Vorgaben für Grüne und Soziale Pfandbriefe im Laufe der Zeit an. Allerdings nehmen die vdp-Mindestanforderungen derzeit keinen direkten Bezug auf die Taxonomie-Kriterien. Die Grünen und Soziale Pfandbriefe können daher ihren Namen behalten und bleiben auch im Einklang mit den ICMA-Richtlinien. Sie werden allerdings nicht so schnell – so wie es momentan aussieht – den Status als European Green Bond erhalten.

ESG und Kreditausfallrisiken

Je grüner die Hypothek, desto geringer ihr Kreditrisiko, sagt eine aktuelle Untersuchung der EEFIG

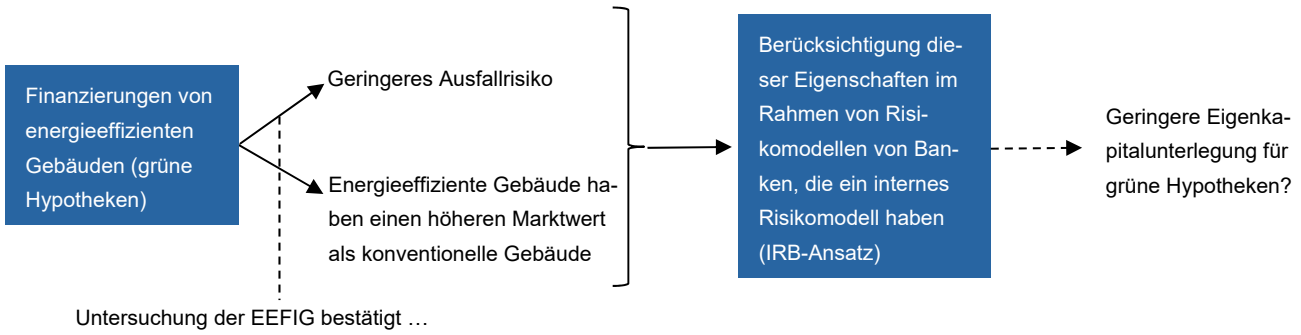
Die EZB betont im Rahmen ihrer Arbeit immer mehr die Bedeutung von Nachhaltigkeitsthemen, auch bezüglich deren Einfluss auf Kreditausfallrisiken. In diesem Zusammenhang stellt sich die Frage, ob Finanzierungen von grünen Gebäuden für die

Bank mit geringeren Risiken verbunden sind. Die Initiative für energieeffiziente Hypotheken (EEMI) des europäischen Hypothekenverbandes hat bereits mehrere Studien unterstützt, die den Zusammenhang zwischen der Energieeffizienz von Gebäuden und dem Kreditrisiko von Hypotheken untersucht haben. Eine grundlegende Studie war von der Energy Efficiency Financial Institutions Group (EEFIG) im Auftrag der EU-Kommission erstellt und im April 2022 veröffentlicht worden: „The quantitative relationship between energy efficiency improvements and lower probability of default of associated loans and increased value of the underlying assets“. Ein wesentliches Ergebnis der im EEFIG-Bericht vorgestellten Untersuchung sieht eine negative Korrelation zwischen Energieeffizienz des Gebäudes und dem Kreditrisiko der Hypothek. Kurz auf den Punkt gebracht: Je grüner die Hypothek, desto geringer das Kreditrisiko. Für ihre Analyse hat EEFIG einen Datenpool von fast 800.000 Wohnbauhypotheken verwendet, wobei der Löwenanteil mit 658.000 aus Großbritannien stammte. Die Berechnungen bestätigen nach den Regeln der statistischen Kunst, dass Kunden, die Immobilien mit hoher und mittlerer Energieeffizienz finanzieren, ein um 20 Prozent geringeres Risiko der Zahlungsunfähigkeit haben als Kunden, die über Immobilien mit niedriger Energieeffizienz verfügen. Dieses Ergebnis stellte sich auch ein, wenn Kontrollvariablen einbezogen wurden, um Effekte von beispielsweise Einkommen des Kreditnehmers, Darlehenslaufzeiten, Beleihungsquoten sowie eine Reihe von Variablen in Bezug auf das Gebäude zu berücksichtigen. Die Ergebnisse der EEFIG reihten sich in statistische Untersuchungen ein, die anhand von Daten aus Italien, Portugal und den Niederlanden von der EEMI in den vergangenen Jahren vorgenommen wurden.

Grüne Gebäude haben einen höheren Marktwert

Energieeffiziente Gebäude haben laut der Studie einen Marktpreisaufschlag von bis zu 10 Prozent gegenüber konventionellen Gebäuden. Außerdem würden sich bei der Vermietung von grünen Gebäuden um bis zu 5 Prozent höhere Mieten durchsetzen lassen. Darin spiegelt sich unserer Meinung nach die Energieersparnis bei der Nutzung des Gebäudes wider, wobei vor dem Hintergrund der stark gestiegenen Energiekosten der wertsteigernde Effekt für grüne Immobilien künftig eher zunehmen dürfte. EEFIG empfiehlt Finanzinstituten die Energieeffizienz von den als Sicherheit hinterlegten Gebäuden zu erfassen und soweit möglich die statistischen Ansätze der Arbeitsgruppe für die Analyse ihrer eigenen Portfolios zu übernehmen. Damit könnten Banken ihre Kreditrisiken besser steuern und die Kapitalunterlegung für ihre Hypotheken optimieren. Hypothekarkreditgeber, die interne Risikomodelle verwenden, sollten deshalb die Energieeffizienz als Risikofaktor in diesen Modellen berücksichtigen. Ferner sollten Finanzinstitute spezielle Kreditprodukte entwickeln, um Kunden künftig bei der energetischen Sanierung von Gebäuden (besser) zu unterstützen.

GRÜNE HYPOTHEKEN: RECHTFERTIGT DER GERINGERE RISIKOGEHALT EINE GERINGERE EIGENKAPITALUNTELEGUNG?



Quelle: DZ BANK Research

RECHTLICHE GRUNDLAGEN

Zusammenfassung der Änderungen im Pfandbriefgesetz zum 8. Juli 2022

Am 8. Juli 2022 sind weitere Änderungen am Pfandbriefgesetz (PfandBG) in Kraft getreten, die bereits 2021 im Rahmen der Umsetzung der Europäischen Covered Bond Richtlinie (CBR) beschlossenen wurden. Zu den jüngst in Kraft getretenen Änderungen zählen:

Neuer Bezeichnungsschutz

- Einführung des neuen Bezeichnungsschutzes „Europäische gedeckte Schuldverschreibungen (Premium)“ für Hypothekenpfandbriefe, Öffentliche Pfandbriefe und Schiffspfandbriefe sowie „Europäische gedeckte Schuldverschreibungen“ für Flugzeugpfandbriefe.

Einführung einer nennwertigen Mindestüberdeckung

- Einführung einer nennwertigen sichernden Überdeckung von 2 Prozent für Hypothekenpfandbriefe und Öffentliche Pfandbriefe sowie von 5 Prozent für Schiffs- und Flugzeugpfandbriefe. Die parallel dazu weiter bestehende barwertige sichernde Überdeckung (auf Basis von Risikobarwerten in Stressszenarien) soll zur Abdeckung der Abwicklungskosten dienen. Deshalb dürfen fortan die Vermögenswerte, die zur Erfüllung der barwertigen sichernden Überdeckung verwendet werden, nicht gleichzeitig für die Erfüllung der nennwertigen sichernden Überdeckung angerechnet werden.

Erweiterte Transparenzanforderungen

- Erweiterung der Transparenzangaben um a) eine Liste der ausstehenden Pfandbriefe mit ihrer internationalen Wertpapierkennnummer (ISIN), b) Angaben zur gesetzlichen, vertraglichen und freiwilligen Überdeckung, c) Erläuterungen zu den Voraussetzungen für eine Fälligkeitsverschiebung der ausstehenden Pfandbriefe, inklusive der Befugnisse des Sachwalters und deren Auswirkungen auf die Fälligkeitsstruktur der ausstehenden Pfandbriefe, d) Angaben zum Liquiditätsrisiko in Form der größten Liquiditätslücke innerhalb der nächsten 180 Tage (als kumulierter Betrag der Tagessalden der Zahlungsströme) sowie des Tages, an dem diese Liquiditätslücke auftritt sowie e) Anteil der Deckungswerte, die nach Artikel 178 der europäischen Bankenverordnung (CRR) ausgefallen sind. Darüber hinaus wurden die Pflichtangaben zu Derivaten in der Deckungsmasse und weiteren Deckungswerten ausgebaut. Die zusätzlichen Transparenzvorgaben müssen für das dritte Quartal 2022 erstmals erfüllt werden. Die Angaben für die Vorjahreswerte müssen allerdings erst ein Jahr später zum dritten Quartal 2023 mit veröffentlicht werden.

Neue Anforderungen an Forderungen gegen Banken als weitere Deckungswerte

- Guthaben bei Kreditinstituten können nur noch dann als sichernde Überdeckung verwendet werden, wenn sich die Forderungen gegen Banken mit einem externen Rating einer anerkannten Agentur der Bonitätsstufe 1 (Aa3/AA- oder besser) oder Bonitätsstufe 2 (A3/A- oder besser) richten. Guthaben bei Kreditinstituten aus derselben Unternehmensgruppe wie die Pfandbriefbank können nicht mehr für die sichernde Überdeckung benutzt werden. Diese Forderungen können jedoch bis zu 2 Prozent für die weiteren Deckungswerte genutzt werden, wenn sie aus der Zahlungsabwicklung von Deckungswerten entstehen.

Pflichthinweis auf die mögliche Fälligkeitsverschiebung

- Ab dem 8. Juli 2022 müssen die Pfandbriefbanken in ihren Emissionsbedingungen auf die Möglichkeit einer Fälligkeitsverschiebung hinweisen und unter welchen Voraussetzungen diese erfolgen können.

Neue öffentliche Liste der Aufsicht

- Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht wird gesetzlich verpflichtet, quartalsweise auf ihrer Internetseite eine Liste der Pfandbriefbanken zu veröffentlichen. In dieser Liste werden auch die Pfandbriefprogramme aufgeführt, deren gedeckte Anleihen als „Europäische gedeckte Schuldverschreibung (Premium)“ oder „Europäische gedeckte Schuldverschreibung“ bezeichnet werden dürfen.

Zusammenarbeit der beteiligten Behörden

- Die Zusammenarbeit der beteiligten Aufsichtsbehörden im Zusammenhang mit der besonderen öffentlichen Aufsicht für das Pfandbriefgeschäft der Banken wird im Pfandbriefgesetz neu geregelt.

Neue Regeln für das Derivategeschäft

- Gesetzliche Verpflichtung, die Derivategeschäfte in der Deckungsmasse angemessen zu dokumentieren (inklusive Rechtsgutachten zu den Derivategeschäften), regelmäßig zu überprüfen und gegebenenfalls zu aktualisieren sowie verfügbar zu halten. Der Umfang der Sicherungsgeschäfte/-beziehungen muss angepasst werden, wenn sich zum Beispiel durch Tilgungen die Risikoposition verändert hat. Derivate mit Instituten aus derselben Unternehmensgruppe wie die Pfandbriefbank sind nicht mehr deckungsfähig.

Aktualisierter Strafkatalog

- Fahrlässige Falscheintragungen in das Deckungsregister, wodurch die Identifizierung des Deckungswerts nicht möglich ist, weil die Angaben falsch oder unvollständig sind, werden in den Katalog der Ordnungswidrigkeiten aufgenommen. Die Veröffentlichung von Sanktionen gegen eine Pfandbriefbank und deren Geschäftsleitung wurde neu geregelt.

Geplante Änderungen in relevanten Verordnungen

Änderungen wurden 2021 zur Konsultation gestellt

Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) hat im Juli 2021 überarbeitete pfandbriefrelevante Verordnungen zur Konsultation gestellt (siehe hierzu die Studie des DZ BANK Research „BaFin: Konsultation für neue pfandbriefrechtliche VO“ vom 5. Juli 2021). Die Veröffentlichung der neuen Pfandbrief-Verordnung wurde bereits für Ende Juni 2022 erwartet, sie ist jedoch zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dieser Studie noch nicht erfolgt (Redaktionsschluss war 29. August 2022). Zu den wichtigsten Änderungen, die diskutiert wurden, zählen die folgenden Punkte:

Realitätscheck für die Barwertrechnung

- „Die Realität negativer Zinssätze [wird] in der Barwertdeckung nicht hinreichend berücksichtigt“ schrieb die BaFin im Juli 2021 (damals notierten die Renditen von Bundesanleihen noch satt im Minus). Die Realität am Kapitalmarkt ist inzwischen weiter. Dennoch ist es sinnvoll den Passus zu streichen, nach welchem die für die Diskontierung verwendeten Zinskurven nicht unter die Nulllinie fallen durften.

Reform der Beleihungswertermittlung

- Die Berechnung der Beleihungswerte für Immobilien soll reformiert werden. Die Pfandbriefbanken wünschen sich realistischere Diskontierungsfaktoren bei der Berechnung des Ertragswerts einer Immobilie, der maßgeblich für den Beleihungswert ist. Die bislang geltenden Diskontierungsfaktoren haben im Niedrigzinsumfeld dazu geführt, dass die Beleihungswerte deutlich unter den Marktwerten der Gebäude rangierten. Außerdem soll die Kleinkreditgrenze auf 500.000 Euro angehoben werden. Für die Ermittlung von Vergleichswerten für inländische Immobilien sollen künftig auch computerunterstützte Verfahren erlaubt sein.

Digitales Meldewesen und ...

» Die Rechtsgrundlagen für ein digitales Meldewesen sollen geschaffen werden. Mit einem neuen Berichtsformat sollen auch die Daten erhoben werden, die zur Festsetzung von höheren Mindestdeckungsanforderungen benötigt sind.

... modernere Registerführung

» Modernisierung der Registerführung, indem beispielsweise die Möglichkeit zur Digitalisierung der Registernachweise geschaffen wird.

Überblick der Rechtsgrundlagen: Fragen & Antworten

Was sind die Rechtsgrundlagen?

