

Eine Fachthemenreihe der DZ HYP | November 2023

DER DEUTSCHE PFANDBRIEFMARKT 2023 | 2024

**Der Pfandbriefmarkt nach
dem Ende der EZB-Käufe**

dzhyp.de

INHALT

2	Vorwort
4	Marktentwicklungen
29	Markt für nachhaltige Pfandbriefe
41	Rechtsrahmen für Pfandbriefe
64	Aufsichtsrechtliche Behandlung im europäischen Wirtschaftsraum
70	Unsere Einschätzung
71	Glossar zu Begriffen aus über 250 Jahren Pfandbriefgeschichte
74	Anleiheübersicht
75	Impressum
80	Standorte der DZ HYP

VORWORT

Sehr geehrte Damen und Herren,

die wirtschaftliche Erholung nach der Corona-Pandemie wurde durch die stark gestiegene Inflation und die dadurch ausgelöste restriktive Geldpolitik der Europäischen Zentralbank ausgebremst. Ursächlich hierfür war nicht zuletzt der Krieg in der Ukraine, der auch nach mehr als 18 Monaten immer noch die Schlagzeilen beherrscht. Ein Ende ist nicht in Sicht. Die wirtschaftlichen Auswirkungen auf westliche Industrieländer nehmen jedoch ab. Zwar bewegt sich die Inflation im Euro-Raum immer noch deutlich über der Zielmarke von 2 Prozent. Allerdings ging die Teuerungsrate in den vergangenen Monaten zurück. Die Europäische Zentralbank hat ihre Leitzinsen seit Juli 2022 zügig angehoben, zuletzt im September 2023. Daneben hat die Europäische Zentralbank auch ihre Reinvestitionen unter ihrem Anleihekaufprogramm eingestellt, zu dem auch das dritte Covered Bond Kaufprogramm gehört.

Die schnell und stark erhöhten Leitzinsen haben erhebliche Änderungen bei den Kapitalmarktrenditen hervorgerufen. Die Renditekurve für Pfandbriefe wurde invers, das heißt Anleihen mit kürzeren Laufzeiten bieten eine höhere Rendite als Papiere mit längeren Laufzeiten. Dies wiederum führte dazu, dass die Risikoaufschläge für Pfandbriefe mit längeren Laufzeiten stärker stiegen als am kurzen Ende der Kurve. Die sogenannte Creditkurve wurde damit steiler. Auch wenn sich die Risikoaufschläge bei Pfandbriefen im Vergleich zum internationalen Covered Bond Markt weniger stark ausgeweitet haben, blieben diese Veränderungen nicht ohne Folgen für Pfandbriefemittenten, da es dadurch und vor dem Hintergrund der gestiegenen Volatilität am Rentenmarkt schwieriger und teurer geworden ist, Pfandbriefe mit langen Laufzeiten aufzulegen.

Die steigenden Zinsen sind auch im Hypothekenmarkt angekommen. Das Neugeschäft ist 2023 im Vergleich zum Vorjahr, in welchem das Volumen neuer Kredite einen Höchststand erreichte, deutlich zurückgegangen. Die Kreditbestände der Pfandbriefbanken sind bislang dennoch konstant geblieben. Für bestehende Eigenheimfinanzierungen, die in Deutschland in der Regel langfristige Zinsbindungen aufweisen, scheint das Risiko steigender Ausfälle aufgrund höherer Zinsen überschaubar. Bei Gewerbeimmobilienfinanzierungen, die nicht selten variabel-verzinst sind, äußerten sich verschiedene europäische Finanzaufsichtsbehörden zuletzt immer wieder besorgt. Hier belasten nicht nur die steigenden Zinsen, sondern auch die durch die Pandemie verstärkten Trends zum Arbeiten von zu Hause und Online-Shopping. Höhere Ansprüche an die Energieeffizienz der Gebäude könnten künftig außerdem teure Renovierungen für ältere Gebäude nötig machen. An Herausforderungen mangelt es in den kommenden Monaten nicht. Der Pfandbrief kann als stabiles, langfristiges Refinanzierungsinstrument allerdings einen Beitrag zur Bewältigung der Probleme leisten.

Der Pfandbriefmarktbericht 2023/2024 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

November 2023

DER PFANDBRIEFMARKT NACH DEM ENDE DER EZB-KÄUFE

- » **Die fragile wirtschaftliche Lage, auf der unter anderem höhere Zinsen lasten, ist auch im Hypothekenmarkt angekommen**
- » **Die 2023 steiler gewordene Creditkurve für Pfandbriefe bremste die Invertierung der Renditekurve, konnte diese aber nicht aufhalten**
- » **Die Kreditqualität der Pfandbriefe profitiert in aktuell schwierigem Umfeld von ihren gesetzlichen Grundlagen, die Vertrauen schaffen**

Zusammenfassung

Die fragile wirtschaftliche Lage in vielen Ländern Europas besteht fort. Inflation, höhere Zinsen, hohe Rohstoff- und Energiepreise belasten die Konjunkturaussichten. Das Kreditneugeschäft der deutschen Pfandbriefbanken ist im ersten Halbjahr 2023 im Vergleich zum Vorjahreszeitraum, in welchem Höchststände erreicht wurden, deutlich zurückgegangen. Auf dem geringeren Niveau scheint sich das Neugeschäft jedoch zu stabilisieren. Die 2022 eingeläutete Zinswende dämpfte die Nachfrage nach Immobilien, deren Preise auch in Deutschland inzwischen nachgeben. Besonders betroffen sind Gewerbeimmobilien, weshalb Aufsichtsbehörden immer hörbarer vor möglichen Risiken in diesem Geschäftsfeld warnen.

Der Europäischen Zentralbank scheint der Ausstieg aus ihren Covered Bond Käufen marktschonend gelungen zu sein. Die Risikoaufschläge von gedeckten Bankanleihen sind in den vergangenen Monaten zwar leicht angestiegen. Von einem unkontrollierten Anstieg kann jedoch keine Rede sein. Unter anderem das höhere Renditeniveau dürfte dafür verantwortlich sein, dass die fehlende Nachfrage der Zentralbank durch private Investoren ausreichend kompensiert wird. Hauptsächlich Banken und zum Teil auch Vermögensverwalter scheinen die von der Europäischen Zentralbank hinterlassene Lücke derzeit zu schließen. Trotz allem verläuft die Renditekurve deutscher Pfandbriefe im ersten Halbjahr invers. Die Risikoaufschläge am langen Ende der Kurve haben sich demgegenüber schneller als am kurzen Ende erhöht, wodurch die Creditkurve steiler wurde. Die allgemein hohe Volatilität der Renditen und die vergleichsweise geringen Pfandbriefrenditen am langen Ende erschweren es deutschen Emittenten momentan, Pfandbriefe mit langen Laufzeiten aufzulegen (alle Aussagen beziehen sich auf den Stand zum 30. August 2023).

Der Pfandbriefmarkt wuchs bis Mitte 2023 weiter, wobei Hypothekendarfandbriefe weiterhin die Wachstumsimpulse geben. Die Kreditqualität der Pfandbriefe profitiert im aktuell schwierigen wirtschaftlichen Umfeld von den gesetzlichen Vorgaben, zu denen unter anderem auch die strengen Regeln zum Beleihungswert von Immobilien und die maximalen Beleihungsausläufe von 60 Prozent zählen. Die mehr als soliden rechtlichen Grundlagen schaffen Vertrauen, das wiederum die Basis für eine stabile Entwicklung der Risikoaufschläge legt. Insofern kann dadurch der Pfandbrief als langfristiges Refinanzierungsinstrument Teil einer Lösung für die bestehenden Herausforderungen sein.

MARKTENTWICKLUNGEN

Wirtschaftliches Umfeld zu Beginn des zweiten Halbjahres 2023

Die Weltwirtschaft befindet sich nach Einschätzung der DZ BANK weiterhin in einer fragilen Lage. In den westlichen Industrieländern bleibt die Inflation auch zu Beginn des zweiten Halbjahrs 2023 nach wie vor hoch und geopolitische Unsicherheiten (zum Beispiel der Krieg in der Ukraine und dessen Auswirkungen auf die Preise für Lebensmittel, Energie und Rohstoffe) bestehen fort. In China ließ die Konjunkturdynamik zuletzt nach, während sich in Europa die Konjunkturaussichten eintrübten. Es gibt aber auch Lichtblicke: Die wirtschaftliche Entwicklung in den USA stellte sich im ersten Halbjahr des laufenden Jahres besser als erwartet heraus. Zu den drei genannten Wirtschaftsräumen lässt sich aktuell die Wirtschaftslage wie folgt zusammenfassen:

» In den Vereinigten Staaten von Amerika wuchs das Bruttoinlandsprodukt (BIP) im zweiten Quartal etwas stärker als in den ersten drei Monaten des laufenden Jahres. Das US-Wirtschaftswachstum könnte 2023 laut DZ BANK 1,9 Prozent erreichen. Die hohe Arbeitslosenquote in den Corona-Jahren ist einer guten Beschäftigungssituation gewichen. Die Arbeitslosenquote dürfte 2023 unter 4 Prozent bleiben. Dies wiederum unterstützt die Konsumausgaben, die der Motor des amerikanischen Wirtschaftswachstums sind. Gleichzeitig ist die Inflation im Vergleich zu 2022 rückläufig, allerdings dürfte die Jahresteuersatzrate für 2023 über 4 Prozent verharren. Die amerikanische Notenbank hielt deshalb auch im ersten Halbjahr mit der Anhebung ihrer Leitzinsen dagegen. Nach Einschätzung der DZ BANK dürfte sich das Wirtschaftswachstum in den USA 2024 wieder abkühlen.

» Das Wirtschaftswachstum in China war im zweiten Quartal 2023 zwar positiv, blieb aber unter dem Potenzialwachstum zurück. Die schwache globale Wirtschaftsentwicklung und eine zunehmend schwierigere Lage am Immobilienmarkt scheinen China zu schaffen zu machen. Hinzu kommen Handelshemmnisse im Warenaustausch mit den USA. Abzulesen ist dies an rückläufigen Exporten. Aufgrund der abgeschwächten Inlandsnachfrage gingen auch die Importe zurück. Anders als in den westlichen Industrieländern ist die chinesische Inflation derzeit niedrig und rutschte im Juli sogar leicht unter die Nulllinie. Das Wachstumsziel von 5 Prozent für dieses Jahr scheint nur noch möglich, wenn staatliche Konjunkturstimuli gesetzt werden, zum Beispiel in Form von öffentlichen Investitionen in die Infrastruktur des Landes.

» Eine unmittelbar bevorstehende Trendwende zu mehr Wachstumsdynamik im Euro-Raum ist momentan nicht absehbar. Die wirtschaftlichen Entwicklungen in den Mitgliedsländern fielen unterschiedlich aus. Die Volkswirtschaften in Frankreich und Spanien wuchsen überdurchschnittlich, während sie in Italien und Österreich leicht schrumpften. Deutschland lag mit einer stagnierenden Wirtschaft im Mittelfeld. Eine Abschwächung der wirtschaftlichen Entwicklung in der Industrie, die sich im dritten Quartal abzuzeichnen scheint, droht auf die gesamte Volkswirtschaft auszustrahlen und dämpft somit die Konjunkturaussichten. Für das zweite Halbjahr 2023 könnte sich deshalb für den Euro-Raum eine milde Rezession ergeben. Die Inflationsrate (gemessen mit dem harmonisierten Verbraucherpreisindex, HVPI) rangierte Mitte 2023 bei leicht über 5 Prozent. Die hohe Inflation bremst nach wie vor die Konsumausgaben. Gleichzeitig sinkt die Sparquote der privaten Haushalte. Die Banken haben außerdem ihre Kreditvergabestandards verschärft, sodass insgesamt weniger Kreditneugeschäft ausgereicht wird.

Weltwirtschaftliche Lage fragil

Aktuell besser als erwartetes Wirtschaftswachstum in den USA

Abgeschwächte Nachfrage aus dem In- und Ausland setzt der chinesischen Wirtschaft zu

Hohe Inflation im Euro-Raum belastet

Bezogen auf Deutschland sind die Aussichten vor dem beschriebenen globalen Hintergrund alles andere als rosig. Im zweiten Quartal 2023 stagnierte die deutsche Wirtschaft auf dem Niveau des Vorquartals. Wichtige Frühindikatoren signalisierten in der Jahresmitte eine konjunkturelle Abkühlung. Hohe Zinsen und eine nur langsam rückläufige Inflation belasten, während außenwirtschaftliche Impulse fehlen.

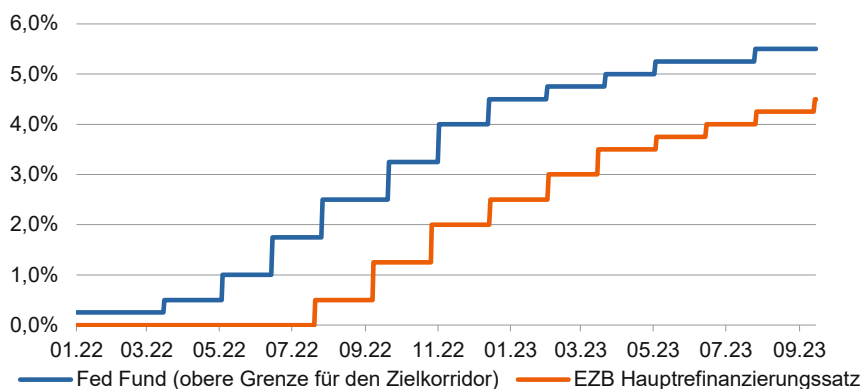
Fed läutete im März 2022 die Zinswende ein

Die hohen Teuerungsraten diesseits und jenseits des großen Teichs haben die Zentralbanken veranlasst, ihre Leitzinsen in den vergangenen Monaten nach oben zu schleusen. Die amerikanische Zentralbank (Fed) begann bereits Mitte März 2022, ihre Leitzinsen von den damals historisch niedrigen Niveaus anzuheben. Inzwischen liegt der Zielkorridor für die Fed Funds wieder über der Marke von 5 Prozent. Die Europäische Zentralbank (EZB) beendete ihre Nullzinspolitik etwas später und begann ihren Zinsanhebungszyklus erst Ende Juli 2022 mit einem großen Schritt von 50 Basispunkten und kündigte außerdem das Ende ihrer Reinvestitionen im Rahmen ihres Anleihekaufprogramms (APP) an. Am 15. September 2023 erhöhte die EZB ihren Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte auf 4,5 Prozent, womit das Ende des Zinsanhebungszyklus wahrscheinlich erreicht sein dürfte. Der Einlagenzins der EZB wurde zum gleichen Zeitpunkt auf 4 Prozent angehoben. Weitere europäische Zentralbanken haben ebenfalls ihre Leitzinsen kräftig angehoben. Die Entscheidungen der Zentralbanken haben zu einem Anstieg des allgemeinen Renditeniveaus geführt. Die Renditekurven wurden außerdem invers. Das heißt, der Zinsanstieg bei Anleihen mit kürzerer Laufzeit erfolgte schneller und stärker als am langen Ende der Zinsstrukturkurve. Zehnjährige US-Staatsanleihen boten Mitte August 2023 eine Rendite von leicht über 4 Prozent. Wegen der für 2024 erwarteten Abkühlung der amerikanischen Wirtschaft und eines gleichzeitig nachlassenden Inflationsdrucks gehen die Zinsanalysten der DZ BANK von einem Rückgang der langfristigen Renditen in den USA auf etwa 3,4 Prozent bis Mitte 2024 aus.

Aussichten in Deutschland alles andere als rosig

Zentralbanken heben Zinsen an, die Zinsstrukturkurven wurden invers

ZINSERHÖHUNGSZYKLUS BEGANN IN AMERIKA FRÜHER ALS IM EURO-RAUM



Quelle: Bloomberg, Darstellung DZ BANK

Die Renditen von zehnjährigen Bundesanleihen folgten dem Trend aus Amerika. Mit einem Niveau von leicht unter 3 Prozent Ende September 2023 lagen die Renditen von deutschen Staatsanleihen jedoch deutlich unter jenen ihrer amerikanischen Pendanten. Die Zinsanalysten der DZ BANK erwarten, dass sich auf Sicht der nächsten zwölf Monate die zehnjährigen Bundrenditen in Richtung 2,4 Prozent tendieren werden. Sinkende Inflationserwartungen könnten außerdem Zinssenkungsfantasien beflügeln. Gleichzeitig baut die EZB ihren seit Ende 2014 im Rahmen von APP angehäuften Anleihebestand bereits sukzessive ab, indem Rückflüsse aus fälligen Anleihen nicht wieder reinvestiert werden. Das Fehlen der

Bundrenditen liegen deutlich unter dem amerikanischen Niveau

EZB-Anleihekäufe steht einem stärkeren Renditerückgang entgegen. Die aktuelle Inversion der Renditekurve dürfte sich nach Ansicht der DZ BANK im Laufe der nächsten Monate in einer Größenordnung von 20 Basispunkte abbauen.

Höhere Zinsen dämpfen Immobilienpreisentwicklung

In Amerika und Europa sind 2023 die Immobilienpreise ausgehend von einem hohen Bewertungsniveau unter Druck geraten. Ein Grund dafür ist das rasant angestiegene Zinsniveau. Es gab allerdings unterschiedliche Preisentwicklungen in den Ländern Europas, wobei auch einzelne Regionen unterschiedlich stark betroffen waren. Grundsätzlich lässt sich jedoch festhalten, dass Wohnimmobilien bislang von den Preisrückgängen weniger stark betroffen gewesen sind als Gewerbeimmobilien (Stand 30. Juni 2023). Die Preisrückgänge bei Wohnimmobilien bewegten sich in vielen Ländern Europas im einstelligen Prozentbereich. In Schweden fielen die Hauspreise um mehr als 10 Prozent überdurchschnittlich deutlich.

Die Kreditinstitute sind auf die aktuellen Herausforderungen vorbereitet. Seit einigen Jahren setzen Aufsichtsbehörden in vielen Ländern inner- und außerhalb Europas makroprudenzielle Rahmen, die die Kreditvergabestandards der Banken für private Hausfinanzierungen reglementieren. Diese Vorgaben scheinen sich im aktuellen Umfeld auszuhalten, weil trotz des starken Zinsanstiegs und der rückläufigen Immobilienpreise die Kreditausfallraten bei den privaten Hausfinanzierungen nach wie vor überschaubar geblieben sind. Für Gewerbeimmobilien ist das Bild jedoch etwas anders.

Skepsis gegenüber Gewerbeimmobilien wächst

In der Ausgabe von April 2023 ihres Macroprudential Bulletin stellte die EZB fest, dass es klare Anzeichen für eine Verletzlichkeit des Marktes für Gewerbeimmobilien gebe. Zu den Gründen für die Schwäche dieses Marktes zählt die Zentralbank die rückläufige Marktliquidität der gewerblich genutzten Gebäude sowie Preiskorrekturen, die unter anderem durch den aktuell unsicheren gesamtwirtschaftlichen Ausblick und den strafferen geldpolitischen Kurs der EZB (inklusive Zinserhöhungen) ausgelöst wurden. Aufgrund der gestiegenen Renditen sind Anleihen im Vergleich zu Gewerbeimmobilien für Investoren attraktiver geworden. Das bremst die Nachfrage nach Immobilien, was wiederum auf deren Preisen und mithin deren Liquidität lastet. Hinzu kommt, dass sich seit der Pandemie die Trends zum Arbeiten von zu Hause und Online-Shopping verstärkt haben, wodurch der Bedarf an Büro- und Handelsgebäuden gedämpft wird.

Nach Einschätzung der Immobilienexperten der DZ BANK klafften in Deutschland die Preisvorstellungen von Käufern und Verkäufern im ersten Halbjahr 2023 auseinander. Belastet wurden Immobilieninvestments auch von der Unsicherheit über die weitere Zins- und Inflationsentwicklung. Ebenso bremste die schwache konjunkturelle Lage. Im Einzelhandel gaben die Innenstadtmieten schon seit einigen Jahren nach. Durch Filialschließungen und Insolvenzen haben sich in Deutschland in den Innenstädten erhebliche Leerstände gebildet. Größere leerstehende Handelsgebäude wie etwa Warenhäuser werden deshalb zunehmend für eine gemischte Nutzung umgebaut. Gleichzeitig werden für neue Bürokonzepte zeitgemäße Flächen benötigt, die aber kaum verfügbar sind. Trotz insgesamt wachsender Leerstände steigen daher die Mieten für hochwertige Büroflächen mit hohem Tempo. Dagegen wird die Vermietung veralteter Büroflächen zunehmend schwieriger. Die beschriebene Situation ist aber nicht auf Deutschland begrenzt, sondern trifft auch für andere europäische Länder zu. Die lokalen Immobilienmärkte

Rückläufige Immobilienpreise als Folge steigender Zinsen

Makroprudenzielle Vorgaben scheinen sich auszuhalten

EZB sieht Verletzlichkeit im Markt für Gewerbeimmobilien

Beispiel Deutschland

weisen von Land zu Land Besonderheiten auf, sodass die aktuelle Lage von Fall zu Fall unterschiedlich ausfallen kann. Viele Risikofaktoren wie nicht zuletzt steigende Zinsen haben allerdings in vielen Ländern gravierende Auswirkungen. Deshalb ist die EZB mit ihren Sorgen um Gewerbeimmobilien nicht allein.

ZUSAMMENFASSUNG AKTUELLER BELASTUNGSFAKTOREN FÜR GEWERBEIMMOBILIEN UND EIN ZAHLENBEISPIEL

- » Die Pandemie verstärkte die Trends zum Online-Shopping und zur Heimarbeit. Dadurch reduziert sich der Bedarf an Büroflächen und Einzelhandelsimmobilien.
- » Die Renditen für Immobilien sind nicht im gleichen Maße wie die Anleiherenditen gestiegen. Die Attraktivität von Immobilien für Investoren hat sich dadurch reduziert, wodurch die Immobiliennachfrage gedämpft werden könnte.
- » Gewerbeimmobilienfinanzierungen haben häufig variable Verzinsungen. Im Umfeld steigender Zinsen erhöht sich in diesem Fall auch die Belastung für die Kreditnehmer.
- » Die unsichere wirtschaftliche Lage könnte den Spielraum für Mieterhöhungen bei gewerblich genutzten Immobilien begrenzen.
- » Die Laufzeit der gewerblichen Kredite ist im Vergleich zur typischen Eigenheimfinanzierung in Deutschland oder Frankreich deutlich kürzer. Banken dürften strenger werden bei der Kreditvergabe. Falls ein Anschlusskredit nicht zustande kommt, müssten Gebäude eventuell in einem schwachen Marktumfeld verkauft werden, wenn der Investor nicht genügend Eigenkapital nachschießen kann.
- » Immer strengere Auflagen für Gewerbeimmobilien bezüglich Energieverbrauch erzeugen Sanierungsbedarf, um die Vermietbarkeit älterer Objekte sicherzustellen. Die Kosten für Renovierungen dürften wegen der hohen Inflation ebenfalls steigen, womit die Rentabilität einer Gewerbeimmobilie belastet würde.

Ein Zahlenbeispiel von Scope Ratings unterstreicht die Auswirkungen des Zinsanstiegs (siehe Publikation von Scope Ratings „A third of commercial mortgage loans in European CMBS face significant refinancing risk“ vom 30. Januar 2023): Die Finanzierung eines Bürogebäudes in Deutschland, zum Beispiel Frankfurt am Main, mit einem Beleihungsauslauf (LTV) von 60% und einer Verzinsung von 2,0% hatte eine Zinsdeckungsquote (Interest Coverage Ratio, ICR) von 2,0 im Jahr 2020. Wenn der Kapitalisierungszins für die Immobilienbewertung um lediglich 30 Basispunkte steigt, erhöht sich unter ansonsten gleichen Umständen der LTV auf 68%. Ein Anstieg der Kreditzinsen um 150 Basispunkte lässt die ICR ceteris paribus auf 1,14 fallen.

Quelle: DZ BANK

Schwierigkeiten mit US Regionalbanken im März 2023 blieben vorerst ohne Folgen

Die Aktienkurse von Banken sind im März 2023 deutlich gesunken und konnten sich in der Regel seitdem wieder leicht erholen (Stand Mitte August 2023). Auslöser für die Kurseinbrüche im März dürfte der Zusammenbruch der Silicon Valley Bank (SVB) gewesen sein, der auch amerikanische Finanzinstitute aus der zweiten Reihe in den Fokus rückte, wie der Flügelschlag eines Schmetterlings, der einen Sturm auslöst. Verstärkt wurde diese Entwicklung dadurch, dass in den Vereinigten Staaten von Amerika die Regionalbanken eine wichtige Rolle bei der Finanzierung von gewerblich genutzten Immobilien spielen. Auch jenseits des großen Teichs belasten die gestiegenen Zinsen die Preise für Gewerbeimmobilien, die 2022 laut Marktberichten bereits leicht zurückgegangen sind. Weitere Preisrückgänge scheinen möglich. Auch in den USA könnte es Kreditnehmern zunehmend schwerer fallen, Anschlussfinanzierungen für ihre gewerblichen Objekte zu finden, wenn Banken ihre Kreditrichtlinien verschärfen. Eine Verschlechterung des Marktes für Gewerbeimmobilien könnte wiederum die Aktivaqualität der Regionalbanken belasten, die ohnehin schon unter der im März durch die Silicon Valley Bank ausgelösten Vertrauenskrise zu leiden hatten. Die Nervosität bezüglich des amerikanischen Finanzsektors belastete im Frühjahr 2023 auch europäische Banken. Allerdings beruhigte sich die Lage in den darauffolgenden Monaten wieder, was sich zum Beispiel auch in fallenden Risikoprämien von unbesicherten Bankanleihen zeigte.

Zusammenbruch der Silicon Valley Bank, der Flügelschlag eines kalifornischen Schmetterlings?

Die Unruhe im Finanzmarkt war auch an den Covered Bond Spreads Mitte März abzulesen. Die Risikoaufschläge hüpfen an einzelnen Handelstagen um mehrere Basispunkte hin und her. Insgesamt bleibt der Swapsread des iBoxx € Covered Index allerdings in der Nähe der Marke von 20 Basispunkten und damit auf einem im Vergleich zum ersten Quartal insgesamt typischen Niveau. Auch die Risikoaufschläge deutscher Hypothekenpfandbriefe von auf Immobilienkredite spezialisierten Hypothekenbanken zeigten im März zwar eine etwas höhere Volatilität. Sie entwickelten sich im weiteren Jahresverlauf grosso modo ähnlich wie der Gesamtmarkt.

Auch Covered Bond Spreads waren betroffen

Sonderfall Finanzierungen von Mehrfamiliengebäuden

Der Anteil der Gewerbeimmobilienfinanzierungen am Geschäftsvolumen schwankt von Bank zu Bank entsprechend des jeweiligen Geschäftsmodells. Sie sind auf alle Covered Bond Programme weltweit gesehen allerdings eher die Ausnahme als die Regel. Hypotheken Covered Bonds sind typischerweise mit Eigenheimfinanzierungen besichert. Diese granularen Deckungsmassen mit besicherten Forderungen gegen Privatleute gelten als besonders sicher, auch wenn sich steigende Zinsen und ein schwaches Wirtschaftswachstum negativ auf die Kreditqualität dieser Portfolien auswirken können. Innerhalb der Eurozone gibt es vor allem in Deutschland, Österreich und in Spanien einige Ausnahmen, bei denen Gewerbeimmobilienfinanzierungen in unterschiedlichem Umfang in den Deckungsmassen der Hypotheken Covered Bond Programme anzutreffen sind. Aber welche Finanzierungen fallen eigentlich unter die Überschrift „Gewerbefinanzierung“?