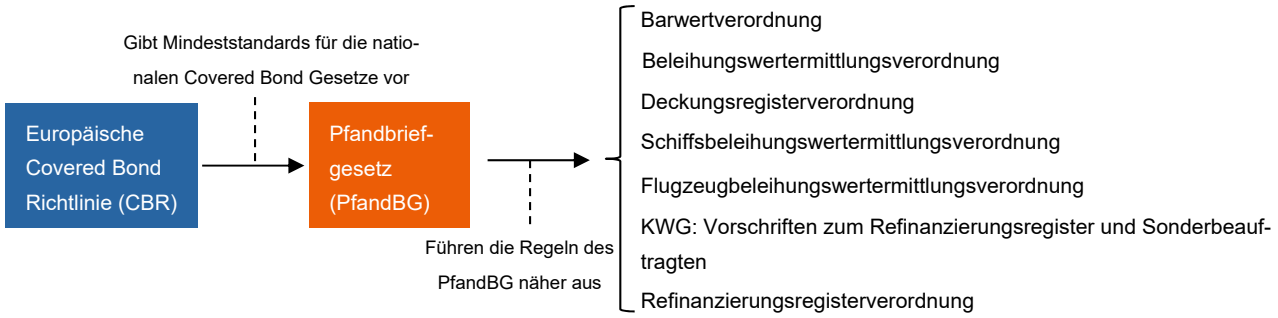
PfandBG bildet die gesetzliche Grundlage

Das Pfandbriefgesetz ist der zentrale Baustein für den Rechtsrahmen von gedeckten Bankanleihen in Deutschland. Es wurde im Mai 2021 geändert, um die Europäische Covered Bond Richtlinie (CBR) in deutsches Recht umzusetzen. Die Änderungen erfolgten in zwei Stufen. Zum 1. Juli 2021 wurde bereits ein gesetzlicher Soft Bullet für den Pfandbrief erlassen, indem der Sachwalter ermächtigt wurde, unter bestimmten Voraussetzungen die Laufzeit von Pfandbriefen um bis zu zwölf Monate zu verlängern.

Verordnungen der BaFin führen das PfandBG näher aus

Neben dem PfandBG gibt es zusätzlich Verordnungen der BaFin, die die teilweise allgemein gehaltenen gesetzlichen Vorgaben näher ausführen. Viele Marktteilnehmer haben die Veröffentlichung der aktualisierten Pfandbrief-Verordnungen der BaFin für Ende Juni 2022 erwartet. Allerdings wurde die neue Pfandbrief-Verordnung bis zum Redaktionsschluss dieser Studie (29. August 2022) nicht erlassen. Die neue Verordnung wird unter anderem die Beleihungswertermittlung, die Barwertrechnung und das Meldewesen reformieren.

ÜBERSICHT ZU DEN EINZELNEN RECHTSGRUNDLAGEN FÜR DEN DEUTSCHEN PFANDBRIEF



Quelle: DZ BANK Research

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

Treuhänder kontrolliert das Tagesgeschäft

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

Wie ist die öffentliche Aufsicht ausgestaltet?

Deckungsprüfung durch die BaFin in der Regel nach jeweils drei Jahren

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

Informationsrechte und Eingriffsmöglichkeiten der BaFin

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

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

Anforderungen an die Emittenten

Wer darf Covered Bonds emittieren?

Erlaubnis der BaFin erforderlich

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

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

Anforderungen zum Erhalt einer Pfandbrieflizenz

Ja. Zur Emission von Pfandbriefen ist die Erlaubnis der BaFin erforderlich, wobei die „Pfandbrieflizenz“ auf eine oder mehrere Pfandbriefarten – Hypothekenpfandbriefe, Öffentliche Pfandbriefe, Schiffspfandbriefe und/oder Flugzeugpfandbriefe – begrenzt werden kann. Für den Erhalt der Lizenz sieht das Pfandbriefgesetz keine Mindest- oder Höchstwerte für das Pfandbriefemissionsvolumen vor. Die Pfandbrieflizenz wird erteilt, wenn das Kreditinstitut bestimmte Mindestanforderungen erfüllt. Zu den allgemeinen Anforderungen gehören unter anderem die folgenden Punkte:

Regelmäßige Pfandbriefemissionen

- Das Kreditinstitut muss eine Erlaubnis für das Betreiben des Kreditgeschäfts besitzen. Durch einen Geschäftsplan ist der BaFin vom Pfandbriefemittenten nachzuweisen, dass das Pfandbriefgeschäft regelmäßig betrieben werden soll.

Mindestkapital und geeignetes Risikomanagement

- 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 ausgerichtet sein.

Anforderungen an das Risikomanagement

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

Limitsystem und Rückführung der Risiken, falls erforderlich

- 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 regelmäßige Überprüfung

- Flexibilität und Anpassungsfähigkeit an sich ändernde Bedingungen neben einer mindestens jährlichen Überprüfung des Risikomanagementsystems
- Regelmäßige, mindestens jedoch vierteljährliche, Vorlage eines Risikoberichts an den Vorstand der Pfandbriefbank
- Das Risikomanagementsystem muss ausführlich und nachvollziehbar dokumentiert sein

Lizenz kann auch wieder entzogen werden

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

Öffentliches Register der BaFin

Existiert ein öffentliches Register aller Covered Bond Programme?
Ja, die BaFin informiert auf ihrer Internetseite, ob eine Bank die Erlaubnis zum Betreiben des Pfandbriefgeschäfts hat.

Ausgestaltung der Transaktionsstruktur

Integriertes Modell, die Deckungswerte bleiben auf der Bilanz des Emittenten

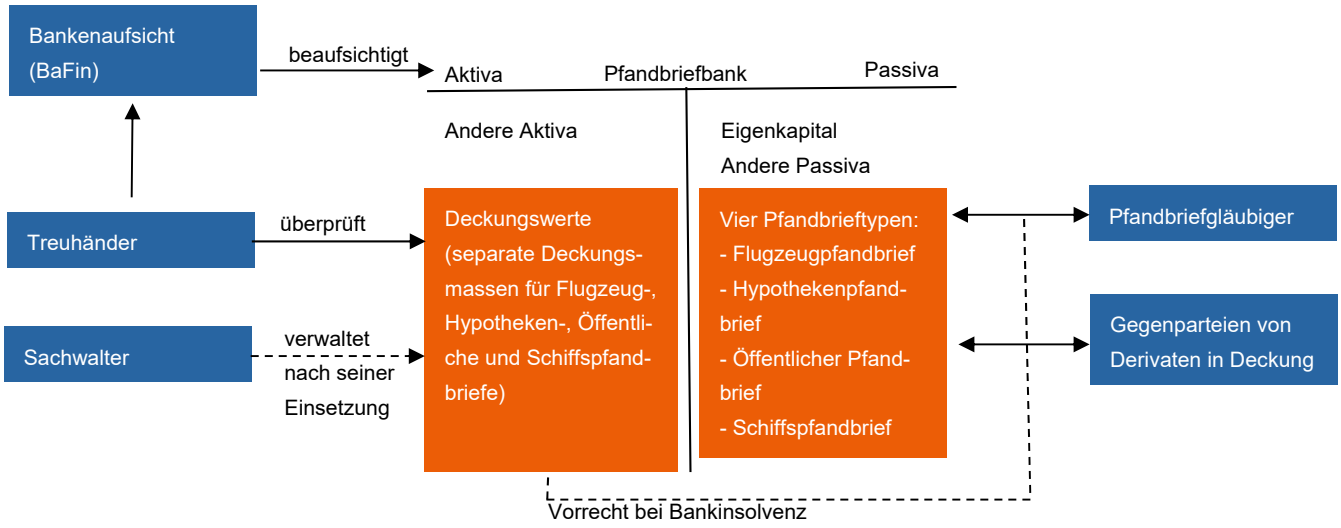
Welche Transaktionsstruktur liegt den Covered Bonds zugrunde?
Das deutsche Pfandbriefrecht folgt dem integrierten Modell. Das heißt, die Deckungswerte bleiben auf der Bilanz des Emittenten. Durch die Eintragung aller Deckungswerte in ein Register wird sichergestellt, dass im Fall einer Insolvenz die Deckungsmasse für die Pfandbriefgläubiger eindeutig identifizierbar ist. Spätestens nach Insolvenz würde die Deckungsmasse vom restlichen Vermögen der Pfandbriefbank getrennt.

Ist der doppelte Rückgriff gewährleistet?

Pfandbriefe sind besicherte Bankanleihen

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

VERALLGEMEINERTE STRUKTUR EINES PFANDBRIEFS



Source: DZ BANK Research

Wurde ein aufsichtsrechtliches Emissionslimit festgelegt?

Keine Umlaufgrenze

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

Zulässige Deckungswerte

Welche Deckungswerte sind zulässig?

a) Öffentliche Pfandbriefe

Forderungen gegenüber Gebietskörperschaften

Für Öffentliche Pfandbriefe dürfen nur Forderungen mit einem Bezug zum öffentlichen Sektor als Deckungswerte verwendet werden. Das PfandBG gibt hierzu detaillierte Anforderungen vor, die verkürzt wie folgt zusammengefasst werden können:

- Forderungen gegenüber inländischen Gebietskörperschaften oder solchen Körperschaften und Anstalten des öffentlichen Rechts, die zur Erhebung von Gebühren, Umlagen oder anderen Abgaben berechtigt sind.

- Forderungen gegenüber Mitgliedsländern der EU oder Vertragsstaaten des Europäischen Wirtschaftsraums (EWR) sowie deren Zentralbanken und Forderungen gegenüber Regionalverwaltungen und Gebietskörperschaften aus den Mitgliedsländern der EU und des EWR.

- Forderungen gegenüber Großbritannien, den Vereinigten Staaten von Amerika, Japan, der Schweiz und Kanada sowie deren Zentralbanken, Regionalverwaltungen und Gebietskörperschaften, solange diese aufsichtsrechtlich der Bonitätsstufe 1 zugeordnet werden können.
- Forderungen gegenüber der EZB und anderen multilateralen Entwicklungsbanken und internationalen Organisationen laut der europäischen Bankenverordnung (CRR).
- Öffentliche Stellen eines Mitgliedsstaats der EU oder des Europäischen Wirtschaftsraums
- Öffentliche Stellen im Sinne der 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. Dies könnten zum Beispiel auch staatlich garantierte Forderungen gegenüber kleinen und mittelständischen Unternehmen sein.
- Exportfinanzierungen, deren Erfüllung durch eine öffentliche Stelle garantiert ist.

Deckungsfähigkeit bei Anleihen mit Umschuldungsklausel ist gegeben

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 Gläubiger 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.

RATINGABHÄNGIGE BEWERTUNGSABSCHLÄGE IM VDP BONITÄTSDIFFERENZIERUNGSMODELL

Rating*	Abschläge gültig bis 31. Dezember 2017	Abschläge gültig bis 31. Dezember 2018	Abschläge gültig bis 31. Dezember 2019	Abschläge gültig bis 31. Dezember 2020	Abschläge gültig bis 31. Dezember 2021	Abschläge gültig seit 1. Januar 2022
AAA bis BBB-	0%	0%	0%	0%	0%	0%
BB+	9%	8%	8%	7%	7%	9%
BB	11%	11%	10%	10%	9%	11%
BB-	14%	13%	13%	12%	12%	14%
B+	18%	17%	16%	15%	15%	17%
B	21%	20%	20%	19%	18%	21%
B-	26%	24%	24%	23%	22%	25%
CCC	36%	34%	34%	33%	32%	35%
CC	55%	54%	54%	52%	52%	54%
C	80%	79%	79%	79%	78%	80%
D	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Quelle: vdp, Darstellung DZ BANK Research, Stand Juli 2022, * Ratingnote von S&P beziehungsweise entsprechende Bonitätsnote von Fitch oder Moody's

Bewertungsvorschriften für öffentliche Schuldner fehlen im Pfandbriefgesetz

Das Pfandbriefgesetz erlaubt die Forderungen gegen die zuvor genannten öffentlichen Stellen in der Deckungsrechnung vollständig zu berücksichtigen und zwar in den meisten Fällen unabhängig von der Bonität des Schuldners beziehungsweise Garantiegebers. Die im vdp zusammengeschlossenen Institute haben sich 2012 hinsichtlich der Berücksichtigung der Bonität öffentlicher Schuldner bei der Deckungsrechnung für Pfandbriefe auf Standards geeinigt, die über die Anforderungen des PfandBG hinausgehen. Der vdp nennt diese standardisierte Vorgehensweise vdp-Bonitätsdifferenzierungsmodell oder „vdp-Modell zur Differenzierung der Bonität von Staaten“. Bei der Anrechnung von Forderungen gegen Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraums und deren unterstaatlichen Stellen berücksichtigen die vdp-Mitgliedsinstitute in der Deckungsrechnung ratingabhängige Abschläge (siehe vorstehende Tabelle).

b) Hypothekenpfandbriefe

Grundpfandrechtlich gesicherte Forderungen

Als Deckungswerte für Hypothekenpfandbriefe 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 Hypothekenkredite werden durch die Versicherungspflicht für die Immobilie und die Beleihungswertermittlung gestellt.

Sachwert versus Ertragswert

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

REFORM DER KAPITALISIERUNGSSÄTZE FÜR DIE ERMITTLUNG DER BELEIHUNGSWERTE

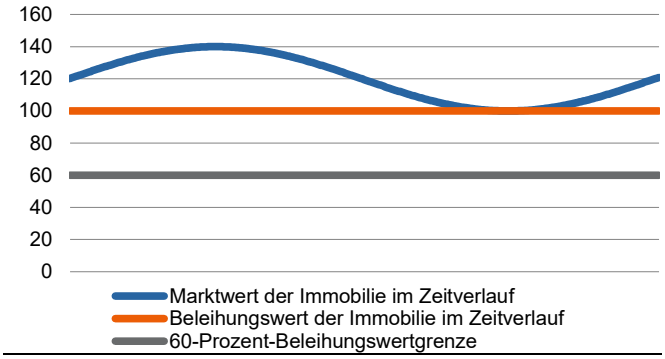
Die Beleihungswertermittlungsverordnung legt die zu verwendenden Abzinsungsfaktoren für das Ertragswertverfahren fest, die aus den Kapitalisierungszinssätzen abgeleitet werden. Die Kapitalisierungszinssätze durften laut bisheriger Beleihungswertermittlungsverordnung für Wohnimmobilien nicht niedriger als 5 Prozent sein. Für Gewerbeimmobilien mussten mindestens 6 Prozent angesetzt werden, wobei Banken im begründeten Ausnahmefall diesen Prozentsatz um 0,5 Prozentpunkte unterschreiten durften. Diese Kapitalisierungszinssätze führten im Niedrigzinsumfeld zu Beleihungswerten, die weit unterhalb der Marktwerte der Immobilien rangierten. Die BaFin überlegt, die Kapitalisierungszinssätze zu verändern.

Quelle: DZ BANK Research

Beleihungswert berücksichtigt nur die nachhaltigen Eigenschaften einer Immobilie

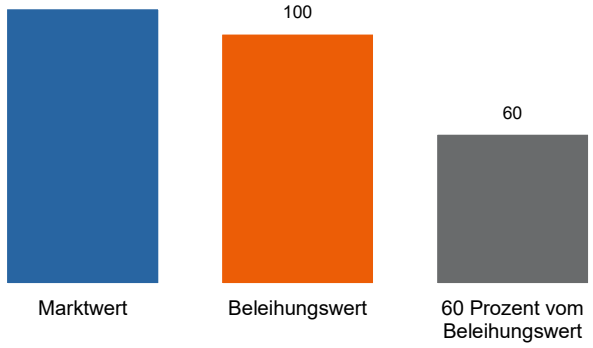
Der Beleihungswert überschreitet in der Regel nicht den im Zeitverlauf schwankenden Markt- oder Verkehrswert einer Immobilie, weil spekulative Elemente nicht bei der Ermittlung des Beleihungswerts berücksichtigt werden dürfen. Der Beleihungswert ist von einem Gutachter zu ermitteln, der von der Kreditentscheidung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

BELEIHUNGSWERT BERÜCKSICHTIGT NUR NACHHALTIGE EIGENSCHAFTEN EINER IMMOBILIE



Quelle: vdp, Darstellung DZ BANK Research

60-PROZENT-BELEIHUNGSWERTGRENZE BIETET ZUSÄTZLICHEN SCHUTZ



Quelle: DZ BANK Research

Erleichterungen für Darlehen, die unter die Kleinkreditgrenze fallen

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 (laut Entwurf der BaFin für die neuen Vorgaben zur Beleihungswertermittlung 500.000 Euro). Wenn der Darlehensbetrag zuzüglich eventuell bestehender Vorlasten diesen Grenzbetrag nicht überschreitet, können Banken ein vereinfachtes Verfahren zur Beleihungswertermittlung verwenden. Es können dann beispielsweise automatisierte Bewertungsverfahren, die auf hedonischen Modellen basieren können, zur Wertermittlung von Eigenheimen zur Unterstützung herangezogen werden.

Regelmäßige Prüfung der Beleihungswerte

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

Beleihungswertkonzept glättet LTV-Entwicklung

Das im Beleihungswert zum Ausdruck kommende Vorsichtsprinzip führt zu einer Glättung der Entwicklung des Beleihungsauslaufs (englisch Loan to Value, LTV) im Zeitverlauf. Steigende oder moderat fallende Immobilienpreise wirken sich nicht auf den aktuellen LTV aus. Stark fallende Hauspreise würden im Beleihungswert allerdings berücksichtigt werden. Außerdem zielen die Vorschriften zur Beleihungswertermittlung darauf ab, eine vorsichtige, langfristig nachhaltige Bewertung der Immobilie zu erreichen. Dies geht allerdings auf Kosten der Transparenz, denn die Beleihungswerte spiegeln nicht den aktuellen Wert der Immobilie wider, sondern können

auch deutlich geringer ausfallen, wenn die Marktwerte der Immobilien nach Erstellung der Beleihungswerte angestiegen sind.

Einheitliche Beleihungswertgrenze von 60 Prozent

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

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

Ertragswertverfahren (erste Säule)		**Sachwertverfahren (zweite Säule)**	
Bodenwert		Bodenwert	
600 Quadratmeter à 5.200 Euro pro Quadratmeter	3.120.000 Euro	600 Quadratmeter à 5.200 Euro pro Quadratmeter	3.120.000 Euro
Rohertrag		Gebäudewert	
2.000 Quadratmeter Bürofläche à 30 Euro pro Quadratmeter und Monat nachhaltige Miete	720.000 Euro	Herstellungskosten der baulichen Anlage: 11.500 Kubikmeter à 520 Euro pro Kubikmeter	5.980.000 Euro
15 PKW-Tiefgaragenstellplätze à 110 Euro pro Stellplatz und Monat	19.800 Euro	Wertminderung (0 Euro, da Neubau)	0 Euro
Jahresrohertrag (Jahresnettomiete)	739.800 Euro	Zwischensumme	5.980.000 Euro
Abzüglich Bewirtschaftungskosten, die nicht auf die Mieter umgelegt werden können		Zuzüglich Kosten der Außenanlage (3 Prozent)	179.400 Euro
- Verwaltungskosten (3 Prozent des Rohertrags)	22.194 Euro	Zwischensumme	6.159.400 Euro
- Instandhaltungskosten (Pauschalbetrag)	31.125 Euro	Abzüglich Sicherheitsabschlag gemäß (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 (16 Prozent)	886.954 Euro
Entspricht in Prozent des Rohertrags	11,2 Prozent	Gebäudewert	6.430.414 Euro
Bewirtschaftungskosten	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 Immobilie 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**	**Deckungswert (Beleihungsgrenze 60 Prozent)**	**6.150.000 Euro**

Quelle: vdp, Darstellung DZ BANK Research, * Kapitalisierungszins 6 Prozent, Restnutzungsdauer 60 Jahre

Geografische Restriktionen

Zusätzlich zu den genannten Anforderungen an die Deckungswerte gibt es noch geografische Restriktionen. So müssen die Hypotheken im Europäischen Wirtschaftsraum, Australien, Großbritannien, Japan, Kanada, Neuseeland, der Schweiz, Singapur oder den Vereinigten Staaten von Amerika belegen sein.

Gebäudeversicherungen sind Pflicht

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

c) Schiffspfandbriefe

Rechte an Schiffen und Schiffsbauwerken sowie Versicherungspflicht

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

Beleihungswertgrenze von 60 Prozent

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, dauernden Merkmale des Schiffs 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:

Aktueller Marktwert

- 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.

Durchschnittlicher Marktwert

- 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.

Neubaupreis

- Der Neubaupreis ist der mit der Werft vertraglich vereinbarte Baupreis zuzüglich angemessener und üblicher Nebenkosten.

Kaufpreis

- Der Kaufpreis ist der vertraglich vereinbarte Preis für den Erwerb des zu bewertenden Schiffs.

Schiffsbeleihungswertermittlung nutzt das Niederstwertprinzip

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

Preisverfall kann Neubewertung auslösen

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

d) Flugzeugpfandbriefe

Rechte an Flugzeugen, die sich auch auf die Triebwerke erstrecken

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

Unabhängiger Sachverständiger ermittelt den Wert des Flugzeugs

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, wobei diese 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, wenn zum Beispiel die Flugzeugpreise stark schwanken.

e) Weitere Deckungswerte (für alle Pfandbrieftypen)

Weitere Deckungswerte neben der ordentlichen Deckung

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

- Forderungen gegenüber der Europäischen Zentralbank und anderen Zentralbanken aus der Europäischen Union beziehungsweise des Europäischen Wirtschaftsraums sowie Forderungen gegen geeignete Kreditinstitute

  Forderungen gegenüber Zentralbanken und Kreditinstitute ...

- Für Hypotheken-, Schiffs- und Flugzeugpfandbriefe: Forderungen, die sich als ordentliche Deckung für Öffentliche Pfandbriefe qualifizieren würden

  ... sowie öffentlichen Schuldnern

- Derivate, die die Veränderungen im Wert der Deckungsmasse gegen Zins- und Währungsrisiken absichern

  Derivate

Begrenzung für den Barwert der Zahlungsverpflichtungen aus Derivaten in Deckung

Der Einsatz der Derivate in Deckung wird durch das PfandBG beschränkt. Auf Grundlage einer Barwertrechnung darf der Anteil der Zahlungsverpflichtungen aus den Derivaten in Deckung an der Summe aus den umlaufenden Pfandbriefen zuzüglich der Zahlungsverpflichtungen aus diesen Derivaten 12 Prozent nicht überschreiten. In dieser 12-Prozent-Grenze werden Derivate, die zur Absicherung von Währungspositionen eingesetzt werden, nicht berücksichtigt. Für alle Derivate, die der Deckungsmasse zugeordnet werden, gelten besondere Anforderungen für die zugrundeliegenden Rahmenverträge. Unter anderem darf die Insolvenz der Pfandbriefbank nicht die vorzeitige Beendigung des Derivats auslösen.

WEITERE DECKUNGSWERTE: ÜBERSICHT ZU FORDERUNGEN GEGEN BANKEN

1. Bis zu 8 Prozent des Gesamtbetrags des jeweils umlaufenden Pfandbrieftyps
   - Ansprüche aus den bei vorzeitiger Beendigung der Rahmenverträge für Derivate einheitlich an die Pfandbriefbank zu zahlenden Betrags (bezüglich der von der BaFin aufgrund einer Allgemeinverfügung erlaubten Banken)
2. Bis zu 10 Prozent des Gesamtbetrags des jeweils umlaufenden Pfandbrieftyps, wobei Forderungen aus 1. anzurechnen sind
   - Geldforderungen gegen und Guthaben bei Kreditinstitute (Bonitätsstufe 2)
   - Ansprüche aus den bei vorzeitiger Beendigung der Rahmenverträge für Derivate einheitlich an die Pfandbriefbank zu zahlenden Betrags (bezüglich Gegenparteien der Bonitätsstufe 2)
3. Bis zu 15 Prozent des Gesamtbetrags des jeweils umlaufenden Pfandbrieftyps, wobei die Forderungen aus 1. und 2. anzurechnen sind
   - Geldforderungen gegen die Europäische Zentralbank, Zentralbanken der Europäischen Union beziehungsweise des Europäischen Wirtschaftsraums sowie Kreditintitute (Bonitätsstufe 1) sowie Guthaben bei diesen Instituten
   - Ansprüche aus den bei vorzeitiger Beendigung der Rahmenverträge für Derivate einheitlich an die Pfandbriefbank zu zahlenden Betrags (bezüglich Gegenparteien der Bonitätsstufe 1)

Quelle: Pfandbriefgesetz, Darstellung DZ BANK Research

Anteil der weiteren Deckungswerte gesetzlich geregelt

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

Anforderungen an die Deckungsrechnung

Welche Anforderungen gibt es an die Deckungsrechnung und die Überdeckung?

Deckung zum Nenn- und Barwert mit einer Überdeckung von mindestens 2 Prozent

Das PfandBG sieht eine barwertige und eine nennwertige sichernde Überdeckung vor, die soweit relevant auch Verbindlichkeiten aus Derivaten in Deckung berücksichtigen muss. Details zur barwertigen Deckungsrechnung regeln besondere auf-

sichtsrechtliche Anforderungen der BaFin. Danach hat die Pfandbriefbank sicherzustellen, dass die barwertige Deckung auch in Stressszenarien gegeben ist und eine Überdeckung in Höhe von mindestens 2 Prozent sicherstellt. Die barwertige sichernde Überdeckung dient zur Deckung der Abwicklungskosten der Deckungsmasse und muss sich deshalb aus Deckungswerten zusammensetzen, die sich für die Abdeckung der Mindestliquiditätsquote eignen würden (LCR-fähige Vermögenswerte). Zusätzlich dürfen die für die barwertige sichernde Überdeckung verwendeten Deckungswerte nicht im Rahmen der nennwertigen Deckungsrechnung berücksichtigt werden. Dadurch wird de facto die nennwertige Übersicherungsquote erhöht. Die nennwertige sichernde Überdeckung beträgt für Hypothekenpfandbriefe und Öffentliche Pfandbriefe 2 Prozent und für Schiffs- und Flugzeugpfandbriefe 5 Prozent.

ZUSAMMENSPIEL AUS BAR- UND NENNWERTIGER ÜBERDECKUNG
ZAHLENBEISPIEL FÜR EINEN HYPOTHEKENPFANDBRIEF: AUS DEN ZAHLUNGSSTRÖMEN (LINKE TABELLE) ERGEBEN SICH DIE WERTE FÜR DIE BARWERTRECHNUNG, AUS WELCHER WIEDERUM DAS MINIMUM FÜR DIE NENNWERTIGE DECKUNGSMASSE BERECHNET WIRD

	Zahlungsstrom der Deckungsmasse	Zahlungsstrom der Pfandbriefe
Jahr 1	2	-2
Jahr 2	7	-5
Jahr 3	8	-6
Jahr 4	5	-4
Jahr 5	68	-66
Jahr 6	7	-6
Jahr 7	8	-7
Jahr 8	5	-3
Barwert (2 Prozent Marktzins)	**95,3**	**-85,7**

	In Euro	In Prozent
Barwertrechnung		
Barwertige Überdeckung	9,6	11,2 Prozent
Sichernde Überdeckung (mindestens 2 Prozent)	1,7	2,0 Prozent
	In Euro	**In %**
Berechnung der nennwertigen Überdeckung		
Pfandbriefumlauf	80,0	--
+ Sichernde nennwertige Überdeckung (min.)	1,6	2,0 Prozent*
+ Sichernde barwertige Überdeckung (min.)	1,7	2,0 Prozent
Minimum Deckungsmasse (Nennwert)	**83,3**	**4,1 Prozent****

Quelle: DZ BANK Research, * für Hypothekenpfandbriefe oder Öffentliche Pfandbriefe (bei Schiffs- oder Flugzeugpfandbriefen wäre die sichernde nennwertige Überdeckung 5 Prozent, ** Minimum nennwertige Überdeckung unter Berücksichtigung der bar- und nennwertigen sichernden Überdeckung

Überdeckung steht den Pfandbriefgläubigern insgesamt zur Verfügung

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 PfandBG stellt außerdem klar, dass die Vermögenswerte, die über die gesetzliche oder die von der BaFin verlangte Überdeckung hinausgehen, im Insolvenzfall der Pfandbriefbank zur Befriedigung der Pfandbriefgläubiger vorrangig zur Verfügung stehen.

Muss der Emittent ein Deckungsregister führen?

Getrenntes Deckungsregister für jeden Pfandbrieftyp

Ja. Alle zur Deckung der Pfandbriefe einer Bank dienenden Vermögenswerte müssen in ein für die jeweilige Pfandbriefart separat geführtes Deckungsregister eingetragen werden. Dieses ermöglicht die eindeutige Identifikation der jeweiligen Deckungsmasse. Einzelheiten über Form und den notwendigen Inhalten des Deckungsregisters sowie vorzunehmenden Eintragungen werden durch eine gesonderte Rechtsverordnung genau bestimmt.

Gibt es einen unabhängigen Kontrolleur der Deckungsmasse?

Treuhänder prüft fortlaufend die Einhaltung der gesetzlichen Vorgaben

Ja. Bei jeder Pfandbriefbank sind ein Treuhänder und mindestens ein Stellvertreter für den Treuhänder zu bestellen, die die ordnungsgemäße Führung des Deckungsregisters sowie die vorschriftsmäßige Deckung der Pfandbriefe prüfen. Die Bestellung erfolgt durch die BaFin nach Anhörung der Pfandbriefbank. Der Treuhänder wacht

unabhängig über die Einhaltung der gesetzlichen und aufsichtsrechtlichen Vorschriften bezüglich der Deckung der Pfandbriefe. Die Pfandbriefbank darf nur mit Genehmigung des Treuhänders neue Pfandbriefe emittieren oder Vermögensgegenstände aus der Deckungsmasse entnehmen. Vor Ausgabe neuer Pfandbriefe hat der Treuhänder zu bescheinigen, dass auch nach der Neuemission ausreichend Deckung zur Erfüllung der gesetzlichen Vorgaben vorhanden ist.