In der Regel werden Eigenheimfinanzierungen als Deckungswerte verwendet

BUNDESBANK: EINORDNUNG VON IMMOBILIEN AUS FINANZSTABILITÄTSSICHT

Vermietete Gebäude (Renditeobjekte)		Selbstgenutzte Immobilien*
Immobilien für Gewerbeimmobilien wie zum Beispiel Büro- und		Nichtwohnzwecke Einzelhandelsgebäuden sowie Logistikimmobilien
Immobilien zu		Wohnzwecken
Nicht im Eigentum einer natürlichen Person und daher Gewerbeimmobilie (gewerbliches Wohnen)	Im Eigentum einer	natürlichen Person (privaten Haushalten)
	Vermietetes Wohneigentum (buy-to-let)	Selbstgenutztes Wohneigentum

Quelle: Deutsche Bundesbank, Darstellung DZ BANK, * für Immobilien zu Nichtwohnzwecken lautet die exakte Definition: „Immobilien, die von den Eigentümern zum Zweck der Ausübung ihres Geschäfts, Geschäftsgegenstands oder ihrer Tätigkeit genutzt werden.“ Sozialwohnungen werden ebenfalls zu Gewerbeimmobilien gezählt, lassen sich aber in diesem Schema nicht eindeutig zuordnen. Die Größe der Boxen sagt nichts über deren Relevanz.

Die Deutsche Bundesbank hat in ihrem „Finanzstabilitätsbericht 2022“ den Gewerbeimmobilien einen fünfzehnseitigen Artikel gewidmet. Sie stellt gleich zu Beginn des Artikels eine Einteilung der Gebäude voran. Einerseits kann zwischen einer wohnwirtschaftlichen und gewerblichen Nutzung der Gebäude unterschieden werden. Andererseits ist es auch sinnvoll, zwischen selbstgenutzten und vermieteten Immobilien zu unterscheiden. Vor allem bei Gebäuden für Wohnzwecke gibt es sicher viele Privatpersonen, die Häuser und Wohnungen vermieten. Es gibt vermutlich auch gut betuchte Privatpersonen, die Gewerbeimmobilien besitzen und vermieten. In der Regel tummeln sich im gewerblichen Geschäftsfeld nach unserer Einschätzung Immobilienunternehmen. Daneben gibt es Unternehmen, die Wohngebäude (in der Regel Mehrfamilienhäuser) bewirtschaften und vermieten. Trotz des wohnwirtschaftlichen Zwecks dieser Gebäude und trotz eines granularen Mieterportfolios sind Finanzierungen von Wohnungsunternehmen in die Kategorie gewerblich einzustufen. Ratingagenturen sehen dies genauso.

Einteilung der Immobilienfinanzierungen

Moody's hat in einer aktuellen Studie auf Risiken im Zusammenhang mit Mehrfamilienhäusern hingewiesen, die im Kreis der Gewerbeimmobilien – nicht zu Unrecht – als eine der sichersten Gebäudetypen gelten (siehe „Low debt yields and rent controls increase sensitivity of multifamily property exposures to rising interest rates“ vom 5. April 2023). Die Agentur findet jedoch auch ein Haar in der Suppe. Steigende Zinsen erhöhen die Finanzierungskosten bei Mehrfamilienhäusern, die hohe Teuerungsrate erhöht die operativen Kosten bei der Verwaltung und Bewirtschaftung der Gebäude. Aufgrund der in Deutschland geltenden Beschränkungen bei Mieterhöhungen könnten die Kostensteigerungen eventuell nicht mit entsprechend höheren Erträgen kompensiert werden. Dies belastet aktuell das Kreditprofil von Mehrfamilienhausfinanzierungen in Deutschland. Positiv hebt die Agentur hervor, dass Mietwohnungen derzeit stark nachgefragt sind. Wegen steigender Zinsen und höherer Baukosten können sich immer weniger Privathaushalte neue kreditfinanzierte Eigenheime leisten, sodass sie auf den Mietmarkt ausweichen. Aufgrund steigender Bevölkerungszahlen steigt zudem auch die Nachfrage nach Wohnraum, wobei dieser höhere Bedarf momentan nicht durch entsprechende Neubauaktivitäten kompensiert wird.

Risiken für Mehrfamilienhausfinanzierungen

Anhand von Investorenberichten der Covered Bond Emittenten kann nach unserem Kenntnisstand leider nicht mit letzter Sicherheit unterschieden werden, ob die Finanzierung eines Mehrfamilienhauses an einen Privathaushalt oder ein Unternehmen ausgereicht wurde. Im ersten Fall ließe sich argumentieren, dass dieses Darlehen dem Bereich privater Wohnfinanzierungen zugeordnet werden kann, wenn es sich zum Beispiel um einen Kredit für ein Dreifamilienhaus handelt und die Wohneinheiten nicht selbst genutzt, sondern vermietet sind. Diese Zuordnung würde sich mit der Vorgehensweise der Ratingagenturen decken. Es sind aber nicht nur die Investorenberichte deutscher Emittenten, die eine klare Zuordnung der Mehrfamilienimmobilien nicht erlauben. In anderen Ländern fehlen entweder die Angaben zu Mehrfamiliengebäuden oder die Zuordnung ist, wie im Fall Deutschlands, nicht eindeutig möglich. Der Anteil von Finanzierungen von Mehrfamiliengebäuden in den Deckungsmassen von Hypothekendarlehen kann in einzelnen Fällen bei deutschen Pfandbriefbanken hoch sein.

Mehrfamilienhäuser als Zwitter, Zuordnung nicht eindeutig möglich

Ende der EZB-Anleihekäufe unter APP betrifft auch CBPP3

Zur aktuell strengeren geldpolitischen Gangart der EZB gehört auch, dass sie keine Anleihen mehr im Rahmen ihres APP kauft. Auch Reinvestitionen von fälligen Anleihen im APP-Portfolio, zu dem auch das dritte Covered Bond Kaufprogramm (CBPP3) gehört, finden seit Juli 2023 nicht mehr statt. CBPP3 war ein wichtiger (wenn nicht der wichtigste) Einflussfaktor auf den Covered Bond Markt in den vergangenen Jahren. Deshalb möchten wir auf das Kaufprogramm in der gebotenen Kürze im Rahmen dieser Studie zurückblicken. Anfang September 2014, also vor rund neun Jahren, gab die EZB neben einer Leitzinssenkung auch die Schaffung des APP bekannt. Die ersten beiden Bausteine des APP waren je ein Kaufprogramm für Asset-Backed-Securities (ABS) und Covered Bonds. Später wurde das APP noch um Kaufprogramme für Staats- und Unternehmensanleihen ergänzt. Hintergrund für die quantitative Lockerung (Quantitative Easing, QE) der EZB nach amerikanischem Vorbild waren die für den Geschmack der Zentralbank zu niedrigen Inflationserwartungen der Marktteilnehmer.

Herbst 2014: Beginn von QE wegen zur geringer Inflationserwartungen

COVERED BOND KAUFPROGRAMME DER EZB IM ÜBERBLICK

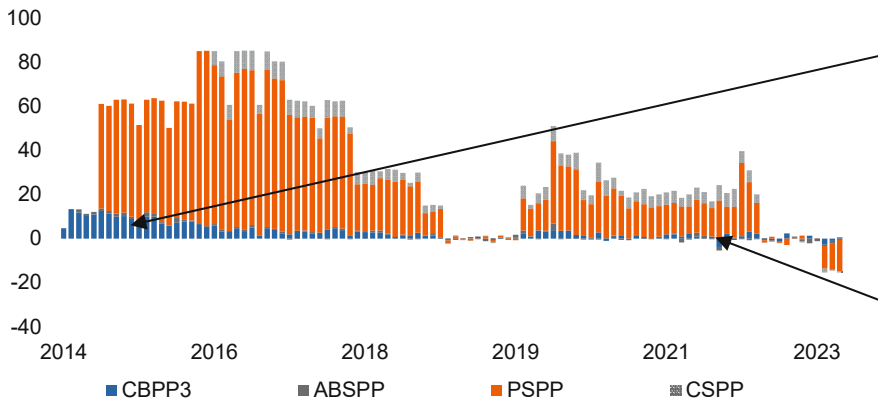
Datum	Ereignis
Juli 2009	Beginn der Käufe unter CBPP1, das Programm wurde von Anfang an auf zwölf Monate begrenzt.
Juli 2010	Ende der Käufe unter CBPP1, insgesamt wurden Covered Bonds im Volumen von rund 61 Mrd. Euro gekauft.
November 2011	Beginn der Käufe unter CBPP2, wobei die Dauer des Programms ebenfalls von Anfang an auf zwölf Monate begrenzt wurde.
November 2012	Ende der Käufe unter CBPP2, insgesamt wurden Covered Bonds im Volumen von rund 16 Mrd. Euro gekauft.
September 2014	Die EZB kündigt ihr Anleihekaufprogramm (APP) an, mit CBPP3 als einem der ersten Bausteine. Die Käufe wurden zeitlich nicht beschränkt.
Oktober 2014	Die EZB beginnt mit ihren Käufen unter CBPP3.
März 2018	Ursprünglich hat die EZB bei kauffähigen Neuemissionen in der Regel eine Order von 50% des erwarteten Neuemissionsvolumens abgegeben (Primärmarktorder). Im März 2018 wurde dieser Prozentsatz das erste Mal reduziert und bis Januar 2019 schrittweise auf 5% reduziert.
Januar 2019	Nettoneukäufe unter CBPP3 werden auf null reduziert. Lediglich die Rückflüsse aus fälligen Anleihen werden wieder angelegt.
Ende Oktober 2019	Nettoneukäufe werden unter CBPP3 wieder aufgenommen. Die Primärmarktorder wird wieder auf 40% angehoben. Bis Ende Juni 2022 – also über einen Zeitraum von mehr als drei Jahren – wurde kumuliert knapp 51 Mrd. Euro an Covered Bonds netto neu angekauft.
März 2020	EZB legt Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) auf, um den Auswirkungen der Corona-Pandemie auf die Wirtschaft des Euroraums entgegenzuwirken.
März 2022	Im Rahmen des PEPP hatte die EZB auch Covered Bonds im Volumen von insgesamt rund 6 Mrd. Euro gekauft. Die Nettoneukäufe unter PEPP wurden Ende März 2022 eingestellt. Die Wiederanlage fälliger Anleihen im PEPP-Bestand erfolgt noch bis voraussichtlich Ende 2024.
April 2022	Die EZB reduziert ihre Primärmarktorder für CBPP3 auf 30% und schleust diesen Prozentsatz schrittweise herunter, bis die Primärmarktorder Anfang März 2023 auf null reduziert wird.
Juli 2022	Das Volumen der Nettoneukäufe im APP variierte im Zeitverlauf. Seit Juli 2022 wurden die Nettoneukäufe - zum zweiten Mal in der Geschichte des APP - auf null heruntergefahren (siehe auch nachstehende Grafik). Von Juli 2022 bis Februar 2023 wurden die Rückflüsse aus fälligen Anleihen vollständig reinvestiert. Im Juli 2022 wurde auch die letzte Anleihe im CBPP1-Portfolio getilgt. Kurz danach, im September 2022, fiel der CBPP2-Bestand auf null.
März 2023	Die EZB reduziert ihre Reinvestitionen aus fälligen Anleihen um 15 Mrd. Euro pro Monat (Angabe bezieht sich auf das APP insgesamt). Davon war auch CBPP3 betroffen. Die CBPP3-Käufe reduzierten sich auf etwa 2 bis 2,5 Mrd. Euro pro Monat.
Juli 2023	Die EZB stellt ihre CBPP3-Käufe vollständig ein.
Juli 2050	Wenn die Anleihen im CBPP3-Portfolio nicht aktiv verkauft werden, dürfte auch 2050 immer noch ein kleiner CBPP3-Bestand auf der Bilanz der EZB sein.

Quelle: Europäische Zentralbank, DZ BANK

Die Höhe der monatlichen Nettoneukäufe (also das Kaufvolumen nach Abzug der fälligen Covered Bonds) wurde stark vom Fälligkeitsvolumen im CBPP3-Bestand beeinflusst und schwankte zwischen 2014 und 2022 von fast minus 4 Mrd. Euro bis plus 13 Mrd. Euro. Angemerkt sei noch, dass die EZB 2020 das Pandemie-Notfallankaufprogramm (Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP) geschaffen hatte, in dessen Rahmen von April 2020 bis März 2022 auch Covered Bonds im Volumen von insgesamt rund 6 Mrd. Euro gekauft wurden. Die PEPP-Käufe hatten allerdings keine nachhaltigen Auswirkungen auf den Covered Bond Markt. Die Wiederanlage fälliger Anleihen im PEPP-Portfolio erfolgt nach derzeitigem Stand bis Ende 2024. Die insgesamt geringen Covered Bond Käufe unter PEPP dürften unserer Meinung nach auch künftig keine wesentlichen Auswirkungen haben.

Nettoneukäufe unter CBPP3
schwankten stark

DIE HÖHE DER NETTONEUKÄUFE IM APP SCHWANKTE STARK, IN DER SPITZE KAUFTE DIE EZB ANLEIHEN IM VOLUMEN VON MONATLICH MEHR ALS 80 MRD. EURO NETTO NEU HINZU
NETTONEUKÄUFE PRO MONAT IM RAHMEN VON APP IN MRD. EURO



Für den Covered Bond Markt war CBPP3 mehr als ein Tropfen im Ozean. Im Gesamtkontext von APP reduzierte sich die Bedeutung von CBPP3 allerdings im Laufe der Zeit.