Weitreichende Informationsrechte

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.

Veröffentlichungspflichten

Müssen die Emittenten bestimmte Veröffentlichungspflichten einhalten?

Gesetzlicher Standard bei Pflichtangaben

Ja. Jede Pfandbriefbank ist verpflichtet, in einer öffentlich zugänglichen Form einmal pro Quartal den gesetzlichen Mindestkatalog an Informationen über die umlaufenden Pfandbriefe und die Deckungswerte zu veröffentlichen. Das PfandBG verlangt zum Beispiel, dass die Pfandbriefbank für jede Pfandbriefart den Gesamtbetrag der begebenen Pfandbriefe sowie der entsprechenden Deckungsmassen in Höhe des Nennwerts und Barwerts sowie auch den Risikobarwert aus der Barwertrechnung anzugeben hat. Beim Risikobarwert ist nur das Ergebnis aus dem Stressszenario anzugeben, das zur geringsten Überdeckung führt. Darüber hinaus sind die Laufzeitstruktur (nach Zinsbindung) der Pfandbriefe sowie der Deckungsmassen nach vorgegebenen Laufzeitbändern aufgegliedert aufzuführen. Die Deckungswerte und Pfandbriefe mit einer Zinsbindungsfrist von bis zu 24 Monaten werden in vier Abschnitten von je sechs Monaten ausgewiesen. Danach folgen drei weitere Laufzeitenbänder von je einem Jahr bis zur Zinsbindung von höchstens fünf Jahren. Die letzten zwei Laufzeitenbänder sind fünf bis zehn Jahre und mehr als zehn Jahre. Darüber hinaus müssen die möglichen Auswirkungen einer möglichen Laufzeitverlängerung durch den Sachwalter bei der Darstellung des Fälligkeitsprofils der Pfandbriefe berücksichtigt werden. Um den Investoren außerdem ein Gefühl für eventuell bestehende Zins- oder Währungsinkongruenzen im Rahmen des Pfandbriefgeschäfts der Bank zu geben, enthalten die Pflichtveröffentlichungen die Verteilung der Deckungsmasse und der umlaufenden Pfandbriefe nach fester und variabler Verzinsung. Außerdem muss der Nettobarwert offener Währungspositionen zwischen Pfandbriefen und Deckungswerten veröffentlicht (je Fremdwährung) und der aktuelle Wert (Nettobarwert) der Derivate in den Deckungsmassen ausgewiesen werden.

Informationen zu leistungsgestörten Forderungen und geografischer Verteilung

Für jede Pfandbriefart muss der Gesamtbetrag der leistungsgestörten Forderungen (mehr als 90 Tage im Rückstand) separat angeben 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 Deckungswerten getrennt gemacht werden.

ISIN Liste und die Höhe der Liquiditätsreserve

Pfandbriefbanken müssen auch eine Liste der ausstehenden Pfandbriefe mit internationalen Identifikationsnummern wie zum Beispiel der ISIN veröffentlichen. Ferner muss auch die Höhe der Liquiditätsreserve in der Deckungsmasse angegeben werden, die sich aus der 180-Tage-Liquiditätsrechnung ergibt.

Spezielle Angaben zu Hypothekenpfandbriefen

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

ALLGEMEINE TRANSPARENZANGABEN FÜR ALLE PFANDBRIEFARTEN

- Angaben zur Nenn-, Bar- und Risikobarwertrechnung inklusive zur gesetzlichen, vertraglichen und freiwilligen Überdeckung
- Fälligkeitsstruktur der Deckungswerte und der ausstehenden Pfandbriefe sowie die Voraussetzungen für eine Fälligkeitsverschiebung und deren Auswirkungen auf die Fälligkeitsstruktur der ausstehenden Pfandbriefe
- Angaben zum Liquiditätsrisiko in Form der größten Liquiditätslücke innerhalb der nächsten 180 Tage (als kumulierter Betrag Tagessalden der Zahlungsströme) sowie dem Tag, an dem diese Liquiditätslücke auftritt
- Liste der ausstehenden Pfandbriefe mit ihrer internationalen Wertpapierkennnummer (ISIN)
- Angaben zu rückständigen Darlehen in der Deckungsmasse sowie zum Anteil der Deckungswerte, die nach Artikel 178 CRR ausgefallen sind.
- Verteilung der Deckungsmasse und der umlaufenden Pfandbriefe nach fester und variabler Verzinsung sowie der Nettobarwert offener Währungspositionen (je Fremdwährung) und der aktuelle Nettobarwert der Derivate in den Deckungsmassen

Die erweiterten Transparenzvorgaben müssen erstmals für das dritte Quartal 2022 erfüllt werden. Die Angaben für die Vorjahreswerte müssen allerdings erst ein Jahr später zum dritten Quartal 2023 mit veröffentlicht werden.

Quelle: Pfandbriefgesetz, Darstellung DZ BANK Research

Anteil von öffentlich garantierten Exportfinanzierungen muss offengelegt werden

Für Öffentliche Pfandbriefe muss die Verteilung der Kommunal- und Staatskredite in der Deckungsmasse nach Kreditnehmertyp entsprechend der Gliederungsebene der Gebietskörperschaft erfolgen. Außerdem muss offengelegt werden, wie hoch der Anteil von Exportfinanzierungen mit öffentlicher Garantie in der Deckungsmasse ist. Es wird zwar nicht explizit zugeordnet, welche staatliche Ebene die Exportfinanzierungen garantiert. Allerdings ist davon auszugehen, dass in der Regel bei öffentlich garantierten Exportfinanzierungen die Zentralregierung für die Erfüllung der Darlehens-

forderungen haftet. Die Forderungen müssen auch nach Größengruppen aufgegliedert werden, allerdings gilt dabei im Vergleich zu den Hypothekenpfandbriefen eine andere Einteilung dieser Gruppen.

Wenig Details bei Flugzeug- und Schiffspfandbriefen

Die gesetzlichen Anforderungen im Rahmen der Transparenzvorschriften für Flugzeug- und Schiffspfandbriefe sind trotz ihres höheren Risikogehalts im Vergleich zu denen für Hypothekenpfandbriefe weniger detailliert. Im Falle der Schiffspfandbriefe müssen die Emittenten lediglich offenlegen, ob es sich um See- oder Binnenschiffe handelt, die als Sicherheit für die Hypothek dienen. Im Falle der Flugzeugpfandbriefe fehlt selbst eine vergleichbar grobe Unterteilung der Deckungsmasse nach Flugzeugtyp. Die Pfandbriefbank muss lediglich angeben, wie hoch der Bestand an Flugzeughypotheken in der Deckungsmasse im Vergleich zu den weiteren Deckungswerten ist. Für Flugzeug- und Schiffspfandbriefe sind ebenfalls die Forderungen in vorgegebene Größenklassen aufzugliedern, wobei im Vergleich zu den Hypothekenpfandbriefen 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.

SPEZIELLE TRANSPARENZVORGABEN FÜR UNTERSCHIEDLICHE PFANDBRIEFARTEN

- Hypothekenpfandbriefe: Angaben zu Objektarten, zur geografischen Verteilung der Deckungswerte (nach Ländern), zum durchschnittlichen Kreditalter (Seasoning), durchschnittlichen Beleihungsauslauf (LTV) und zur Verteilung der Deckungswerte nach Darlehensvolumen sowie Angaben zu weiteren Deckungswerten
- Öffentliche Pfandbriefe: Verteilung der Deckungswerte nach Schuldnertyp (Staat, Region, Gemeinde, andere), Verteilung nach direkten Forderungen gegen staatliche Stellen und durch diese garantierte Forderungen sowie Angaben zu Exportfinanzierungen, Verteilung der Deckungswerte nach Darlehensvolumen und Angaben zu weiteren Deckungswerten
- Schiffspfandbriefe: Verteilung der Finanzierungen nach Binnen- und Seeschiffen, geografische Verteilung der Deckungswerte, Angaben zu weiteren Deckungswerten
- Flugzeugpfandbriefe: Geografische Verteilung der Deckungswerte, Angaben zu weiteren Deckungswerten

Quelle: Pfandbriefgesetz, Darstellung DZ BANK Research

Informationen zentral über Internetseiten der Bankverbände verfügbar

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

FREIWILLIGE ERGÄNZUNG DER GESETZLICHEN PFLICHTANGABEN

Berichtspflichten nach PfandBG

- Stellt Mindestanforderungen der CBR sicher

Freiwillige Berichte im HTT-Format

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

Quelle: DZ BANK Research

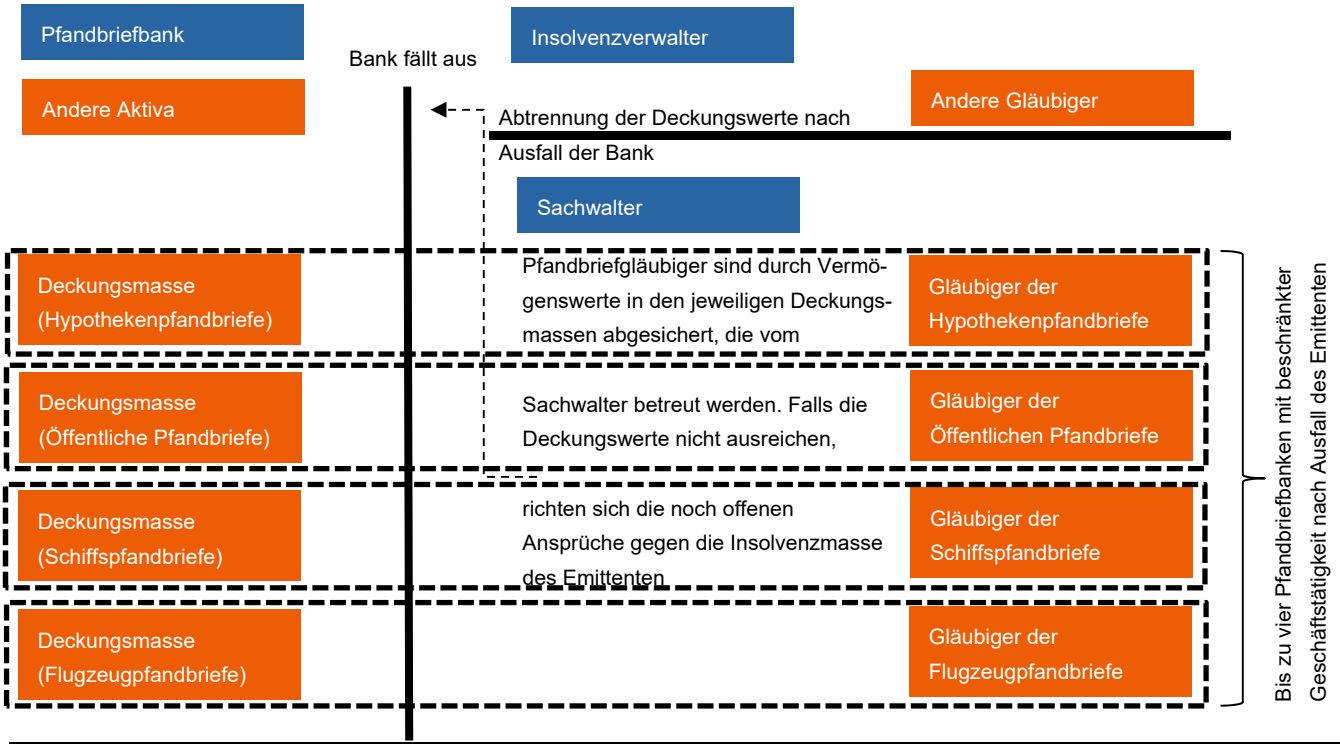
Regelungen für den Insolvenzfall des Emittenten und bestehende Risiken

Was passiert bei der Insolvenz des Emittenten?

Sachwalter führt das Pfandbriefgeschäft des insolvenzfreien Vermögens fort

Die Deckungsmassen einer Pfandbriefbank werden nach Insolvenz des Emittenten zu Pfandbriefbanken mit beschränkter Geschäftstätigkeit. Der ursprüngliche Emittent bleibt trotz seiner Insolvenz Rechtsträger der Deckungsmasse. Diese wird nach Insolvenz der Pfandbriefbank nicht mehr durch dessen Vorstand, sondern durch einen Sachwalter vertreten. Das zuständige Gericht ernennt auf Antrag der BaFin bis zu zwei natürliche Personen als Sachwalter. Diese können auch 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.

INSOLVENZVORRECHT DER PFANDBRIEFGLÄUBIGER



Quelle: vdp, DZ BANK Research

Sachwalter kann Beirat ins Leben rufen

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

Operationelle Risiken

Der Sachwalter erledigt die Rechtsgeschäfte, die für die Abwicklung der Deckungsmasse notwendig sind. Eine mehr technische Frage betrifft die operationellen Risiken nach Insolvenz der Pfandbriefbank. Das PfandBG stellt hierzu klar, dass der Sachwalter berechtigt ist, zur Erfüllung seiner Aufgaben auf Mitarbeiter und die betriebliche Infrastruktur der Pfandbriefbank zurückzugreifen. Die dabei tatsächlich anfallenden Kosten gehen zulasten der Deckungsmassen der Pfandbriefe. Die Regelungen zum Sachwalter im Pfandbriefgesetz zielen auf die operationellen Risiken ab und versuchen, die Verwaltung der Deckungsmassen nach Insolvenz der Pfandbriefbank möglichst effizient zu gestalten. Die vermutlich eleganteste Lösung wäre die Übertragung des Programms an eine andere solvente Pfandbriefbank, die die Deckungswerte und die Pfandbriefe in ihr eigenes Programm integriert (siehe auch Frage „Was passiert nach der Abtrennung der Deckungsmasse?“ im Folgenden).

Bestellung eines Sonderbeauftragten

Die BaFin darf bei drohender Insolvenz einer Pfandbriefbank einen Sonderbeauftragten bestellen, der später die Rolle des Sachwalters übernehmen kann. Der Sonderbeauftragte hat ausschließlich Informationsrechte, die ihn auf die mögliche Verwaltung der Pfandbriefbank mit beschränkter Geschäftstätigkeit vorbereiten sollen. Dadurch bekommen die handelnden Personen die notwendige Zeit, um sich in die Verwaltung der Deckungsmasse einzuarbeiten.