Der Anteil der CBPP3-Käufe an allen Nettoneukäufen unter APP war zum Schluss recht gering.

Quelle: Europäische Zentralbank, Darstellung DZ BANK

EZB hatte Erfahrungen aus den ersten beiden Kaufprogrammen

Mit Covered Bond Käufen hatte die EZB bereits Erfahrungen. Im Juli 2009 startete das erste Covered Bond Kaufprogramm (CBPP1) der EZB, in dessen Rahmen die Zentralbank zwölf Monate lang gedeckte Bankanleihen im Gesamtvolumen von 61,1 Mrd. Euro kaufte. Das Programm wurde damals aufgrund der Auswirkungen der Lehman-Insolvenz zur Unterstützung des Covered Bond Markts ins Leben gerufen und das Ziel wurde kurzzeitig unserer Meinung nach auch erreicht. CBPP2 begann im November 2011 und sollte ein Volumen von maximal 40 Mrd. Euro erreichen. Die CBPP2-Käufe kamen jedoch nie richtig in Schwung, sodass die EZB unter CBPP2 lediglich ein Volumen von insgesamt rund 16 Mrd. Euro eingesammelt hat. CBPP2 sollte die Risikoauflösung gedeckter Bankanleihen während der europäischen Staatsschuldenkrise stabilisieren. Erfolgreich würden wir CBPP2 nicht nennen, das wäre aber vielleicht auch zu viel verlangt. Bekanntlich konnte die Staatsschuldenkrise erst 2012 mit den Worten „Whatever it takes“ von Mario Draghi gebändigt werden.

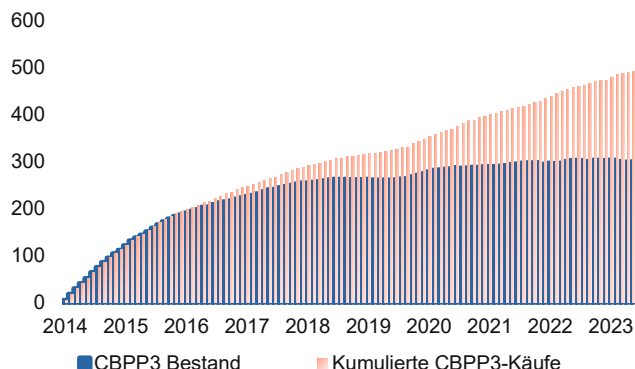
CBPP1 war sehr erfolgreich und war als Unterstützung für den Covered Bond Markt gedacht

Als die Käufe unter CBPP3 im Oktober 2014 starteten, betrugen die Bestände des CBPP1- und CBPP2-Portfolios noch rund 30 Mrd. Euro beziehungsweise 13 Mrd. Euro. Die EZB baute den CBPP3-Bestand zügig auf. Von Oktober bis Dezember 2014 wuchs das CBPP3-Portfolio auf knapp 30 Mrd. Euro an. Ende 2015 erreichte der Bestand bereits knapp 144 Mrd. Euro. Den Höchststand mit rund 304 Mrd. Euro markierte das CBPP3-Portfolio im Januar 2023, kurz bevor die CBPP3-Reinvestitionen reduziert wurden. Ab Juli 2023 wird die EZB keine Rückflüsse im APP (inklusive CBPP3) mehr reinvestieren. Der CBPP3-Bestand reduziert sich deshalb seitdem Monat für Monat. In den zwölf Monaten von Juli 2023 bis Juni 2024 erwartet die EZB, dass sich der CBPP3-Bestand um rund 30 Mrd. Euro reduziert. Je mehr Zeit ins Land geht, desto geringer dürfte auch der monatliche Portfolioabbau bei CBPP3 voranschreiten. Die EZB sollte nach unserer Einschätzung auch einige dreißigjährige Covered Bonds in ihrem CBPP3-Bestand haben, sodass sich das Abschmelzen des Portfolios noch sehr lange hinziehen wird. Falls die CBPP3-Bestände, wie von der EZB angekündigt, nicht aktiv abgebaut werden, dürfte es nach unserer Einschätzung auch nach 2050 immer noch Covered Bonds im CBPP3-Portfolio geben.

Unter CBPP3 wurden die Bestände zu Beginn sehr schnell aufgebaut

SPÄTESTENS SEIT 2015 MUSS DIE EZB GEGEN EINEN WACHSENDEN TILGUNGSSTROM ANKAUFEN

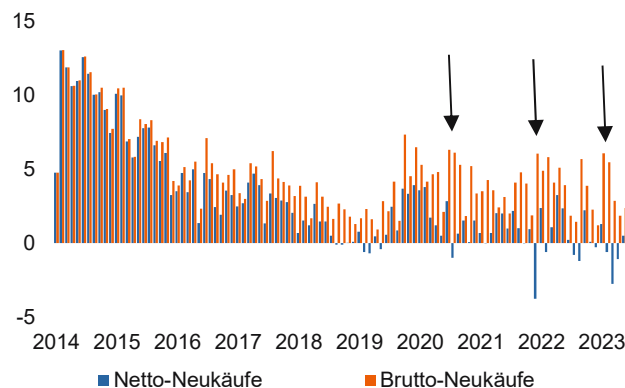
ANGABEN IN MRD. EURO



Quelle: EZB, Berechnungen und Darstellung DZ BANK

TEILWEISE SUBSTANZIELLE BRUTTOKÄUFE, AUCH WENN DIE NETTONEUKÄUFE DER EZB GERING WAREN

ANGABEN IN MRD. EURO



Quelle: EZB, Berechnungen und Darstellung DZ BANK

Massiver Markteingriff der EZB

Die EZB hat seit Beginn von CBPP3 auch immer wieder Anleihen mit einer Laufzeit von weniger als einem Jahr gekauft. Daher musste die Zentralbank seit 2015 gegen einen immer größer werdenden Strom von fälligen Covered Bonds ankaufen, um ihren Bestand aufzubauen. Der steilste Anstieg im CBPP3-Portfolio war in den Anfangsmonaten zu verzeichnen und flachte dann immer mehr ab. Der CBPP3-Bestand blieb vom Herbst 2021 bis Mai 2023 auf einem Niveau zwischen 294 Mrd. Euro und 304 Mrd. Euro. Die kumulierten CBPP3-Käufe (CBPP3-Bestand plus Summe aller Rückzahlungen im CBPP3-Portfolio) summierten sich Ende Juni 2023 auf über 490 Mrd. Euro. Nach unserer Schätzung wird sich der CBPP3-Bestand bis Ende 2023 aufgrund von Fälligkeiten auf unter 290 Mrd. Euro abbauen.

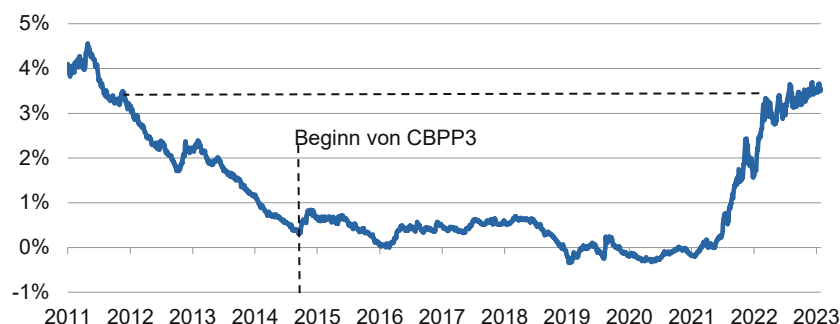
Der massive Markteingriff durch APP im Allgemeinen und CBPP3 im Besonderen blieb nicht ohne Wirkung auf Renditen, Swapsreads und Marktliquidität. Draghis Worte „Whatever it takes“ hatten bereits 2012 – deutlich vor Beginn des APP – zum Verfall der Renditen geführt. Als CBPP3 im Herbst 2014 begann, waren die Covered Bond Renditen schon mit etwa 0,8% auf einem historisch niedrigen Niveau. Dies änderte sich erst Anfang 2022, als die Renditen angesichts stark volatiler Energiepreise wieder anfangen stark zu steigen.

Kumulierte CBPP3-Käufe erreichten Ende Juni einen Stand von mehr als 490 Mrd. Euro

Auswirkungen auf Renditen, Spreads und Marktliquidität

2022 BEGANN EIN STEILER ANSTIEG DER RENDITEN AUF DAS NIVEAU VON 2012

RENDITE DES IBOXX € COVERED INDEX



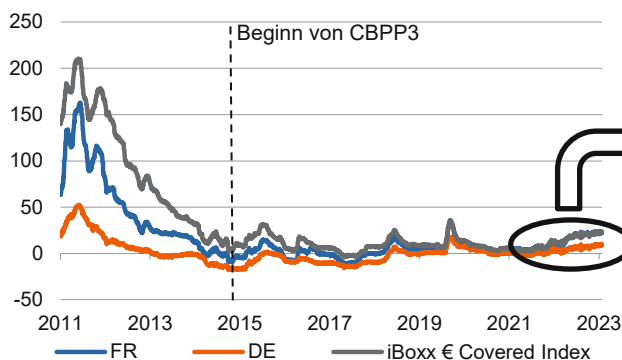
Quelle: Bloomberg, Markit, Darstellung DZ BANK; Stand: 30. August 2023, 17:00 Uhr

Kompression der Swapsreads und immer geringere Differenzierung

Als CBPP3 im September 2014 angekündigt wurde, betrug der Abstand zwischen dem Swapsread für den deutschen und französischen Subindex im iBoxx € Covered Index knapp 13 Basispunkte. Der Abstand von Deutschland zum Gesamtindex lag bei rund 31 Basispunkten. Die Ankündigung von CBPP3 ließ bereits die Risikoaufschläge dahinschmelzen. Als die Käufe im Oktober 2014 begannen, betrug die Spreaddifferenz zwischen Deutschland und Frankreich nur noch gut 6 Basispunkte und der Abstand von deutschen Pfandbriefen zum Gesamtindex lag nur noch bei etwa 13 Basispunkten. Deutschland und Frankreich waren aber keine Einzelfälle. Die Risikoaufschläge der Covered Bonds aus der Eurozone wurden durch CBPP3 großflächig und massiv komprimiert.

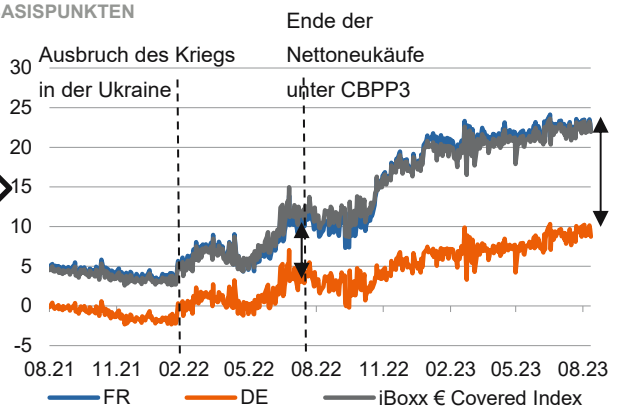
Spreadkompression: Abstände der Risikoaufschläge reduzierte sich durch CBPP3

MASSIVE SPREADKOMPRESSION DURCH CBPP3, ...
SWAPSPREADS AUS DEM IBOXX € COVERED INDEX IN BASISPUNKTEN



Quelle: Bloomberg, Markit, Darstellung DZ BANK; Stand: 30. August 2023, 17:00 Uhr

... DIE SICH SEIT 2022 LANGSAM AUFLÖSEN SCHEINT
SWAPSPREADS AUS DEM IBOXX € COVERED INDEX IN BASISPUNKTEN



Quelle: Bloomberg, Markit, Darstellung DZ BANK; Stand: 30. August 2023, 17:00 Uhr

Natürlich atmeten die Swapsreads auch während der Phase der CBPP3-Käufe und reagierten damit auf Nachrichten und Entwicklungen am Markt. Je länger aber CBPP3 lief und damit immer weniger Covered Bonds aus der Eurozone privaten Investoren zur Verfügung standen, desto enger wurden die Spreadabstände. Seit September 2020, nachdem sich der erste Schreck der Corona-Pandemie gelegt hatte, notierte der Swapsread des Subindex für Frankreich in etwa auf demselben Niveau wie jener des Gesamtindex. Zu diesem Zeitpunkt betrug der Spreadabschlag von deutschen Pfandbriefen zum Gesamtindex nur noch 5 Basispunkte. Der Swapsread des Gesamtindex hatte sich damit besser als die Subindizes für Deutschland und Frankreich entwickelt. Darin spiegelte sich vor allem die damalige Spread-Rally südeuropäischer Covered Bonds wider.

Seit Februar 2022 steigen die Covered Bond Spreads wieder

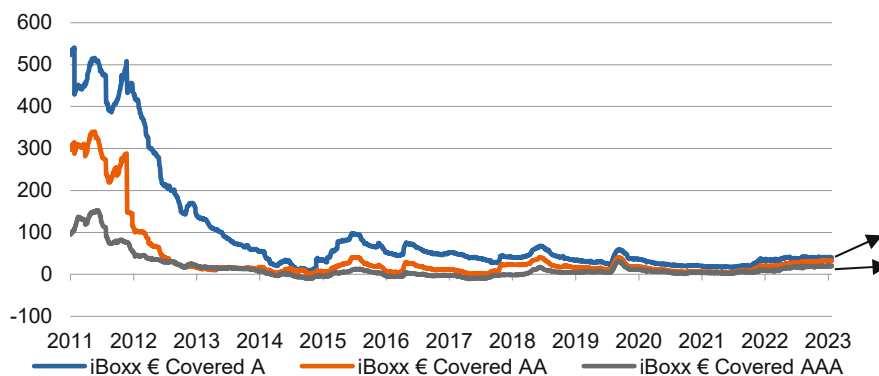
Crowding-out und Spill-over

Die EZB verfolgte mit ihren Anleihekäufen ein geldpolitisches Ziel. Deshalb kaufte sie beständig und – volkswirtschaftlich gesprochen – preisunelastisch, um ihre Mengenziele zu erreichen. Die hohe Nachfrage der EZB über einen längeren Zeitraum über die gesamte Eurozone hinweg führte dazu, dass sich vor allem die Swapsreads südeuropäischer Covered Bonds stärker als der Gesamtmarkt einengten. Die im März 2019 von der EZB beschlossenen längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (Targeted Longer-Term Refinancing Operations, TLTRO III) trugen unserer Meinung nach außerdem dazu bei, dass für südeuropäische Banken der Druck abnahm, sich über den Kapitalmarkt zu refinanzieren. Das geringere Angebot an Neuemissionen dürfte in dieser Zeit ebenfalls zur Spreadperformance der Covered Bonds beigetragen haben. Für Investoren ergab sich aus dieser Gemengelage eine willkommene Spreadperformance für gedeckte Anleihen in ihrem

Viele private Investoren kehrten dem Covered Bond Markt den Rücken

Bestand. Gleichzeitig bedeutete die damit einhergehende Kompression der Swapsreads, dass die vorherrschenden Risikoaufschläge für immer weniger Investoren eine angemessene Kompensation für die Kreditrisiken beim Kauf neuer Covered Bonds darstellten. In Kombination mit dem geringen Renditeniveau führte dies dazu, dass viele private Investoren in den Jahren 2015 bis 2021 dem Covered Bond Markt den Rücken kehrten (Crowding-out).

KREDITRISIKEN SPIEGELN SICH WIEDER STÄRKER IN DEN SPREADS WIDER SWAPSPREADS IN BASISPUNKTEN



Quelle: Bloomberg, Markit, Darstellung DZ BANK; Stand: 30. August 2023, 17:00 Uhr

Die durch die CBPP3-Käufe verursachte Spreadperformance bei Covered Bonds aus der Eurozone übertrug sich auch auf andere Regionen der Welt (Spill-over). Die aus der Eurozone verdrängten Investoren, die – wie zum Beispiel Banken – dem Covered Bond aufgrund aufsichtsrechtlicher Anreize nicht gänzlich abgeschworen haben, legten ihr Geld in gedeckten Anleihen aus beispielsweise Kanada, Norwegen oder Schweden an. Die EZB-Käufe sorgten somit weltweit für eine Spread-Hausse, die bis Ende 2021 anhielt. Als die Renditen Anfang 2022 wieder anfangen zu steigen, erhöhten sich auch langsam die Covered Bond Spreads. Der Ausbruch des Kriegs in der Ukraine im Februar 2022 und die Einstellung der Nettoneukäufe unter APP (inklusive CBPP3) im Juli 2022 führten dazu, dass sich der Swapsread des iBoxx € Covered Index Stück für Stück ausweitete und inzwischen um die Marke von 25 Basispunkte notiert (Stand Ende September 2023).

Primär- und Sekundärmarkt: Neuemissionsvolumen und Marktliquidität

Unserer Meinung nach ist es schwer zu sagen, ob CBPP3 zu mehr oder weniger Neuemissionen geführt hat. Es gab mit der Einführung von TLTRO II und III sowie der Corona-Pandemie andere wichtige Einflussfaktoren, die den Einfluss von CBPP3 auf den Primärmarkt überlagerten. Nach unserem Eindruck dürften viele Emittenten darauf geschaut haben, wie stark die Unterstützung der EZB (gemessen anhand der im Zeitverlauf schwankenden Primärmarktorder der EZB) gewesen ist. Dies könnte zeitweise in einzelnen Fällen zum Vorziehen oder Verschieben geplanter Neuemissionen beigetragen haben.

CBPP3 hat jedoch auf jeden Fall die Investitionsmöglichkeiten für private Investoren beschnitten. Eine nüchterne Betrachtung der Zahlen vom Primärmarkt für Euro-Benchmark-Covered-Bonds zeigt, dass von 2015 bis 2022 dem privaten Sektor unter dem Strich in fünf von acht Jahren durch Fälligkeiten und CBPP3-Käufen Investitionsmöglichkeiten entzogen wurden. Die entsprechenden Angaben für die betreffenden Jahre sind in der nachstehenden Tabelle fett hervorgehoben. Seit 2022 wächst aufgrund der stark überdurchschnittlichen Primärmarktaktivitäten das Volumen an Covered Bonds wieder, die für private Investoren zur Verfügung stehen.

Verdrängte Investoren wichen zum Teil auf Covered Bonds aus anderen Ländern aus

TLTRO überlagerte Einfluss von CBPP3 auf den Primärmarkt

CBPP3 reduzierte die Anlagemöglichkeiten für private Investoren

CBPP3-KÄUFE, TLTRO III UND DIE CORONA-PANDEMIE: ES GAB VIELE SONDEREINFLÜSSE AUF DEN PRIMÄRMARKT SEIT 2014

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023**
(1) Covered Bond Neuemissionen und Aufstockungen in Mrd. Euro*	115	146	126	112	137	138	94	96	199	136
(2) davon CBPP3-fähige Neuemissionen und Aufstockungen in Mrd. Euro	74	104	80	77	94	92	69	59	132	103
(3) CBPP3-fähige Neuemissionen und Aufstockungen in Prozent von (1)	64%	71%	64%	69%	69%	66%	74%	61%	66%	77%
(4) Fällige CBPP3-fähige Euro-Benchmark-Covered-Bonds in Mrd. Euro	134	119	119	94	64	73	78	79	93	78
CBPP3-Nettoneukäufe in Mrd. Euro	30	115	62	39	24	3	29	15	6	-15

Quelle: Bloomberg, Berechnungen und Darstellung DZ BANK, * nur Euro-Benchmark-Covered-Bonds mit einem Emissionsvolumen von mindestens 500 Mio. Euro

** Angaben für 2023 per 30. Juni 2023 außer das Volumen fälliger CBPP3-fähiger Euro-Benchmark-Covered-Bonds (diese Zahl bezieht sich auf das Gesamtjahr)

Michael Weigerding zeigt in einer aktuellen Analyse, dass CBPP3 die Liquidität am Sekundärmarkt zu Beginn kurzfristig verbesserte. Nach etwa einem halben Jahr überwogen jedoch die negativen Effekte der CBPP3-Käufe auf die Marktliquidität (siehe „Long-term liquidity effects of large-scale asset purchase programs: Evidence from the euro covered bond market“ in der September 2023 Ausgabe von International Review of Economics & Finance). In der Anfangsphase von CBPP3 dürften Investoren unserer Meinung nach die Gelegenheit genutzt haben, um Teile ihrer Covered Bond Positionen abzubauen. Daher erhöhten sich die Umsätze und damit auch die Marktliquidität. Je länger das Programm lief, desto stärker fiel der Bestandseffekt durch die CBPP3-Käufe ins Gewicht. Da die EZB die gekauften Anleihen bis zur Fälligkeit hält, bedeutet jeder Kauf durch die EZB ein effektives Schrumpfen des Markts. Für die betroffenen Anleihen gibt es nach unserer Einschätzung nur wenig Hoffnung auf eine Besserung der Liquidität, es sei denn, die Emittenten stocken die Anleihen auf. Die meisten der betroffenen Anleihen dürften einen sehr niedrigen, marktfernen Kupon haben, sodass wir eine breite Aufstockungswelle dieser Anleihen für sehr unwahrscheinlich ansehen. Allerdings dürfte sich die Liquidität seit der Reduzierung der CBPP3-Käufe ab Juli 2022 schon wieder etwas verbessert haben. Für Neuemissionen ab spätestens Juli 2023 sollte es dann keine Beeinträchtigung durch die CBPP3-Käufe mehr geben.

CBPP3 hat die Marktliquidität belastet

Die Marktliquidität dürfte auch von der Zahl der aktiven Investoren im Covered Bond Markt abhängen. Je mehr Investoren Covered Bonds handeln, desto besser sollte die Liquiditätssituation sein. Das seit 2022 gestiegene Renditeniveau hat wieder Investoren zurückgelockt. Dieser Prozess dürfte nach unserer Einschätzung noch nicht zu Ende sein. Insofern besteht Hoffnung, dass sich auch auf diesem Wege die Liquidität im Covered Bond Markt in den nächsten Monaten Schritt für Schritt wieder verbessert.

Zunehmende Zahl an Investoren fördert die Marktliquidität

Stärkere Spreadifferenzierung und Crowding-in

Die CBPP3-Käufe endeten am 30. Juni 2023. Jeder, der schon einmal versuchte, sich das Rauchen oder Kaffee abzugewöhnen, kennt Entzugserscheinungen. Die EZB hat den Übergang in eine Post-CBPP3-Zeit schonend gestaltet, indem sie im Juli 2022 die Nettoneukäufe eingestellt hat und einige Monate danach ihre Reinvestitionen reduzierte. Zum Glück sind aufgrund des gestiegenen Renditeniveaus viele Investoren bereits zurückgekehrt (Crowding-in), die in der Phase der CBPP3-Käufe den Markt verlassen hatte. Die Auswirkungen der massiven Anleihekäufe werden sich (hoffentlich) in den kommenden Wochen Schritt für Schritt wieder abbauen. Zu den wesentlichen Auswirkungen des Endes der CBPP3-Käufe zählen aus unserer Sicht:

Auswirkungen von CBPP3 werden sich nach Juni 2023 abbauen

» Die Liquidität von Covered Bonds, die ab Juli aufgelegt werden, wird nicht mehr durch CBPP3 beeinträchtigt sein. Allerdings wird sich die Liquidität von gedeckten Anleihen, die die EZB im CBPP3-Bestand hat, nicht von allein erholen. Dies ist unserer Meinung nach nur möglich, wenn die Emittenten die betroffenen Anleihen aufstocken. Letzteres ist in Einzelfällen möglich, auf breiter Front aus heutiger Sicht allerdings unwahrscheinlich.

Bessere Marktliquidität

» Die fehlenden CBPP3-Käufe werden durch private Investoren ersetzt, die wegen höherer Renditen an den Markt zurückgekehrt sind. Anders als die Zentralbank schwankt das Kaufinteresse privater Investoren. Die weitgehend Spread-unabhängigen EZB-Käufe fehlen künftig als Stabilisator. Deshalb dürften sich die Swapspreeds von Covered Bonds volatiler als in den vergangenen Jahren entwickeln.

Höhere Spreadvolatilität

» Die Risikoaufschläge von Covered Bonds werden künftig wieder stärker durch Kreditthemen beeinflusst, sodass sich die Spreads stärker differenzieren werden. Die Risikoaufschläge von Anleihen, die durch CBPP3 am stärksten profitiert hatten, dürften durch das Ende der CBPP3-Käufe auch die größten Spreadrisiken aufweisen.

Stärkere Spreaddifferenzierung

Insgesamt wird sich die Marktlage wieder normalisieren. Aber was heißt eigentlich normal nach Lehman, globaler Finanz- und europäischer Staatsschuldenkrise, TLTRO, CBPP3, Brexit, Corona und dem Beginn des Ukraine-Kriegs?

Normalisierung, aber was ist normal?

EZB ist bereit den Covered Bond Markt zu unterstützen

Wir wünschen uns kein viertes Covered Bond Kaufprogramm der EZB herbei. Wirklich! Aber die EZB hat bereits 2009 mit CBPP1 gezeigt, dass sie nötigenfalls bereit ist, den Covered Bond Markt zu unterstützen. CBPP3 war anfangs sicher nicht in erster Linie dazu gedacht, dem Markt zu helfen. Der Covered Bond Markt war eher Mittel zum Zweck, um die geldpolitischen Ziele der Zentralbank zu erreichen. Die CBPP3-Käufe dürften aber den Covered Bond Markt in schwierigen Phasen gestützt haben. Und Herausforderungen gab es seit Ende 2014 so einige, wie zum Beispiel während der Corona-Pandemie. Falls also wieder eine Krise auf den Markt zurollt, dürfte es unserer Meinung nach eine hohe Wahrscheinlichkeit dafür geben, dass die EZB dem Covered Bond Markt wieder zur Seite springen wird.

CBPP3 war geldpolitisch motiviert ...

Mit ihrer Unterstützung wird die Zentralbank der hohen Bedeutung des Covered Bonds für die Refinanzierung europäischer Banken gerecht. Ratingagenturen honorieren dies mit Zuschlägen in ihren Bewertungsmethoden. Beispielsweise wird die Anhebung des Ausgangspunkts für das Covered Bond Rating von Moody's & Co regelmäßig mit dieser oder einer ähnlichen Argumentation begründet.

... wirkte sich aber auch als Unterstützung für den Markt aus

Der Pfandbriefmarkt im Herbst 2023

Etwa ein Viertel der CBPP3-Käufe erfolgte im deutschen Pfandbriefmarkt. Das bedeutet, dass im CBPP3-Bestand im Juli 2023 Pfandbriefe im Volumen von mehr als 70 Mrd. Euro enthalten waren. Das ist eine erhebliche Summe, verglichen mit dem Pfandbriefumlaufvolumen von etwa 400 Mrd. Euro Mitte 2023. Im Folgenden gehen wir den Auswirkungen der Zinswende, dem Ende von CBPP3 und anderen Themen auf den Pfandbriefmarkt nach.