Eigenverwaltung der Deckungsmasse ist ein langwieriges Verfahren

Stellt der Sachwalter fest, dass die Werthaltigkeit der Deckungswerte nicht zur vollständigen Befriedigung aller Pfandbriefgläubiger ausreicht, wird über die Deckungsmasse ein gesondertes Insolvenzverfahren eröffnet. In diesem Fall würden die Pfandbriefe fällig gestellt und die Deckungsmasse liquidiert. Die Erlöse hieraus würden an die Pfandbriefgläubiger zu gleichen Teilen ausgekehrt. Das PfandBG schafft außerdem die Möglichkeit, dass eine illiquide oder überschuldete Pfandbriefbank mit beschränkter Geschäftstätigkeit durch den Sachwalter im Rahmen einer Eigenverwaltung weitergeführt werden kann. In diesem Fall kann die BaFin alternativ zur Insolvenzeröffnung über das Vermögen der Deckungsmasse auch deren Eigenverwaltung anordnen, wenn dies im Interesse der Gläubiger ist. Sollte sich der Gläubigerausschuss 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.

Können Covered Bonds von einem Bail-In betroffen sein?

Nur bei Nichteinhaltung der Deckungsanforderungen wäre ein Bail-in theoretisch nicht ausgeschlossen

Nein, Pfandbriefgläubiger nehmen grundsätzlich nicht an einem eventuellen Restrukturierungsverfahren des Emittenten teil. Theoretisch denkbar wäre allerdings, dass eine aufgrund nicht ausreichender Deckungswerte verbliebene (unbesicherte) Restforderung der Pfandbriefgläubiger von einem Bail-in betroffen sein könnte. Dies würde aber voraussetzen, dass die Pfandbriefbank die gesetzliche Überdeckung nicht eingehalten hätte (von der normalen Deckung ganz zu schweigen).

Welche Rolle kommt der Aufsichtsbehörde zu?

Klare Zuständigkeiten

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.

Was passiert nach der Abtrennung der Deckungsmasse?

Übertragung der Deckungsmasse zusammen mit Pfandbriefen an dritte Pfandbriefbanken

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

Weitere Fragen im Zusammenhang mit der Insolvenz der Pfandbriefbank

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

Rücktransfer von Deckungswerten

- Das PfandBG stellt sicher, dass die Pfandbriefgläubiger vorrangigen Anspruch auf die gesamte Deckungsmasse (inklusive der gesamten Überdeckung) haben. Der Insolvenzverwalter der Pfandbriefbank kann allerdings versuchen, Teile der Überdeckung zurückzufordern. Dazu muss er dem zuständigen Gericht jedoch darlegen, dass diese Vermögenswerte offensichtlich nicht notwendig sein werden, um die Forderungen der Pfandbriefgläubiger abzusichern. Die Hürden für eine eventuelle Rückübertragung von Deckungswerten an die Insolvenzmasse der Pfandbriefbank sind damit recht hoch.

Aufrechnungsrisiken

- Kunden der Pfandbriefbank, die sowohl Einlagen bei der Bank als auch einen Kredit bei ihr aufgenommen haben, könnten nach Insolvenz des Emittenten versuchen, gegenläufige Forderungen miteinander aufzurechnen. Diesem Aufrechnungsrisiko für die Pfandbriefgläubiger schiebt das PfandBG einen Riegel vor, falls die Forderungen der Pfandbriefbank in der Deckungsmasse gegen zum Beispiel (fällige) Einlagen in der insolventen Bank saldiert werden sollen. Fällige Forderungen und Verbindlichkeiten gegen die Deckungsmasse können jedoch aufgerechnet werden.

Vermischung der Zahlungsströme

- Es dürfte bei den Pfandbriefbanken nicht die Regel sein, dass alle Zahlungsströme, die die Deckungsmasse betreffen, bereits vor Insolvenz des Emittenten in einem eigenen Rechnungskreis erfasst und auf einem separaten Verrechnungskonto verbucht werden. Insofern weisen die Ratingagenturen darauf hin,

dass für die Deckungsmassen das Risiko besteht, dass nach Insolvenz der Pfandbriefbank der Sachwalter nicht unmittelbar Zugriff auf alle Zahlungseingänge zugunsten 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.

Schutz vor rechtlichen Restrisiken

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.

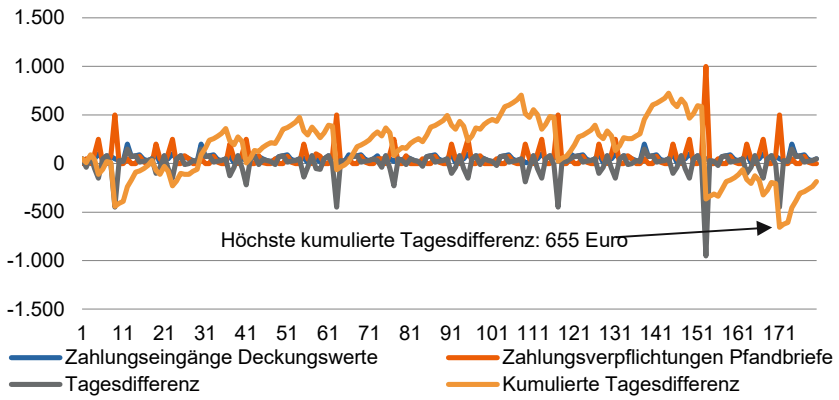
Überholverbot bei Tilgungen

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

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

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

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



Quelle: DZ BANK Research

Zahlungen auf Pfandbriefe für die nächsten 180 Tage müssen sichergestellt werden

Zur Sicherung der Zahlungsfähigkeit der Deckungsmasse unmittelbar nach einer Insolvenz der Pfandbriefbank verlangt das PfandBG, dass für die nächsten 180 Tage fortlaufend ein taggenauer Abgleich fälliger Forderungen aus eingetragenen Deckungswerten und fälligen Pfandbriefen vorzunehmen ist. Für jeden Tag ist die Summe aus den bis zu diesem Tag anfallenden Tagesdifferenzen zu bilden. Der größte sich aus dieser Rechnung ergebende kumulierte Liquiditätsbedarf muss mit liquiden Deckungswerten wie zum Beispiel Bareinlagen oder Staatsanleihen abgedeckt werden. In der nachstehenden grafischen Darstellung finden Sie ein Beispiel,

das die Liquiditätsdeckungsanforderung des PfandBG verdeutlicht. Die größte kumulierte Tagesdifferenz (die mit dem Pfeil markierte Linie) ergibt sich in diesem Beispiel gegen Ende der 180-Tage-Periode und beträgt 655 Euro. Dieser Betrag müsste innerhalb der Deckungsmasse in Form von liquiden Vermögenswerten zur Verfügung stehen.

Laufzeitverlängerungen bei Pfandbriefen helfen bei Liquiditätslücken

Die Regelung zur Absicherung der Liquidität der ersten 180 Tage verschafft dem Sachwalter etwas zeitlichen Spielraum direkt nach Insolvenzeröffnung der Pfandbriefbank. Bei der Abwicklung der Deckungsmassen können im späteren Verlauf Liquiditätsrisiken auftreten, wenn die Laufzeit der Deckungswerte länger ist als die der umlaufenden Pfandbriefe. Um die Liquiditätsposition der Deckungsmasse zu stärken, darf der Sachwalter die Laufzeit der ausstehenden Pfandbriefe um bis zu zwölf Monate verlängern. Bei dieser Regelung sind die folgenden Punkte besonders wichtig:

- Eine solvente Pfandbriefbank kann die Laufzeit ihrer Pfandbriefe nicht einseitig verlängern. Nur der gerichtlich bestellte Sachwalter ist in klar definierten Situationen befugt, die Rückzahlung von Pfandbriefen zu verschieben.

- Der Sachwalter darf die Rückzahlung inklusive Zinszahlungen eines Pfandbriefs ohne Begründung um bis zu vier Wochen nach Insolvenz des Emittenten verlängern, wenn zum Beispiel die Lage kurz nach seiner Einsetzung noch unübersichtlich ist. Wenn er die Fälligkeit jedoch um mehrere Monate hinausschieben möchte, darf er dies nur, wenn die Deckungsmasse nicht über ausreichend Liquidität für eine anstehende Pfandbrieftilgung verfügt und nicht überschuldet ist und er davon überzeugt ist, dass die Rückzahlung nach der Verlängerung erfolgen wird. Die längerfristige Verschiebung gilt nicht für anfallende Zinszahlungen, die während des Verlängerungszeitraums weiter geleistet werden müssen.

- Falls die Laufzeit eines Pfandbriefs verlängert werden muss, gilt ein gesetzliches Überholverbot für die Rückzahlung nachfolgender Pfandbriefe. Das heißt, andere Pfandbriefe, die nach dem ursprünglichen Fälligkeitsdatum des verlängerten Pfandbriefs fällig werden, dürfen erst zurückgezahlt werden, wenn der verlängerte Pfandbrief getilgt wurde.

- Die Pfandbriefe werden auch während der Laufzeitverlängerung verzinst. Wenn in den Anleihebedingungen nichts zur Verzinsung während der Verlängerungsphase gesagt wird, gelten die bisherigen Regelungen zu den Kuponzahlungen fort. Emittenten können jedoch abweichende Regelungen für eine eventuelle Verlängerungsphase in den Anleihebedingungen treffen.

Sicher ist sicher: Einfluss des Soft Bullets auf die Liquiditätsreserve

In vielen Ländern dürfen Laufzeitverlängerungen bei der Berechnung des Liquiditätsbedarfs für die nächsten 180 Tage berücksichtigt werden. Das heißt, für die Rückzahlung dieser Covered Bonds braucht keine Liquiditätsreserve innerhalb der Deckungsmasse gebildet zu werden, weil die Absicherung über den Soft Bullet erfolgt. Im deutschen PfandBG wurde von dieser Möglichkeit jedoch kein Gebrauch gemacht, sodass die Liquiditätsabsicherung für das rollende Zeitfenster von 180 Tage über eine Liquiditätsreserve innerhalb der Deckungsmasse zusätzlich zum Soft Bullet erfolgt.

Zusammenfassung der Rechtsgrundlagen

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

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

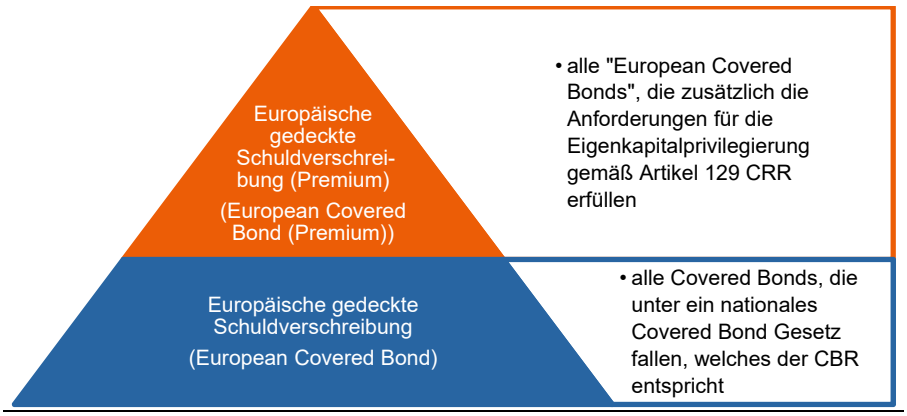
Quelle: European Covered Bond Council (ECBC), DZ BANK Research, EZB = Europäische Zentralbank, EWR = Europäischer Wirtschaftsraum, ✓ = ja, × = nein, * unbesicherte Forderungen der Covered Bond Gläubiger können eventuell von einem Bail-in betroffen sein, CBR = Europäische Covered Bond Richtlinie, CRR = Europäische Eigenkapitalrichtlinie für Banken

AUFSICHTSRECHTLICHE BEHANDLUNG IM EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTSRAUM

European Covered Bonds und European Covered Bonds (Premium)

Gedeckte Bankanleihen, die die Anforderungen der CBR erfüllen, dürfen als „Europäische gedeckte Schuldverschreibung“ (European Covered Bonds) bezeichnet werden. Auf diesen Standard wird auch in Artikel 52 Absatz 4 der Richtlinie zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW-Richtlinie) verwiesen. Die berühmten ursprünglichen OGAW-Kriterien, welche sich verkürzt als (i) besicherte Bankanleihe (ii) aus einem EWR-Land, (iii) für welche eine besondere öffentliche Aufsicht gilt, zusammenfassen lassen, gelten nur noch für Covered Bonds, die vor dem 8. Juli 2022 aufgelegt wurden. In der überarbeiteten OGAW-Richtlinie wird in Artikel 52 auf Covered Bonds gemäß Artikel 3 CBR verwiesen. Das sind alle Covered Bonds, die unter nationale Covered Bond Gesetze eines EWR-Mitgliedslands fallen, welche den Vorgaben der CBR entsprechen. Daneben gibt es die strengeren Voraussetzungen für den Status als „Europäische gedeckte Schuldverschreibung (Premium)“, für die zusätzlich zu den Anforderungen der CBR auch die Anforderungen für die Eigenkapitalprivilegierung (Artikel 129 CRR) erfüllt werden müssen. Das europäische Aufsichtsrecht knüpft teilweise an diese Qualitätskriterien an.