CBPP3 Einfluss auf Pfandbriefe

Emissionsklimaindex des vdp

Der Primärmarkt ist oft der Seismograf, an dem sich die Reaktionen der Marktteilnehmer auf aktuelle Entwicklungen schnell ablesen lassen. Der Verband deutscher Pfandbriefbanken (vdp) hat dazu passend am 16. Dezember 2022 zum ersten Mal seinen Emissionsklimaindex vorgelegt. Dieser Stimmungsindikator für den Primärmarkt stand im Juni 2023 bei -14 für Pfandbriefe (nach -10 im Dezember 2022) und -29 für unbesicherte Bankanleihen (nach -26). Der neue Stimmungsindikator kann Werte von -100 (sehr schlechtes Emissionsklima) bis +100 (sehr gutes Emissionsklima) annehmen. Diese Kennzahl, die alle sechs Monate aktualisiert wird, wurde zuletzt im Juni 2023 veröffentlicht (siehe hier) und basiert auf einer Umfrage unter den vdp-Mitgliedsbanken. Zu den Gründen für die aktuell leicht pessimistische Einschätzung zählen die anhaltenden wirtschaftlichen Belastungen als Folge des Ukraine-Krieges, die gestiegenen Energiekosten sowie die höhere Teuerungsrate und die restriktivere Geldpolitik der EZB.

VDP-EMISSIONSKLIMA HAT SICH IM JUNI 2023 LEICHT VERSCHLECHTERT
SCORE-WERTE VON -100 BIS +100 MÖGLICH, EIN NEGATIVER WERT DEUTET AUF EIN
EINGETRÜBTES EMISSIONSKLIMA HIN

	Juni 2023	Dezember 2022
Score für Pfandbriefe	-14	-10
Score für unbesicherte Bankanleihen	-29	-26
Gesamt-Score	-21	-17

Quelle: Verband deutscher Pfandbriefbanken, Darstellung DZ BANK

Die Erwartungen der Pfandbriefbanken Ende 2022 hatten sich im Verlauf des ersten Halbjahres 2023 weitgehend bewahrheitet. Das Hypothekenneugeschäft der vdp-Mitgliedsinstitute ist laut Verband im ersten Quartal 2023 im Vergleich zum ersten Quartal 2022 um 47,8 Prozent zurückgegangen. Der Fairness halber muss dazu gesagt werden, dass das erste Quartal 2022 mit 49 Mrd. Euro an neuen Immobilienkrediten bei den vdp-Mitgliedsbanken einen Rekordwert darstellte und sich das Neugeschäft im zweiten Quartal etwas stabilisierte. Dennoch blieb der Rückgang bei der Kreditnachfrage nicht ohne Folgen für die Emissionstätigkeit. Die vdp-Mitglieder haben von Januar bis einschließlich Juni 2023 Pfandbriefe im Volumen von insgesamt 32,1 Mrd. Euro aufgelegt. Im Vorjahreszeitraum betrug das Neuemissionsvolumen satte 41,7 Mrd. Euro. Den Rückgang um 23 Prozent sehen wir allerdings teilweise als Normalisierung der außergewöhnlich hohen Primärmarktaktivitäten der deutschen Pfandbriefbanken im Jahr 2022 an. Ende 2022 erwarteten die vdp-Mitglieder ein Neuemissionsvolumen von rund 50 Mrd. Euro für das Gesamtjahr 2023, wobei sich dieser Betrag zu 41 Mrd. Euro auf Hypothekenspfandbriefe und 9 Mrd. Euro auf Öffentliche Pfandbriefe verteilt. Dem stehen Fälligkeiten im Volumen von 28 Mrd. Euro (Hypothekenspfandbriefe) und 15 Mrd. Euro (Öffentliche Pfandbriefe) für 2023 gegenüber. Trotz des Rückgangs des Neuemissionsvolumens im Vergleich zum Vorjahr würde der Pfandbriefmarkt um etwa 7 Mrd. Euro wachsen, wenn die Erwartungen der vdp-Mitglieder sich bewahrheiten.

Rückzahlung der TLTRO III Kredite stehen an

Eine Ursache für den Rückgang der Neuemissionstätigkeit dürfte das schwache Kreditneugeschäft im ersten Halbjahr gewesen sein, auch wenn der Kreditbestand deutscher Banken bis zur Jahresmitte weitgehend stabil geblieben ist. Gleichzeitig stiegen die Kundeneinlagen der Banken insgesamt langsamer, auch wenn es einzelnen (Pfandbrief-) Banken mit Lockangeboten gelungen war, ihre Kundeneinlagen deutlich zu erhöhen. Darüber hinaus erfolgten auch Tilgungen von

**Neuer vdp-Emissionsklimaindex ist
aktuell moderat negativ bezüglich
Pfandbriefneuemissionen**

**Pfandbriefmarkt wächst weiter, trotz
trübem Emissionsklima**

**Bis Ende 2023 stehen noch
TLTRO III Kredite im Volumen von
106 Mrd. Euro zur Tilgung an**

TLTRO III Krediten, wobei bezogen auf den deutschen Bankensektor die Rückzahlungen rein rechnerisch aus der reichlich vorhandenen Überschussliquidität bestritten werden konnte und somit keine Anschlussfinanzierungen über Neuemissionen erfordert haben. Bis Ende 2024 stehen in der Eurozone noch die verbleibenden Tilgungen von TLTRO III Krediten im Gesamtvolumen von rund 592 Mrd. Euro an, wovon lediglich knapp 106 Mrd. Euro bis Ende 2023 zurückzuzahlen sind (Stand August 2023). Mit der Abwicklung von TLTRO III dürften Banken im Rahmen ihrer Refinanzierung künftig weniger auf die Zentralbank zurückgreifen. Für die langfristige Refinanzierung der Kreditinstitute dürfte deshalb eine höhere Aufmerksamkeit auf den Kapitalmarkt gelegt werden. Pfandbriefe bieten bekanntlich aus Sicht des Emittenten im Vergleich zu unbesicherten Bankanleihen günstigere Konditionen. Deshalb dürften Banken weiterhin Interesse an Pfandbriefneuemissionen haben. Eine Rückkehr zum Emissionsvolumen von 86 Mrd. Euro aus dem Jahr 2022 (Daten von der Deutschen Bundesbank) ist unserer Meinung nach weder für 2023 noch für 2024 wahrscheinlich. Vielmehr erwarten wir eine Normalisierung der Neuemissionstätigkeit auf dem Niveau von etwa 55 Mrd. Euro pro Jahr. Den Pfandbriefbanken stehen dafür genügend Deckungswerte zur Verfügung. Auch wenn das Hypothekenneugeschäft 2023 deutlich schwächer als im Vorjahr ausfällt, dürften die Pfandbriefbanken über einen ausreichenden Bestand an Deckungswerte verfügen.

FÜR 2023 STEHEN NOCH TLTRO III TILGUNGEN VON KNAPP 106 MRD. EURO AN

Fälligkeit	Zugeteiltes Volumen (in Mrd. Euro)	Ausstehendes Volumen (in Mrd. Euro)
27.09.2023	174,46	66,74
20.12.2023	50,41	41,17
27.03.2024	330,50	280,73
26.06.2024	109,83	69,83
25.09.2024	97,57	90,60
18.12.2024	51,97	43,08
Summe	814,74	592,15

Quelle: EZB, Darstellung DZ BANK

Neuemissionsvolumen und Wachstum im Pfandbriefmarkt

Die Zahlen der Deutschen Bundesbank in der nachstehenden Tabelle beziehen sich auf den gesamten deutschen Pfandbriefmarkt. Sie fallen daher im Vergleich zu den vom vdp veröffentlichten Daten etwas anders aus, weil sich der vdp nach unserem Verständnis im Fall von Neuemissionen auf die Daten seiner Mitglieder stützt, wobei nicht alle deutschen Pfandbriefbanken im Verband vertreten sind. Laut Deutscher Bundesbank betrug das Neuemissionsvolumen im ersten Halbjahr 2023 rund 34 Mrd. Euro.

Neuemissionsvolumen im ersten Halbjahr 2023 bei rund 34 Mrd. Euro

2023 DÜRFTE HINTER DEM HOHEN BRUTTONEUEMISSIONSVOLUMEN VON 2022 ZURÜCKBLEIBEN

Angaben in Mrd. Euro	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023*
Hypotheken-, Schiffs- und Flugzeugpfandbriefe	31	43	35	37	43	44	41	44	72	28
Öffentliche Pfandbriefe	15	16	10	12	7	11	19	18	14	6

Quelle: Deutsche Bundesbank, Berechnungen und Darstellung DZ BANK, * Angaben für 2023 bis einschließlich 30. Juni

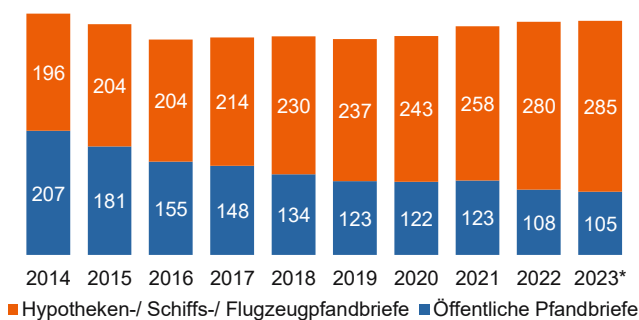
Das Neuemissionsvolumen in Höhe von 86 Mrd. Euro im Jahr 2022 ist nach unserer Einschätzung ein Ausreißer nach oben. Der Schwerpunkt bei der Neuemissionstätigkeit dürfte auch im Jahr 2023 weiterhin der Hypothekenspfandbrief bleiben, weil die meisten Pfandbriefbanken ihr Kreditgeschäft mit dem öffentlichen Sektor nicht mehr ausbauen und einige wichtige Pfandbriefemittenten dieses Geschäftsfeld sogar nicht mehr aktiv betreiben.

Neuemissionsvolumen von 2022 ein Ausreißer nach oben

Im Folgenden benutzen wir Zahlen der Deutschen Bundesbank, des vdp und Daten, die wir aus Bloomberg gesammelt haben. Die Angaben aus den verschiedenen Quellen sind, wie bereits erwähnt, nicht vollständig deckungsgleich. Allerdings sehen wir die Schnittmenge als groß genug an, um ein paar allgemeine Aussagen daraus abzuleiten. Laut Deutscher Bundesbank ist das Umlaufvolumen Ende 2022 auf 388 Mrd. Euro angestiegen. Der vdp vermeldete zu diesem Zeitpunkt bereits 393,6 Mrd. Euro. Der Pfandbriefmarkt ist im ersten Halbjahr 2023 weiter gewachsen und dürfte unserer Meinung nach ein Volumen von etwa 400 Mrd. Euro zum 30. Juni 2023 erreicht haben. Der Anteil von Öffentlichen Pfandbriefen bleibt rückläufig, während die Hypothekenspfandbriefe weiterhin die Wachstumsimpulse geben. Schiffspfandbriefe treten mit einem Umlaufvolumen von etwa 2 Mrd. Euro seit 2020 auf der Stelle. Der bislang letzte Flugzeugpfandbrief wurde 2019 zurückgezahlt.

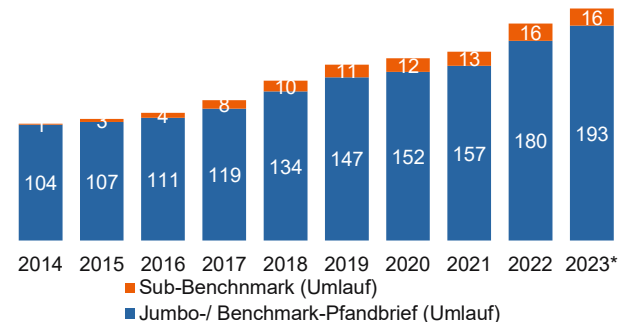
Hypothekenspfandbriefe geben weiterhin Wachstumsimpulse

TROTZ RÜCKLÄUFIGEM NEUGESCHÄFT BLEIBEN HYPOTHEKENPFANDBRIEFE AUF WACHSTUMSKURS UMLAUFVOLUMEN IN MRD. EURO



Quelle: Deutsche Bundesbank, Berechnungen und Darstellung DZ BANK
* Angaben für 2023 per 30. Juni 2023

WACHSTUM VOR ALLEM BEI LIQUIDEN PFANDBRIEFEN MIT EINEM SCHWERPUNKT AUF DEM EURO-BENCHMARK-FORMAT UMLAUFVOLUMEN IN MRD. EURO



Quelle: Bloomberg, Berechnungen und Darstellung DZ BANK
* Angaben für 2023 per 30. Juni 2023, Angaben beziehen sich ausschließlich auf öffentlich platzierte (syndizierte) Pfandbriefneuemissionen

Liquide Benchmark-Pfandbriefe gewinnen Marktanteile

Der Anteil von Pfandbriefen im Euro-Benchmark-Format (Umlaufvolumen von mindestens 500 Mio. Euro) legte im ersten Halbjahr 2023 weiter zu. Das Gesamtvolumen dieses liquiden Marktsegments stieg Ende Juni 2023 auf 193 Mrd. Euro. Das Volumen der Sub-Benchmark-Pfandbriefe (Umlaufvolumen mindestens 250 Mio. Euro, aber weniger als 500 Mio. Euro) betrug zum 30. Juni 2023 rund 16 Mrd. Euro (unverändert im Vergleich zum Ende 2022). In der Sub-Benchmark-Marktnische tummeln sich vor allem finnische, österreichische und deutsche Banken. Mit einem Umlaufvolumen von rund 16 Mrd. Euro ist das deutsche Segment in etwa doppelt so groß wie das österreichische mit knapp 8 Mrd. Euro, welches vom finnischen Segment im Volumen von 4,8 Mrd. Euro gefolgt wird.