DEFINITION DES NEUEN EUROPÄISCHEN GÜTESIEGELS FÜR COVERED BONDS

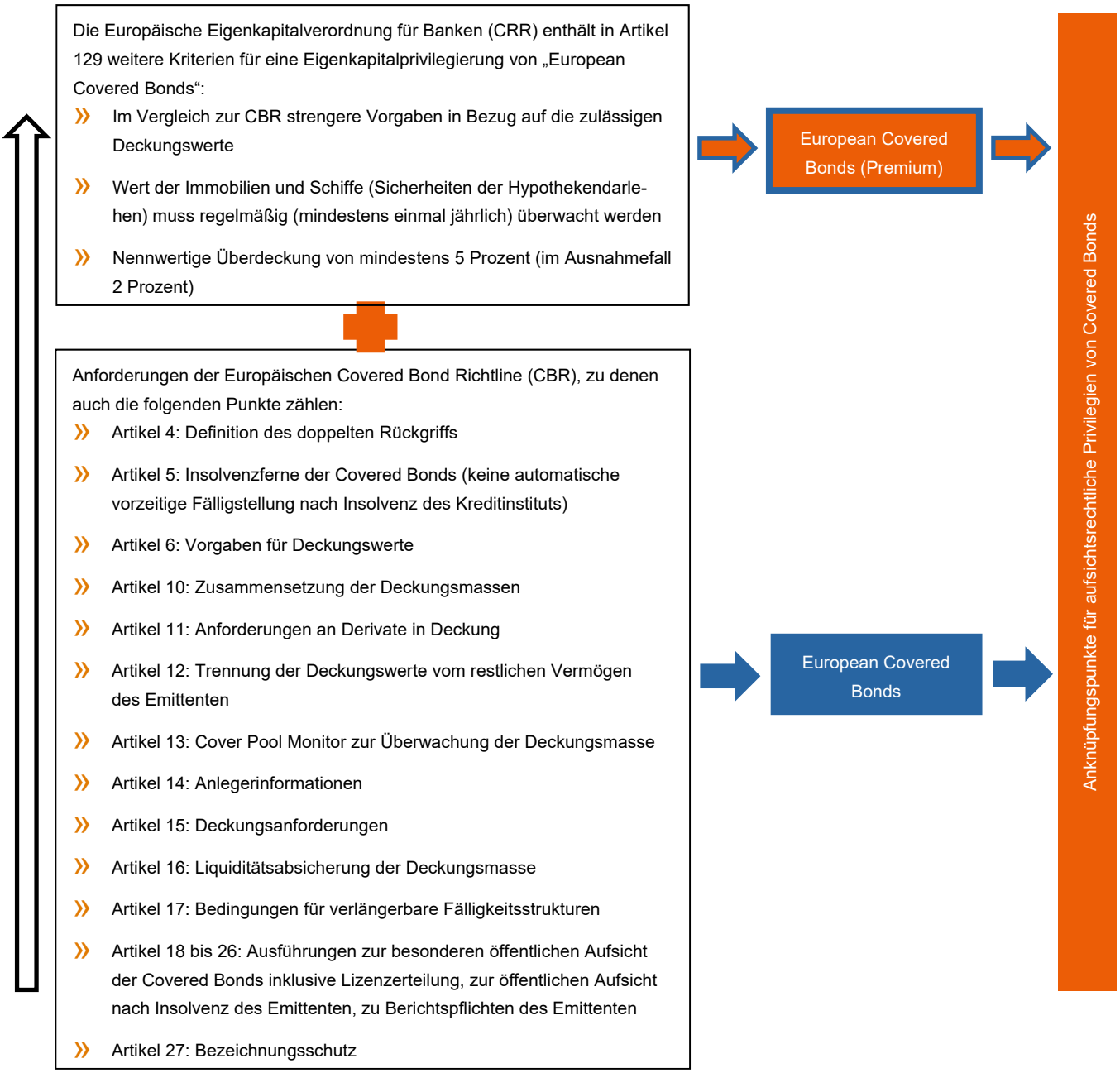


Quelle: Europäische Covered Bond Richtlinie (CBR), Darstellung DZ BANK Research

Bestandsschutzregeln für Alt-Anleihen

Seit Juli 2022 veröffentlicht die BaFin auf ihrer Internetseite eine Liste der Kreditinstitute, die eine Pfandbrieflizenz erhalten haben. Aus dieser Liste geht hervor, welche Pfandbriefe sich „Europäische gedeckte Schuldverschreibung“ beziehungsweise „Europäische gedeckte Schuldverschreibung (Premium)“ nennen dürfen. Dieser Bezeichnungsschutz gilt ausschließlich für Pfandbriefe, die seit dem 8. Juli 2022 aufgelegt wurden. Alle Pfandbriefe, welche vor dem 8. Juli 2022 emittiert wurden, dürfen demgegenüber nicht so bezeichnet werden. Die BaFin stellt jedoch klar, dass auch alle „alten“ Pfandbriefe die CBR-Kriterien erfüllen und dass alle Hypothekenpfandbriefe, Öffentlichen Pfandbriefe und Schiffspfandbriefe darüber hinaus auch den strengeren Premium-Standards genügen. Diese Klarstellung ist nicht unwichtig. Für gedeckte Bankanleihen aus dem Europäischen Wirtschaftsraum, die bis zum 8. Juli 2022 aufgelegt wurden, gibt es Bestandsschutzregeln. Diese führen dazu, dass Alt-Anleihen von Banken aus dem EWR ihre bisherigen aufsichtsrechtlichen Privilegien behalten sollten. Pfandbriefinvestoren können sich somit auf die amtliche Liste der BaFin berufen, wenn es darum geht, die Qualifikation für aufsichtsrechtliche Privilegien nachzuweisen.

WICHTIGE BAUSTEINE DER AUFSICHTSRECHTLICHEN PRIVILEGIEN: STATUS ALS EUROPEAN COVERED BOND UND PREMIUM-STATUS



Quelle: DZ BANK Research
Zahlreiche Vorgaben der CBR sind Kann-Vorschriften, die von den EU-Mitgliedsländern nicht umgesetzt werden müssen. Beispiele dafür sind Artikel 13 (Cover Pool Monitor zur Überwachung der Deckungsmasse) und Artikel 17 (Bedingungen für verlängerbare Fälligkeitsstrukturen)

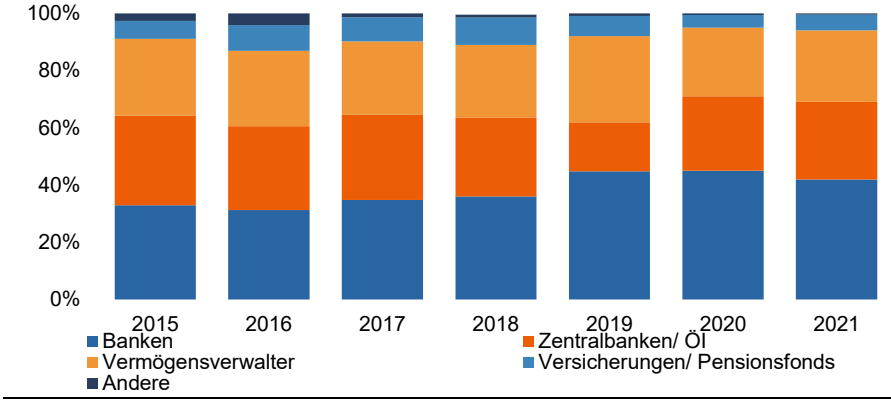
Alle Investoren: Schutz gegen Bail-in

Covered Bonds nehmen nicht an einem eventuellen Bail-in teil

Aufsichtsrechtliche Privilegien tragen zur Attraktivität von Covered Bonds für Investoren bei. Eine sehr wichtige Eigenschaft von Covered Bonds ist wie bereits zuvor ausgeführt, dass sie von einem Bail-in ausgenommen sind, wovon alle Investoren profitieren. Covered Bonds – als besicherte Forderungen gegen Banken – werden im Falle einer Restrukturierung oder Abwicklung einer Bank nicht im Nennwert herabgesetzt oder in Eigenkapital umgewandelt (Bail-in). Theoretisch besteht zwar die Gefahr, dass Covered Bond Gläubiger mit dem Teil ihrer Forderungen, der nicht besichert ist, an einem Bail-in teilnehmen können. Da aber per Definition Covered Bonds

immer vollständig besichert – und im Falle der „Europäischen gedeckten Schuldverschreibungen (Premium)“ sogar übersichert – sein müssen, sehen wir diese Gefahr für Pfandbriefgläubiger als sehr gering an. Dieser Fall würde voraussetzen, dass die gesetzlichen Deckungsanforderungen nicht erfüllt werden.

WICHTIGE ANLEGERGRUPPEN IM COVERED BOND MARKT
INVESTORENVERTEILUNG DER ORDERBÜCHER VON COVERED BONDS IM EURO-BENCHMARK-FORMAT (JEWEILS DURCHSCHNITTE FÜR DAS GESAMTE JAHR)



Quelle: IGM, Bloomberg, TheCover, Berechnungen und Darstellung DZ BANK Research
ÖI = öffentliche Institute

Banken sind größte Investorengruppe, wohl auch wegen der aufsichtsrechtlichen Privilegien

Neben dem Schutz vor einem Bail-in profitieren darüber hinaus verschiedene Anlegergruppen von speziellen aufsichtsrechtlichen Privilegien, die wir im Folgenden der Reihe nach skizzieren. Nicht zuletzt wegen der aufsichtsrechtlichen Privilegierung dürften Banken die größte Investorengruppe innerhalb des Covered Bond Marktes bilden (siehe vorstehende Grafik zu den Orderbüchern von Covered Bond Neuemissionen im Euro-Benchmark-Format).

PRIVILEGIEN FÜR COVERED BONDS: EIN ÜBERBLICK NACH INVESTORENGRUPPEN

Alle Investoren	Covered Bonds nehmen nicht an einem Bail-in teil
Banken	Privilegierte Eigenkapitalunterlegung Covered Bonds sind LCR-fähig Ausnahme von der Obergrenze für Großkredite (in Deutschland, gilt bis längstens 31. Dezember 2028) Grundsätzliche EZB-Fähigkeit von Covered Bonds von Emittenten mit Sitz im EWR oder einem G10-Land
Europäische Zentralbank	Bestimmte „European Covered Bonds“ werden im Rahmen des Asset Purchase Programme (APP) und des Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) gekauft*
Asset Manager	Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapiere (OGAW) dürfen bis 25 Prozent statt 5 Prozent ihres Sondervermögens in Covered Bonds desselben Emittenten anlegen
Versicherungen	Geringere Faktoren bei der Berechnung von Spreadrisiken und höhere Obergrenzen im Rahmen der Konzentrationsrisiken

Quelle: DZ BANK Research, * seit Q3 2022 werden nur noch Rückflüsse im CBPP3-Portfolio reinvestiert (im Falle des PEPP bereits seit Q2 2022)

Banken: Erfüllen deutsche Pfandbriefe die Anforderungen für eine privilegierte Eigenkapitalunterlegung?

Privilegiertes Risikogewicht, außer für Flugzeugpfandbriefe

Damit Banken Covered Bonds mit einem privilegierten Risikogewicht im Rahmen der Eigenkapitalunterlegung (Kreditrisikostandardansatz) berücksichtigen können, müssen die gedeckten Anleihen die Anforderungen von Artikel 129 CRR erfüllen (gleichbedeutend mit dem Status der Covered Bonds als „Europäische gedeckte Schuldverschreibung (Premium)“). Da im Pfandbriefgesetz die Anforderungen für die Eigenkapitalprivilegierung bereits berücksichtigt sind, profitieren Hypothekenpfandbriefe, Öffentliche Pfandbriefe und Schiffspfandbriefe auf Basis des deutschen Pfandbriefgesetzes immer von einem geringeren (sprich privilegierten) Risikogewicht und gelten zudem auch immer als „Europäische gedeckte Schuldverschreibung (Premium)“. Flugzeugpfandbriefe können aufgrund ihrer Deckungswerte nicht mit einem reduzierten Risikogewicht angesetzt werden. Das konkrete Risikogewicht hängt darüber hinaus noch von dem Rating der Anleihe ab. Wenn kein Covered Bond Rating vorliegt, kann das Risikogewicht für die gedeckte Schuldverschreibung auch anhand des Risikogewichts für unbesicherte Anleihen des Emittenten abgeleitet werden. Das Risikogewicht für den Covered Bond im Kreditrisikostandardansatz wäre dann 10 Prozent, 20 Prozent, 50 Prozent oder 100 Prozent, wenn das entsprechende Risikogewicht für unbesicherte Anleihen der Bank 20 Prozent, 50 Prozent, 100 Prozent beziehungsweise 150 Prozent beträgt.

ABLEITUNG DER RISIKOGEWICHTE IM KREDITRISIKOSTANDARDANSATZ FÜR PFANDBRIEFE ANHAND EXTERNER RATINGS

Covered Bond Rating	Bonitätsstufe	Risikogewicht
AAA bis AA-	1	10 Prozent
A+ bis A-	2	20 Prozent
BBB+ bis BBB-	3	20 Prozent
BB+ bis BB-	4	50 Prozent
B+ bis B-	5	50 Prozent
CCC+ und darunter	6	100 Prozent

Quelle: Artikel 129 Absatz 4 CRR, BaFin, Darstellung DZ BANK Research

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

Grundlegende Voraussetzungen für die LCR-Fähigkeit

Ja. Die LCR-Verordnung sieht vor, dass „Europäische gedeckte Schuldverschreibungen“ („European Covered Bonds“), die seit dem 8. Juli 2022 aufgelegt wurden, als qualitativ hochwertige Vermögenswerte (High-Quality Liquid Assets, HQLA) im Zusammenhang mit der Ermittlung der kurzfristigen Liquiditätsquote (Liquidity Coverage Ratio, LCR) verwendet werden können, wenn darüber hinaus auch die Anforderungen des Artikels 129 Absatz 1 Buchstabe c und des Absatzes 1a CRR erfüllt werden. In diesen CRR-Regelungen geht es um Forderungen gegen andere Kreditinstitute, die Bestandteil der Deckungsmasse sein können. Diese Voraussetzungen erfüllen alle deutschen Pfandbrieftypen. Für Pfandbriefe, die vor dem 8. Juli 2022 aufgelegt wurden, gilt ein Bestandsschutz.

Eigenschaften der Anleihe haben Einfluss auf die LCR-Fähigkeit

Ob und in welche HQLA-Kategorie (Level 1, Level 2A oder Level 2B) die gedeckten Anleihen eingestuft werden können, hängt neben der Einhaltung der genannten allgemeinen Anforderungen auch von individuellen Merkmalen der Anleihe beziehungsweise des Covered Bond Programms ab, wie zum Beispiel dem Rating, dem Emissionsvolumen oder der vorhandenen Überdeckung. Ein Anhaltspunkt für die HQLA-Kategorie einer gedeckten Anleihe mit Covered Bond Label findet sich im Emittentenverzeichnis auf der Internetseite des Covered Bond Labels. Dort haben

Emittenten (die das Covered Bond Label tagen) die Möglichkeit, die aus ihrer Sicht sachgerechte HQLA-Einstufung je Anleihe einzutragen.

LCR-Fähigkeit ist auch abhängig vom Anleiherating

Es gibt noch eine weitere Regelung zu beachten. Flugzeug-, Hypotheken- und Schiffspfandbriefe qualifizieren sich im Grundsatz als HQLA, solange sie mindestens mit einem A3/ A- bewertet sind. Sollte die Bonitätsnote für Flugzeug- und Schiffspfandbriefe sowie Hypothekenpfandbriefe, 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 ausgeschlossen.