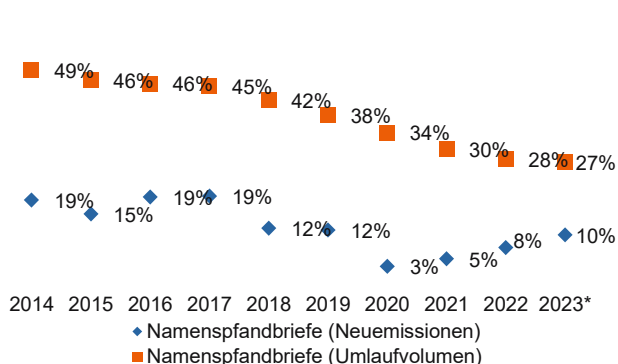
Marktsegment für liquide Benchmark-Pfandbriefe wächst

In den Zahlen zu den Sub-Benchmark-Covered-Bonds haben wir nur öffentlich platzierte, syndizierte Neuemissionen berücksichtigt. Ende Juli 2023, mitten in der Sommerpause, haben drei deutsche Hypothekenbanken jeweils einen einjährigen Pfandbrief im Volumen von 250 Mio. Euro aufgelegt, von denen einer kurz nach

Privatplatzierte Neuemissionen in der Sommerpause

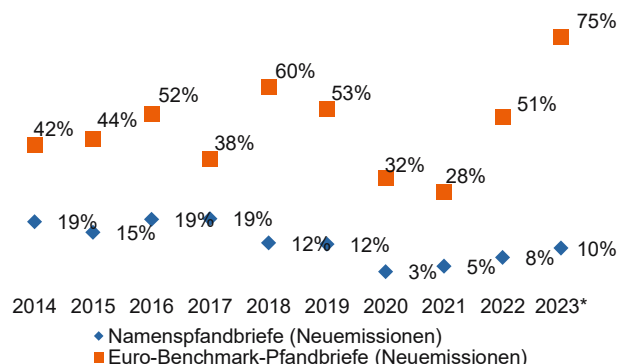
Emission um weitere 50 Mio. Euro aufgestockt wurde. Für die drei Neuemissionen ergab sich somit ein Gesamtvolumen von stattlichen 800 Mio. Euro. Nach unserem Kenntnisstand wurden diese Anleihen allerdings nicht syndiziert, das heißt, durch ein Bankenconsortium öffentlich platziert. Deshalb haben wir diese Transaktionen in unseren Neuemissionsstatistiken nicht berücksichtigt.

IST DER LANGE ABSTIEG ZU ENDE? ANTEIL DER NAMENSPFANDBRIEFE AM UMLAUFVOLUMEN SINKT 2023 NUR NOCH LEICHT



Quelle: Deutsche Bundesbank, Berechnungen und Darstellung DZ BANK
* Angaben für 2023 per 30. Juni 2023

BLEIBT DER TREND ERHALTEN? EURO-BENCHMARK-PFANDBRIEFE GEWINNEN 2023 WEITERE MARKTANTEILE HINZU



Quelle: Bloomberg, Deutsche Bundesbank, Berechnungen und Darstellung DZ BANK, * Angaben für 2023 per 30. Juni 2023

Der Anteil von Euro-Benchmark-Pfandbriefen am gesamten Pfandbriefumlaufvolumen ist aufgrund des hohen Neuemissionsvolumens seit 2022 auf knapp 50 Prozent gestiegen. Spiegelbildlich zum Anstieg des Marktanteils von Pfandbriefen im Benchmark-Format ist der Anteil von Namenspfandbriefen zurückgegangen. Verglichen mit dem Jahr 2014 haben sich die Verhältnisse in den vergangenen zehn Jahren umgekehrt. Damals lag der Marktanteil von Namenspfandbriefen laut Deutscher Bundesbank bei 49 Prozent und ging während der Niedrigzinsphase auf 27 Prozent Mitte 2023 zurück. Entsprechend gering war auch der Anteil der Namenspfandbriefe am Neuemissionsvolumen im Pfandbriefmarkt. Den Tiefpunkt dieser Entwicklung markierte das Jahr 2020 mit einem Anteil der Namenspfandbriefe am Neuemissionsvolumen von 3 Prozent, als Pfandbriefe in der Regel mit negativen Renditen notierten. Mit der Zinswende scheinen die Investoren für Namenspfandbriefe allerdings nach und nach an den Markt zurückzukehren, sodass der Anteil der Namenspfandbriefe am Neuemissionsvolumen seit 2020 wieder leicht gestiegen ist.

Wieder mehr Namenspfandbriefe

Fremdwährungsanleihen spielen nur eine untergeordnete Rolle

Laut vdp ist der Euro im Jahr 2022 die Hauptemissionswährung für deutsche Pfandbriefbanken geblieben. Der Anteil von Pfandbriefneuemissionen in fremder Währung ist 2022 sogar auf 3 Prozent zurückgegangen (2021: 8 Prozent). Dieser niedrige Wert ist auch auf längere Sicht nicht ungewöhnlich. In den vergangenen zehn Jahren betrug der Anteil von Pfandbriefneuemissionen in fremder Währung nie mehr als 12 Prozent. Die typischen Pfandbriefinvestoren – und wir meinen jetzt nicht die EZB mit CBPP3 – sitzen im Euro-Raum und dürften daher auch eine Präferenz für die Gemeinschaftswährung haben.

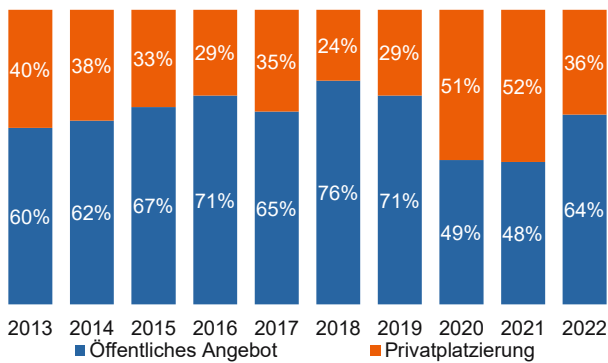
Pfandbriefe in fremder Währung spielen nur eine untergeordnete Rolle

Unter den Fremdwährungen standen in den vergangenen Jahren bei den deutschen Pfandbriefbanken vor allem der US-Dollar und das britische Pfund im Vordergrund. Diese Fremdwährungspfandbriefe wurden vor allem von Banken aufgelegt, die auch entsprechendes Kreditgeschäft in diesen Währungen schreiben. Der Schweizer Franken hat als Emissionswährung seit 2022 aus Sicht der Emittenten an Attraktivität gewonnen, und das nicht nur bei deutschen Pfandbriefbanken. Deshalb

Bedeutung des Schweizer Franken zuletzt gestiegen

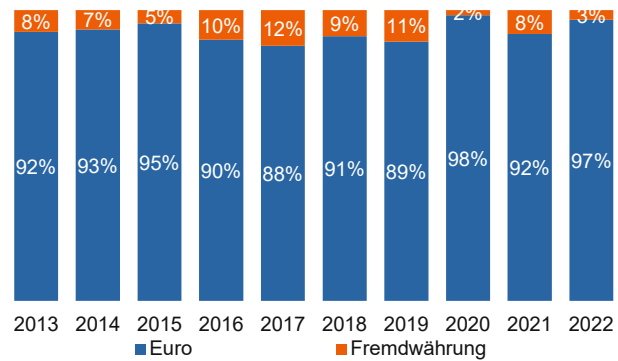
waren in diesem Währungsraum zuletzt mehr Aktivitäten am Primärmarkt zu beobachten, auch wenn das Neuemissionsvolumen im Vergleich zum Euro insgesamt noch recht gering ist.

**ANTEIL AN ÖFFENTLICH PLATZIERTE PFBANDBRIEFEN
NORMALISIERT SICH NACH DEN BEIDEN CORONA JAHREN
VERTEILUNG ALLER PFBANDBRIEFNEUEMISSIONEN**



Quelle: vdp, Berechnungen und Darstellung DZ BANK

**EURO IST MIT ABSTAND DIE WICHTIGSTE EMISSIONSWÄHRUNG FÜR
DEUTSCHE PFBANDBRIEFBANKEN
VERTEILUNG ALLER PFBANDBRIEFNEUEMISSIONEN**



Quelle: vdp, Berechnungen und Darstellung DZ BANK

EZB-Nachfrage wird hauptsächlich durch Banken ersetzt

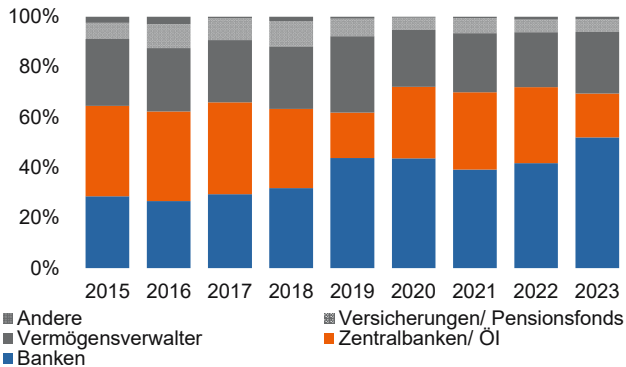
Die EZB war sehr wahrscheinlich der größte Investor im Pfandbriefmarkt von Ende 2014 bis Mitte 2023. Die Nachfragerlücke, die sich aus dem Rückzug der EZB für alle CBPP3-fähigen Covered Bonds ergab, scheint aber bereits geschlossen zu sein. Darauf deuten jedenfalls die Orderbuchstatistiken der Euro-Benchmark-Neuemissionen hin. In den nachstehenden Grafiken sind die Verteilungen nach Investorentyp aufgezeigt, wobei wir nach CBPP3-fähigen (links) und nicht CBPP3-fähigen Covered Bonds unterschieden haben. In den Grafiken wurden ausschließlich Neuemissionen von Euro-Benchmark-Covered-Bonds berücksichtigt (aus allen Ländern weltweit, soweit die Daten öffentlich verfügbar waren). Die Unterscheidung von Covered Bonds in CBPP3-fähig und nicht CBPP3-fähig ist unserer Meinung nach erst ab 2015 sinnvoll, weil die CBPP3-Käufe erst relativ spät im Oktober 2014 begonnen hatten. Für 2014 ist daher schon ein kleiner Effekt in den Orderbuchstatistiken zu erkennen. Allerdings kam der volle Effekt der EZB-Käufe erst ab 2015 voll zum Tragen.

Es gibt ein paar Besonderheiten bei den Orderbuchstatistiken, die mit den Schwankungen im Kaufvolumen der EZB und der fluktuierenden Ordergröße der EZB bei Neuemissionen (Primärmarktorder) zusammenhängen. In den ersten zehn Monaten des Jahres 2019 hatte die EZB zum ersten Mal ihre Käufe auf die Wiederanlage von fälligen Anleihen beschränkt (das heißt, keine Nettoneukäufe mehr). In dieser Zeit war auch die Primärmarktorder auf 5 Prozent des erwarteten Volumens der Neuemission heruntergefahren worden. Im Juli 2022 wurden die Nettoneukäufe zum zweiten Mal auf null reduziert. Die Reinvestitionen fälliger Anleihen wurden danach ebenfalls schrittweise bis Ende Juni 2023 vollständig heruntergefahren. Die EZB senkte parallel dazu ihre Primärmarktorder, wobei sie bereits im März 2023 keine Covered Bonds mehr direkt am Primärmarkt kaufte. Entsprechend ist in den Grafiken auch zu erkennen, dass die Anteile der Zentralbanken und öffentlicher Institute in diesen Zeitabschnitten zurückgegangen sind. Interessant dabei ist, dass sich dieser Anteil sowohl bei den CBPP3-fähigen und nicht CBPP3-fähigen Covered Bond Neuemissionen reduzierte.

Nachfragerlücke bereits wieder geschlossen

Käufe der EZB am Primärmarkt schwankten im Laufe der Jahre

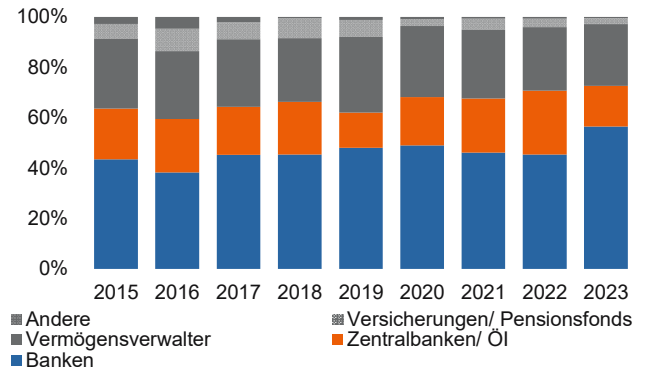
BANKEN UND VERMÖGENSVERWALTER SCHLIEßEN DIE LÜCKE VERTEILUNG DER ORDERBÜCHER NACH INVESTORTYP, AUSSCHLIEßLICH CBPP3-FÄHIGE NEUEMISSIONEN



Quelle: Bloomberg, IGM, Berechnungen und Darstellung DZ BANK
Angaben für 2023 per 30. August, ÖI = öffentliche Institutionen

AUCH NACHFRAGE VON ÖFFENTLICHEN INSTITUTIONEN GING ZURÜCK

VERTEILUNG DER ORDERBÜCHER NACH INVESTORTYP,
AUSSCHLIEßLICH NICHT CBPP3-FÄHIGE NEUEMISSIONEN



Quelle: Bloomberg, IGM, Berechnungen und Darstellung DZ BANK
Angaben für 2023 per 30. August, ÖI = öffentliche Institutionen

Bei den CBPP3-fähigen Neuemissionen wurde die fehlende EZB-Nachfrage durch einen höheren Anteil von Banken und Vermögensverwaltern kompensiert. Wir vermuten, dass sich aufgrund regulatorischer Anreize der Anteil von Banken ohnehin systematisch erhöht hat. Zum Beispiel wurde 2015 die Mindestliquiditätsquote (LCR) eingeführt, die von Banken verlangt, die Nettozahlungsmittelabflüsse für die nächsten 30 Tage abzudecken. Euro-Benchmark-Covered-Bonds, die bestimmte Anforderungen wie zum Beispiel bezüglich ihrer Ratings erfüllen, können von Banken als qualitativ hochwertige Vermögenswerte (HQLA) für ihre Liquiditätsreserve verwendet werden. Deshalb wäre ein systematischer Anstieg der Nachfrage von Banken nach Euro-Benchmark-Covered-Bonds nicht überraschend. Die Zahlen sprechen dafür: Vor 2014 lag der Anteil von Banken in den Orderbüchern zwischen 35 Prozent und 40 Prozent. Im Jahr 2023 ist dieser Anteil mit 57 Prozent deutlich größer. Neben den regulatorischen Anreizen für Banken dürften auch die höheren Renditen dafür gesorgt haben, dass die Nachfragerlücke aufgrund des Rückzugs der EZB mit privaten Investoren ohne größere Spreadausweitungen geschlossen werden konnte.