MÖGLICHE LCR-EINSTUFUNGEN FÜR PFANDBRIEFE

HQLA-Level	1	2A	2B
Bewertungsabschlag (Haircut)	7 Prozent	15 Prozent	30 Prozent
Maximaler Anteil am LCR-Portfolio	Höchstens 70 Prozent	Höchstens 40 Prozent	Höchstens 15 Prozent
Covered Bond Rating (zweitbestes Rating)	Mindestens AA- (Bonitätsstufe 1)	Mindestens A- (Bonitätsstufe 2)	Keine Vorgaben
Anleihevolumen	Mindestens 500 Mio. Euro	Mindestens 250 Mio. Euro	Mindestens 250 Mio. Euro
Überdeckung	Mindestens 2 Prozent	Mindestens 7 Prozent	Mindestens 10 Prozent
Deckungswerte	CBR-konform und besondere Anforderungen an Forderungen gegen Banken	CBR-konform und besondere Anforderungen an Forderungen gegen Banken	Nur Forderungen gegen den Öffentlichen Sektor oder Eigenheimfinanzierungen mit einem Risikogewicht von höchstens 35 Prozent (nach Kreditrisikostandardansatz)

Quelle: LCR-Verordnung, Darstellung DZ BANK Research

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

Gesetzesbasierte Covered Bonds sind EZB-fähig

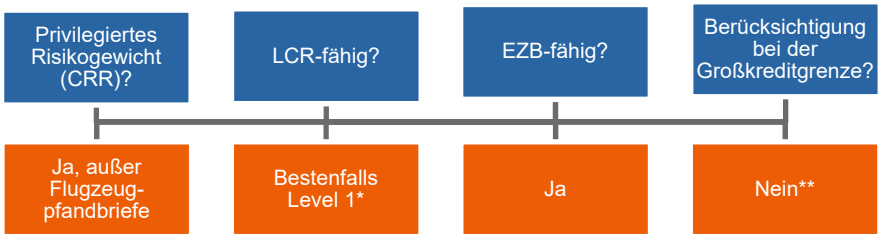
Ja. Pfandbriefe beziehungsweise ganz allgemein eine auf einem speziellen Gesetz basierende besicherte Bankanleihe (strukturierte Covered Bonds sind nicht EZB-fähig) eignen sich grundsätzlich als Sicherheiten für Refinanzierungsgeschäfte mit der EZB. Die EZB verweist in diesem Zusammenhang auf Artikel 52 Absatz 4 der OGAW-Richtlinie, womit sie den Standard als „Europäische gedeckte Schuldverschreibung“ („European Covered Bonds“) fordert. Zusätzlich erwartet die EZB ein Rating von mindestens Baa3/ BBB- und sie wendet unterschiedlich hohe Sicherheitsabschläge in Abhängigkeit vom Rating, Kupon und Umlaufvolumen des Covered Bonds an. Unter bestimmten Voraussetzungen können Banken auch eigene Covered Bonds bei der Zentralbank als Sicherheit hinterlegen („Own-Use“). Dafür sind neben den genannten Voraussetzungen auch die Kriterien im Artikel 129 Absatz 1 bis Absatz 3b sowie Absätze 6 und 7 CRR relevant. Diese Anforderungen erfüllen Hypothekenpfandbriefe, Öffentliche Pfandbriefe und Schiffspfandbriefe.

Banken: Wie werden Covered Bonds im Rahmen der Großkreditgrenzen berücksichtigt?

Keine Berücksichtigung bei der Großkreditgrenze bis 2028

In der CRR werden Grenzen für die Höhe von Exposure gegenüber einzelnen Schuldnern aufgelistet (Großkreditgrenzen). Bei der Berechnung der Risikopositionen räumt die CRR den EU-Mitgliedsstaaten Wahlrechte ein. In Deutschland wurde in der Verordnung zur Ergänzung der Großkreditvorschriften dieses Wahlrecht unter anderem dazu genutzt, gedeckte Schuldverschreibungen im Sinne des Artikels 129 Absätze 1, 3 und 6 CRR von der Obergrenze auszunehmen. Laut vdp besteht dieses Wahlrecht noch längstens bis zum 31. Dezember 2028.

ZUSAMMENFASSUNG DER VORTEILE FÜR BANKEN DURCH DIE AUFSICHTSRECHTLICHE PRIVILEGIERUNG VON PFANDBRIEFEN



Quelle: DZ BANK Research; * Pfandbriefe, die mit Flugzeug-, Gewerbeimmobilien- oder Schiffsfinanzierungen besichert und ein schlechteres Rating als A3/A- aufweisen, sind nicht LCR-fähig ** Regelung in Deutschland, die nach derzeitigem Stand längstens bis zum 31. Dezember 2028 gilt

Europäische Zentralbank: Qualifikationskriterien für das dritte Covered Bond Kaufprogramm?

Endfällige Own-Use Covered Bonds sind CBPP3-fähig

Bekanntlich kauft die Europäische Zentralbank im Rahmen ihres dritten Covered Bond Kaufprogramms (CBPP3) gedeckte Bankschuldverschreibungen – wenngleich seit Juli 2022 nur noch Fälligkeiten im CBPP3-Portfolio ersetzt werden. Mit einem CBPP3-Bestand per 30. Juni 2022 von rund 300 Mrd. Euro und einem monatlichen Reinvestitionsbedarf von etwa 3 Mrd. Euro gehört die EZB weltweit zu den größten Covered Bond Investoren. Für CBPP3 qualifizieren sich ausschließlich sogenannte „Own-Use Covered Bonds“, das heißt gedeckte Anleihen, die der Emittent selbst bei der EZB als Sicherheiten hinterlegen könnte. Neben dem Own-Use-Kriterium, das an die Erfüllung der Vorgaben aus Artikel 129 CRR geknüpft ist, müssen die Covered Bonds auch endfällig sein (Hard Bullet oder Soft Bullet). Gedeckte Anleihen mit einem Conditional Pass-Through (CPT) Mechanismus sind nicht CBPP3-fähig.

Asset Manager: Welche aufsichtsrechtlichen Vorteile bieten Covered Bonds für Vermögensverwalter?

ARTIKEL 52 OGAW-RICHTLINIE (AUSZÜGE)

(1) Ein OGAW legt höchstens a) 5 Prozent seines Sondervermögens in Wertpapieren oder Geldmarktinstrumenten ein und desselben Emittenten (…) an.

(4) Mitgliedsstaaten können für bestimmte Schuldverschreibungen die im Absatz 1 Unterabsatz 1 genannte Obergrenze von 5 Prozent auf 25 Prozent anheben, wenn die Schuldverschreibungen vor dem 8. Juli 2022 begeben wurden und die Anforderungen dieses Absatzes in der am Tag der Emission der gedeckten Schuldverschreibung gültigen Fassung erfüllten, oder wenn die Schuldverschreibungen der Definition des Artikels 3 Nummer 1 der Richtline (EU) 2019/2162 des Europäischen Parlaments und des Rates für gedeckte Schuldverschreibungen entsprechen.

Quelle: OGAW-Richtlinie

Höhere Obergrenzen für Geldanlagen in Covered Bonds

Vermögensverwalter oder Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) unterliegen vielen Auflagen, darunter auch Obergrenzen, wieviel des verwalteten Vermögens in Wertpapieren eines Emittenten angelegt werden dürfen. Für „Europäische gedeckte Schuldverschreibungen“ („European Covered Bonds“) sieht

die OGAW-Richtline vor, dass die EU-Mitgliedsstaaten im nationalen Recht die in Artikel 52 OGAW-Richtlinie genannte Obergrenze bezüglich Geldanlagen in Wertpapieren eines Emittenten von 5 Prozent auf 25 Prozent anheben können.

Versicherungen: Gibt es regulatorische Privilegien für Covered Bonds unter Solvency II?

Regulatorische Privilegien unter Solvency II

Versicherungsunternehmen fallen unter die Europäische Richtlinie betreffend die Aufnahme und Ausübung der Versicherungs- und der Rückversicherungstätigkeit (Solvency II). Sie regelt unter anderem die Solvenzkapitalanforderungen für Versicherungsunternehmen, die von zahlreichen Faktoren beeinflusst werden. „Europäische gedeckte Schuldverschreibungen“ („European Covered Bonds“) (Solvency II knüpft an den Artikel 52 der OGAW-Richtlinie an) haben – solange sie mindestens Aa3/AA- oder besser geratet sind – regulatorische Vorteile. Bei der Berechnung der Spreadrisiken unterliegen Covered Bonds weniger strengen Faktoren, sodass Covered Bonds geringere Kapitalanforderungen haben als zum Beispiel Unternehmensanleihen. Außerdem gelten für „Europäische gedeckte Schuldverschreibungen“ im Rahmen der Beschränkungen von Konzentrationsrisiken für Versicherungsunternehmen höhere Obergrenzen als bei Unternehmensanleihen. Beide Privilegien tragen im Rahmen der komplizierten Berechnungen nach Solvency II zur Attraktivität von gedeckten Bankanleihen für Versicherungsunternehmen bei.

PFANDBRIEFE UND MÜNDELSICHERHEIT NACH DEUTSCHEM RECHT

Mündelgeld gehört zum Vermögen eines Mündels, welches von dessen Vormund nur besonders sicher (mündelsicher) angelegt werden darf. Die bisherigen Regeln hierfür im Bürgerlichen Gesetzbuch (BGB) gelten nur noch bis Ende 2022, da das Vormundschafts- und Betreuungsrecht in Deutschland neu geordnet wurde. Bislang musste das Mündelgeld in die vom Gesetzgeber als mündelsicher erklärten Anlageformen investiert werden. Nach §1805ff BGB zählten deshalb neben Staatsanleihen unter anderem auch deutsche Pfandbriefe zu diesen mündelsicheren Geldanlagen. Mit der Reform des Vormundschafts- und Betreuungsrechts im Jahr 2021 wurde das Bundesministerium für Justiz und Verbraucherschutz (BMJ) ermächtigt, im Rahmen einer Verordnung die künftigen mündelsicheren Geldanlagen festzulegen. Der im April 2022 vom BMJ veröffentlichte Verordnungsentwurf sieht vor, dass deutsche Pfandbriefe sowie „Europäische gedeckte Schuldverschreibungen“ (European Covered Bonds) aus den EWR-Mitgliedsländern mündelsicher sein werden.

Quelle: DZ BANK Research

UNSERE EINSCHÄTZUNG

Anpassungsfähigkeit des deutschen Pfandbriefs ist eine Stärke

Das PfandBG bietet dem Pfandbriefgläubiger – auch im internationalen Vergleich – ein hohes Schutzniveau. Die seit Schaffung des Pfandbriefgesetzes im Jahre 2005 immer wieder daran vorgenommenen Änderungen unterstreichen, dass der Gesetzgeber bestrebt ist, auf die sich ändernden Rahmenbedingungen zu reagieren und die rechtlichen Regelungen für die deutschen Pfandbriefe zeitgemäß anzupassen. Dieses Phänomen ist nicht neu. Der Gesetzgeber setzt damit lediglich den eingeschlagenen Kurs seit Einführung des Hypothekenbankgesetzes fort, auch wenn die Frequenz der Novellierungen und die Regelungsdichte des Pfandbriefgesetzes im Vergleich zu den Zeiten des Hypothekenbankgesetzes 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.

PfandBG mit Vorbildfunktion

Durch die Umsetzung der CBR und einhergehender Änderungen in der CRR im deutschen Pfandbriefrecht wird der Status der Hypothekenpfandbriefe, Öffentlichen Pfandbriefe und Schiffspfandbriefe als „Europäische gedeckte Schuldverschreibung (Premium)“ sichergestellt. Dies belegt, dass aufgrund der regelmäßigen Anpassungen des Pfandbriefrechts ein modernes Rahmenwerk zur Verfügung steht, welches den aktuellen internationalen Standards entspricht beziehungsweise sogar als Vorbild hierfür angesehen werden kann.

GLOSSAR ZU BEGRIFFEN AUS ÜBER 250 JAHREN PFANDBRIEFGESCHICHTE

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

Güterpfandbriefe, Pfandbriefe von Landschaften	Güterpfandbriefe wurden Ende des 18. Jahrhunderts von Landschaften ausgegeben (wie zum Beispiel der 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 Pfandbriefen refinanzieren sollten. Diese Vorform des SME Covered Bonds konnte sich langfristig jedoch nicht durchsetzen.
Rentenbriefe	Die Agrarreformen in Preußen im frühen 19. Jahrhundert zielten darauf ab, dass sich Bauern von ihren 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 wiederrum 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 und hat sich nach und nach auch bei den Landschaften durchgesetzt.
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 ein wenig auszugleichen. Pfandbriefe wurden im Vergleich zu anderen Assetklassen 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 Flugzeughypotheken gesicherte Darlehensforderungen verwendet werden. Die rechtlichen Grundlagen wurden 2009 im Pfandbriefgesetz geschaffen.
Hypothekenpfandbrief	Hypothekenpfandbriefe sind mit grundpfandrechtlich 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 Hypothekenpfandbrief schaffen. Zuvor waren die Begriffe Kommunalobligation oder Kommunalschuldverschreibungen gebräuchlich.
Schiffspfandbrief	Zur Sicherung von Schiffspfandbriefen dürfen nur durch Schiffshypotheken gesicherte Darlehensforderungen verwendet werden, die die Anforderungen des Pfandbriefgesetzes erfüllen. Die heutigen Schiffspfandbriefe gehen auf die Pfandbriefe nach Schiffsbankgesetz von 1933 zurück.

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

Marktrelevante Unterscheidungskriterien für Pfandbriefe

Alle in dieser Tabelle dargestellten Pfandbriefe, die sich lediglich in der Ausgestaltung der Emission unterscheiden, unterliegen den gleichen Sicherheitsbestimmungen. Wie im Abschnitt zum Pfandbriefgesetz ausführlich erläutert, werden alle Pfandbriefe eines bestimmten Typs (zum Beispiel Hypothekenpfandbriefe) 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. Markit 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 Investment-grade-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 das 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 denominiert 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

Besondere Rückzahlungsvereinbarungen bei Pfandbriefen in den vergangenen 250 Jahren

Pfandbriefe mit Kündigungsrechten	Wenn entsprechende Vereinbarungen bei Emission der Anleihe getroffen werden, können Emittenten ihre Pfandbriefe vor Fälligkeit zurückzahlen. Diese Kündigungsmöglichkeiten gab es schon lange. Damit wurde früher die Laufzeitkongruenz zwischen der Refinanzierung der Hypothekenbank mit ihrem Aktivgeschäft gesteuert (Pfandbriefe mit einer Laufzeit von 50 Jahren waren damals nicht unüblich). Die Kündigung von Teilbeträgen des Umlaufvolumens eines Pfandbriefs war ebenfalls möglich, wobei die Rückzahlungen an die einzelnen Serien per Losverfahren bestimmt wurden. Im 19. Jahrhundert gab es zum Teil auch Pfandbriefe mit Gläubigerkündigungsrechten (zur Steigerung der Attraktivität der Pfandbriefe). Gläubigerkündigungsrechte sind bei modernen Pfandbriefen jedoch inzwischen verboten, um die Liquidität des Emittenten beziehungsweise der Deckungsmasse zu schützen.
Tilgungspfandbriefe	Eine alte Regelung im Hypothekenbankgesetz 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 Jahren 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 indexierte Pfandbriefe	Beim Zuschlagspfandbrief übersteigt der Einlösungswert der Anleihe deren Nennwert. Vor Einführung des Hypothekenbankgesetzes gab es Pfandbriefe, die zum Beispiel bei Kündigung mit einem Zuschlag von 10 Prozent bis 20 Prozent zum Nennwert zurückgezahlt wurden. Mit Einführung des Hypothekenbankgesetzes wurden Zuschlagspfandbriefe verboten. Pfandbriefe mit Zinszuschlägen (Step-up-Kupon) sind jedoch nach wie vor erlaubt. Außerdem sind laut Pfandbriefgesetz noch indexierte 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 Hypothekenpfandbriefe 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 Altsparerpfandbriefreihen zusammengefasst und waren außerdem steuerfrei. Im Gegenzug für die Altsparerentschädigung erhielten die Hypothekenbanken Deckungsforderungen gegen den Bund.

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

Pfandbriefe mit gesellschaftlichem Einfluss

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

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

ANLEIHEÜBERSICHT

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

Emittent	ISIN	Fälligkeit	Rückzahlungstyp*	Kupon (in Prozent)	Ausstehendes Volumen in Mio. Euro	Indikativer ASW in Basispunkten	LCR Kategorie	ESG?
DZ HYP	DE000A14KKJ5	30.09.2022	Soft Bullet	0,125%	500	62	1	×
DZ HYP	DE000A161ZU5	24.03.2023	Soft Bullet	0,200%	500	1	1	×
DZ HYP	DE000A2G9HC8	30.06.2023	Soft Bullet	0,250%	500	14	1	×
DZ HYP	DE000A161ZL4	27.10.2023	Soft Bullet	0,625%	500	-1	1	×
DZ HYP	DE000A2TSD55	29.01.2024	Soft Bullet	0,010%	750	-2	1	×
DZ HYP	DE000A2BPJ45	01.03.2024	Soft Bullet	0,125%	500	-7	1	×
DZ HYP	DE000A13SWZ1	05.06.2024	Soft Bullet	0,625%	500	2	1	×
DZ HYP	DE000A12UGG2	18.09.2024	Soft Bullet	1,125%	750	-4	1	×
DZ HYP	DE000A2AAW12	06.12.2024	Soft Bullet	0,050%	500	0	1	×
DZ HYP	DE000A14J5C9	26.02.2025	Soft Bullet	0,625%	250	9	2A	×
DZ HYP	DE000A2AASB4	06.06.2025	Soft Bullet	0,375%	750	1	1	×
DZ HYP	DE000A289PC3	12.09.2025	Soft Bullet	0,010%	1.000	-5	1	×
DZ HYP	DE000A2G9HE4	13.11.2025	Soft Bullet	0,500%	1.000	-1	1	×
DZ HYP	DE000A161ZQ3	02.02.2026	Soft Bullet	0,750%	875	0	1	×
DZ HYP	DE000A14KKM9	31.03.2026	Soft Bullet	0,375%	500	-3	1	×
DZ HYP	DE000A2BPJ78	16.06.2026	Soft Bullet	0,500%	500	0	1	×
DZ HYP	DE000A2AAX45	31.08.2026	Soft Bullet	0,100%	500	-4	1	×
DZ HYP	DE000A2AAW53	30.09.2026	Soft Bullet	0,500%	500	-3	1	×
DZ HYP	DE000A3E5UY4	26.10.2026	Soft Bullet	0,010%	1.000	-1	1	×
DZ HYP	DE000A2TSDW4	15.01.2027	Soft Bullet	0,010%	1.000	2	1	×
DZ HYP	DE000A14J5J4	01.04.2027	Soft Bullet	0,500%	750	-3	1	×
DZ HYP	DE000A2G9HD6	30.06.2027	Soft Bullet	0,750%	500	1	1	×
DZ HYP	DE000A2BPJ86	30.08.2027	Soft Bullet	0,625%	750	-1	1	×
DZ HYP	DE000A2TSDY0	12.11.2027	Soft Bullet	0,010%	500	-1	1	×
DZ HYP	DE000A2GSP56	22.03.2028	Soft Bullet	0,875%	750	-2	1	×
DZ HYP	DE000A289PA7	23.06.2028	Soft Bullet	0,010%	1.000	-1	1	×
DZ HYP	DE000A289PH2	27.10.2028	Soft Bullet	0,010%	1.000	-1	1	×
DZ HYP	DE000A2G9HL9	30.01.2029	Soft Bullet	0,875%	750	1	1	×
DZ HYP	DE000A3H2TQ6	20.04.2029	Soft Bullet	0,010%	1.000	-1	1	×
DZ HYP	DE000A2TSDV6	29.06.2029	Soft Bullet	0,050%	750	1	1	×
DZ HYP	DE000A3MP619	21.11.2029	Soft Bullet	0,750%	1.000	0	1	✓
DZ HYP	DE000A13SR38	18.01.2030	Soft Bullet	0,875%	750	1	1	×
DZ HYP	DE000A3H2TK9	29.03.2030	Soft Bullet	0,010%	1.000	-3	1	×
DZ HYP	DE000A3E5UU2	15.11.2030	Soft Bullet	0,010%	750	0	1	×
DZ HYP	DE000A3MP684	30.05.2031	Soft Bullet	1,625%	750	2	1	×
DZ HYP	DE000A2NB841	17.04.2034	Soft Bullet	0,875%	500	4	1	×
DZ HYP	DE000A2TSDZ7	10.11.2034	Soft Bullet	0,375%	500	5	1	×
DZ HYP	DE000A2BPJ60	23.03.2037	Soft Bullet	1,375%	250	13	2A	×

Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research, ASW = Asset Swapspread, * Soft Bullet = endfällige Anleihe mit möglicher Fälligkeitsverschiebung, LCR = Mindestliquiditätsquote (Liquidity Coverage Ratio), Spread-Angaben mit Stand 30. August 2021, 08:20 Uhr, ✓ = ja, × = nein, ESG = Covered Bond besichert durch nachhaltige (grüne) Deckungswerte

I. Impressum

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

Herausgeber:
DZ HYP AG

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

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

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

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

Aufsichtsratsvorsitzender: Uwe Fröhlich

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

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

Umsatzsteuer Ident. Nr.: DE 811141281

Sicherungseinrichtungen:
Die DZ HYP AG ist der amtlich anerkannten BVR Institutssicherung GmbH und der zusätzlich freiwilligen Sicherungseinrichtung des Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken e.V. angeschlossen:
www.bvr-institutssicherung.de
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

FSC
www.fsc.org
RECYCLED
Papier aus Recyclingmaterial
FSC® C107139

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 Allocation (DZ BANK Muster-Portfolio), ihrer definierten Branchenstrategie Euro-Stoxx (DZ BANK Sektorfavoriten), ihrer definierten Bewertung von Auszahlungen an Berechtigte (DZ BANK Dividendenaristokraten), ihrer Ländergewichtungsempfehlungen für besicherte Bankanleihen und ihr CRESTA-SCORE-MODELL, sind keine selbstständigen Anlagekategorien und enthalten damit keine Anlageempfehlungen.
Diese isolierten Aspekte allein können eine Anlageentscheidung noch nicht begründen. Auf die Darstellung der relevanten Methoden wird hingewiesen.

4.2 Nachhaltigkeitsanalyse

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

4.3 Aktienindizes

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

4.4 Währungsräume

Die Einschätzung zur Investition in einen Währungsraum orientiert sich am Gesamtertrag, mit dem bei einem Engagement im entsprechenden Währungsraum zu rechnen ist. Dieser Gesamtertrag ergibt sich in der Regel primär aus der prognostizierten Wechselkursveränderung. Zudem fließen das allgemeine Zinsniveau sowie eine möglicherweise zu berücksichtigende Veränderung des Renditeniveaus der Anleihen am zugehörigen Rentenmarkt in die Einschätzung ein.
„Attraktiv" bedeutet, es wird erwartet, dass ein Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten einen überdurchschnittlichen und positiven Ertrag zeigen kann.
„Unattraktiv" bedeutet, es wird erwartet, dass ein Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten nur sehr niedrige Erträge oder auch Verluste zeigen kann.
„Neutral" bedeutet, es wird erwartet, dass ein Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten geringe oder durchschnittliche Erträge zeigen kann.
Die genannten Renditen sind Brutto-Renditen. Die Brutto-Rendite als Erfolgsgröße bezieht sich auf die Anleiheerträge vor Abzug von Steuern, Vergütungen, Gebühren und sonstigen Kosten für den Erwerb. Die nicht ermittelte, gegebenenfalls deutlich geringere, Netto-Rendite eines konkreten Engagements misst dagegen den Erfolg eines Engagements unter Berücksichtigung / Abzug dieser Werte und Aufwendungen.

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

„Übergewichten" bedeutet, es wird erwartet, dass ein Subsegment eine deutlich bessere Performance als die Gesamtheit der Subsegmente zeigen kann.
„Untergewichten" bedeutet, es wird erwartet, dass ein Subsegment eine deutlich schlechtere Performance als die Gesamtheit der Subsegmente zeigen kann.
„Neutral gewichten" bedeutet, es wird erwartet, dass ein Subsegment im Vergleich zur Gesamtheit der Subsegmente keine deutlichen Performanceunterschiede zeigen wird.

4.6 Derivate

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

4.7 Rohstoffe

„Pfeil nach oben (↑)" bedeutet, dass die in den kommenden zwölf Monaten erwartete absolute Kurssteigerung größer ist als 10%.
„Pfeil nach unten (↓)" bedeutet, dass der in den kommenden zwölf Monaten erwartete absolute Kursverfall größer ist als 10%.
„Pfeil nach rechts (→)" bedeutet, dass die in den kommenden zwölf Monaten erwartete absolute Kursveränderung zwischen +10% und -10% liegt.

4.8 Credit Trend Emittenten

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

5. Aktualisierungen und Geltungszeiträume für Sonstige Research Informationen

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

5.2 Eine Pflicht zur Aktualisierung Sonstiger Research-Informationen besteht nicht. Wird eine Sonstige Research Information aktualisiert, ersetzt diese Aktualisierung die bisherige Sonstige Research Information mit sofortiger Wirkung.
Ohne Aktualisierung enden / verfallen Bewertungen / Aussagen mit Ablauf der nachfolgend genannten Geltungszeiträume. Diese beginnen mit dem Tag der Publikation.

5.3 Die Geltungszeiträume für Sonstige Research-Informationen sind bei:

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

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

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

6. Vermeidung und Management von Interessenkonflikten

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

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

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

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

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

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

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

7. Adressaten, Informationsquellen und Nutzung

7.1 Adressaten

Sonstige Research-Informationen der DZ BANK richten sich an Geeignete Gegenparteien sowie professionelle Kunden. Sie sind daher nicht geeignet, an Privatkunden weitergegeben zu werden, es sei denn, (i) eine Sonstige Research-Information wurde von der DZ BANK ausdrücklich als auch für Privatkunden geeignet bezeichnet oder (ii) ihre ordnungsgemäße Weitergabe erfolgt durch ein in einem Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) oder der Schweiz zugelassenes Wertpapierdienstleistungsunternehmen an Privatkunden, die nachweisbar über die erforderlichen Kenntnisse und Erfahrungen verfügen, um die relevanten Risiken der jeweiligen Sonstigen Research-Information verstehen und bewerten zu können.
Sonstige Research-Informationen werden von der DZ BANK für die Weitergabe an die vorgenannten Adressaten in den Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraum und der Schweiz freigegeben.
Sonstige Research-Informationen dürfen nicht in die Vereinigten Staaten von Amerika (USA) verbracht und / oder dort für Transaktionen mit Kunden genutzt werden.
Die Weitergabe von Sonstigen Research Informationen in der Republik Singapur ist in jedem Falle der DZ BANK AG, Niederlassung Singapur vorbehalten.

7.2 Wesentliche Informationsquellen

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

Wesentliche Informationsquellen für Research-Publikationen sind:

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

7.3 Keine individuelle Investitionsempfehlung

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

8. Zusammenfassungen von Methoden und Verfahren

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

III. Rechtliche Hinweise

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

4. Die DZ BANK hat die Informationen, auf die sich dieses Dokument stützt, aus Quellen entnommen, die sie grundsätzlich als zuverlässig einschätzt. Sie hat aber nicht alle diese Informationen selbst nachgeprüft. Dementsprechend gibt die DZ BANK keine Gewährleistungen oder Zusicherungen hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen ab.
Weder die DZ BANK noch ihre verbundenen Unternehmen übernehmen eine Haftung für Nachteile oder Verluste, die ihre Ursache in der Verteilung und / oder Verwendung dieses Dokuments haben und / oder mit der Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen.

5. Die DZ BANK, und ihre verbundenen Unternehmen sind berechtigt, Investmentbanking- und sonstige Geschäftsbeziehungen zu dem / den Unternehmen zu unterhalten, die Gegenstand der Analyse in diesem Dokument sind. Die Analysten der DZ BANK liefern im Rahmen des jeweils geltenden Aufsichtsrechts ferner Informationen für Wertpapierdienstleistungen und Wertpapiernebendienstleistungen.
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.

STANDORTE DER DZ HYP

Hauptstandort Hamburg
Rosenstraße 2
20095 Hamburg
Postfach 10 14 46
20009 Hamburg
+49 40 3334-0
info@dzhyp.de

Hauptstandort Münster
Sentmaringer Weg 1
48151 Münster
Postadresse:
48136 Münster
+49 251 4905-0
info@dzhyp.de

Standort Berlin
Pariser Platz 3
10117 Berlin

Standort Hannover
Berliner Allee 5
30175 Hannover

Standort München
Türkenstraße 16
80333 München

Standort Düsseldorf
Ludwig-Erhard-Allee 20
40227 Düsseldorf

Standort Kassel
Postanschrift:
CITY-HAUS I, Platz der Republik 6
60325 Frankfurt am Main

Standort Nürnberg
Am Tullnaupark 4
90402 Nürnberg

Standort Frankfurt
CITY-HAUS I, Platz der Republik 6
60325 Frankfurt am Main

Standort Leipzig
Richard-Wagner-Straße 9
04109 Leipzig

Standort Stuttgart
Heilbronner Straße 41
70191 Stuttgart

dzhyp.de

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

DZ HYP AG

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

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

dzhyp.de

Stand: September 2022