Banken haben regulatorische Anreize zum Kauf von Covered Bonds

Das Ende der EZB-Käufe ist auch in der Spreadentwicklung sichtbar

Die Auswirkungen des Rückzugs der EZB mit ihren CBPP3-Käufen aus dem Covered Bond Markt lässt sich dennoch in mehrerlei Hinsicht an der Entwicklung der Risikoaufschläge ablesen. Die Neuemissionsprämien (NIP) haben auf die seit März 2023 fehlende EZB-Primärmarktorder reagiert. Die Risikoaufschläge von Covered Bonds im Sekundärmarkt sind ebenfalls leicht angestiegen, nachdem die EZB die Reduzierung beziehungsweise Einstellung ihrer CBPP3-Käufe angekündigt hatte. Insgesamt lässt sich jedoch festhalten, dass der Übergang in die Post-CBPP3-Zeit ohne größere Verwerfungen am Covered Bond Markt voranstieg.

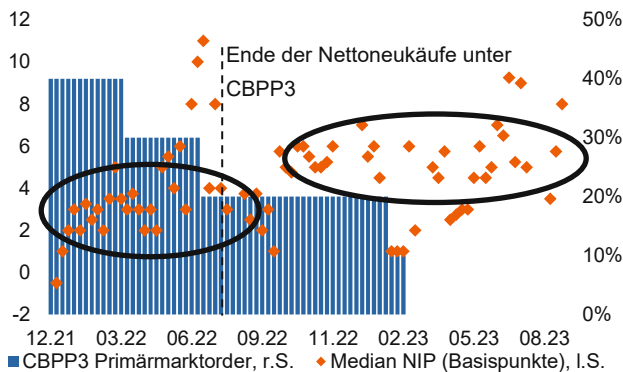
Ende von CBPP3-Käufen führten zu Spreadausweitungen

Erfahrungsgemäß reagieren die Risikoaufschläge direkt nach der Ankündigung einer Maßnahme der EZB. So war es, als CBPP3 im September 2014 angekündigt wurde und nach unserer Meinung war es auch bei der Ankündigung zum Einstieg in den Ausstieg genauso. Im Primärmarkt lässt sich die Stimmung der Investoren gut an den NIP ablesen. Die NIP hängt allerdings noch von anderen Faktoren ab. So kann der Emittent die Höhe der NIP beeinflussen, indem das Volumen der Neuemission an die Nachfrage angepasst wird, kurz bevor die Orderbücher geschlossen werden. Dabei gilt als Faustregel: Je größer die Neuemission werden soll, desto mehr NIP muss der Emittent bieten, damit die Anleihe vollständig bei Investoren platziert

Emittenten boten mit dem Ausstieg der EZB höhere Neuemissionsprämien

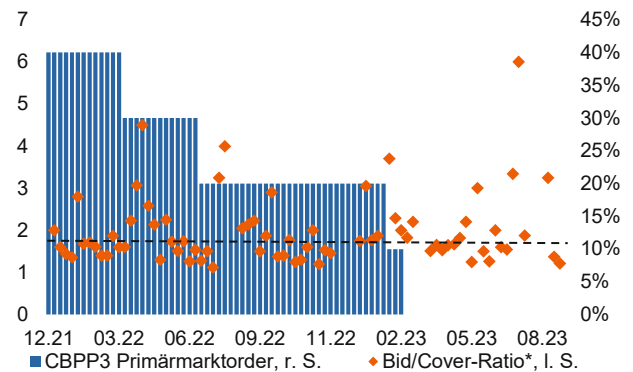
werden kann. Mit der schrittweisen Reduzierung der Primärmarktorder der EZB scheint auch die NIP bei Euro-Benchmark-Neuemissionen peu à peu angestiegen zu sein, wobei sich – wie die nachstehende Grafik (links) zeigt – auch einige Ausnahmen finden lassen.

SEIT ANKÜNDIGUNG DER EINSTELLUNG DER CBPP3-KÄUFE SIND DIE NIP LEICHT ERHÖHT



Quelle: Bloomberg, IGM, DZ BANK, NIP = durchschnittliche Neuemissionsprämie je Handelswoche, Stand 30. August 2023

ZEICHNUNGSQUOTEN (BID/COVER-RATIO) SIND IM ZEITVERLAUF WEITGEHEND UNVERÄNDERT GEBLIEBEN

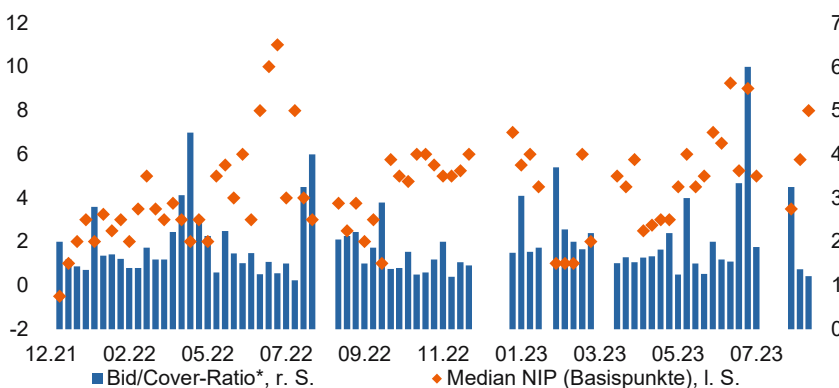


Quelle: Bloomberg, IGM, DZ BANK, * Zeichnungsquote, berechnet aus dem Median Orderbuchvolumen geteilt durch das Median Neuemissionsvolumen je Handelswoche, Stand 30. August 2023

Trotz der Ausweitung der NIP blieben die Zeichnungsquoten (Verhältnis von Ordervolumen und Volumen der Neuemission) auch nach der Verringerung der Primärmarktorder der EZB weitgehend unverändert. Das könnte darauf hindeuten, dass die Emittenten, soweit erforderlich aufgrund der rückläufigen EZB-Nachfrage, die Größe ihrer Neuemission an die jeweilige Nachfrage angepasst haben. Die Zeichnungsquoten sind jedenfalls trotz tendenziell leicht höherer NIP nicht systematisch angestiegen (siehe vorstehende Grafik, rechts). Dies ist unserer Meinung nach ein Indiz dafür, dass die fehlende EZB-Order in der Regel (aber nicht immer) durch eine leicht höhere NIP kompensiert werden musste, um entsprechend mehr private Investoren anzuziehen (siehe nachstehende Grafik).

Zeichnungsquoten blieben auch nach dem Rückzug der EZB weitgehend konstant

ZEICHNUNGSQUOTEN HÄNGEN AUCH VOM VOLUMEN DER NEUEMISSION AB, MIT DEN HÖHEREN NIP SCHEINEN ABER DIE ZEICHNUNGSQUOTEN NICHT MIT ANGESTIEGEN ZU SEIN



Quelle: Bloomberg, IGM, DZ BANK, NIP = Neuemissionsprämie je Handelswoche, * berechnet aus dem Median Orderbuchvolumen geteilt durch das Median Neuemissionsvolumen je Handelswoche Stand 30. August 2023

Für die Entwicklung der Risikoaufschläge am Sekundärmarkt waren die EZB-Käufe ein stabilisierender Faktor. Sie haben zwar nicht immer eine Ausweitung der Covered Bond Spreads verhindern können. Allerdings hätten sich die Swapsreads nach unserer Einschätzung zum Beispiel während der Corona-Pandemie auch deutlich stärker ausweiten können, wenn die EZB mit ihren Käufen nicht dageengehalten hätte.

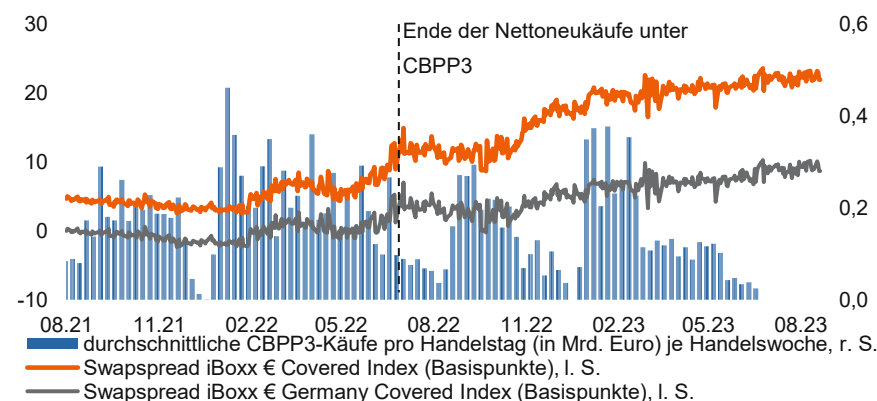
EZB-Käufe waren ein stabilisierender Faktor für die Risikoaufschläge

Risikoaufschläge von Pfandbriefen haben sich etwas weniger ausgeweitet

In den durchschnittlichen CBPP3-Käufen pro Handelstag je Handelswoche in der nachstehenden Grafik sind sowohl die Käufe am Primär- als auch Sekundärmarkt enthalten. Je nach Verfügbarkeit von CBPP3-fähigen Neuemissionen dürfte die Verteilung der Käufe zwischen Primär- und Sekundärmarkt von Woche zu Woche stark geschwankt haben. Seit März 2023 erfolgten jedoch alle Käufe der EZB ausschließlich am Sekundärmarkt und mit der schrittweisen Reduzierung der Primärmarktorder in den Monaten davor dürfte auch zuvor schon der Anteil der Primärmarktkäufe sukzessive zurückgegangen sein. Unabhängig von der Verteilung der Käufe scheint aber der Ausblick auf das künftige Kaufvolumen ein Faktor für die Spreadentwicklung gewesen zu sein. Als Indikator für die Spreadentwicklung am Sekundärmarkt verwenden wir Daten vom iBoxx € Covered Index. Wie in der nachstehenden Grafik zu sehen ist, hat sich der Swapsread des Index im Frühjahr 2022 leicht ausgeweitet, was eine Reaktion auf den Kriegsbeginn in der Ukraine gewesen sein dürfte. Die Spreadausweitung setzte sich fort, als die EZB die Einstellung der Nettoneukäufe unter CBPP3 ankündigte. Von Juli 2022 (Ende der Nettoneukäufe, es wurde aber noch reinvestiert) bis Juli 2023 (Ende der CBPP3-Reinvestitionen) erhöhte sich der Swapsread des iBoxx € Covered Index um knapp elf Basispunkte. Der Subindex für deutsche Pfandbriefe war von der Ausweitung weniger stark betroffen. Für ihn war lediglich eine Ausweitung des Swapsreads um rund fünf Basispunkte im gleichen Zeitraum zu verzeichnen.

Spreadausweitungen und rückläufige EZB-Käufe ...

SPREADAUSWEITUNGEN HABEN BEREITS MITTE 2022 EINGESETZT, NACHDEM DIE REDUZIERUNG DER CBPP3-KÄUFE ANGEKÜNDIGT WURDEN



Quelle: Bloomberg, EZB, Markit, Darstellung DZ BANK, Stand 30. August 2023, 17:00 Uhr

Seit Juli ging es für den deutschen Subindex mit einer Ausweitung des Swapsreads von etwa vier Basispunkten bis Ende September 2023 allerdings etwas stärker nach oben als beim Gesamtindex, dessen Risikoaufschlag sich im gleichen Zeitraum um lediglich rund drei Basispunkte erhöhte. Obwohl sich die allgemeine Ausweitung der Risikoaufschläge Ende September 2023 am Sekundärmarkt insgesamt noch recht überschaubar ausnahm, schien die Marktstimmung zu diesem Zeitpunkt insgesamt angeschlagen zu sein. Neuemissionen im Euro-Benchmark-Format waren rar und sie taten sich zum Teil schwer, ausreichendes Investoreninteresse zu wecken, trotz

... fallen zeitlich zusammen

vergleichsweise hoher NIP. Die Spreadausweitungen waren jedoch nicht auf den Covered Bond Markt beschränkt. Auch bei Anleihen von öffentlichen und supranational Emittenten stiegen die Risikoaufschläge.

Es ist – auch rückblickend – schwer zu sagen, ob die Ausweitung der Swapsreads ausschließlich durch die Einstellung der EZB-Käufe verursacht wurde. Es gab noch andere relevante Ereignisse, die vermutlich Einfluss auf die Risikoaufschläge genommen haben. Neben dem bereits erwähnten Ukraine-Krieg dürften auch die Krise der US-amerikanischen Regionalbanken und die Rettung der Credit Suisse, die beide in die erste Jahreshälfte 2023 fielen, die Risikoaufschläge von Bankanleihen weltweit unter Druck gebracht haben. Darunter litten vor allem unbesicherte und nachrangige Bankanleihen. Die Risikoaufschläge von Covered Bonds haben sich demgegenüber zwar deutlich besser gehalten. Allerdings war die schwindende und ab Juli 2023 gänzlich fehlende Unterstützung durch die CBPP3-Käufe spürbar, sodass sich die Covered Bond Spreads ausweiteten. Vermutlich haben die Risikoaufschläge von dem gestiegenen Renditeniveau und dem zur Jahresmitte noch recht hohen Bund-Swapsread Niveau profitiert, da sie private Investoren in den Covered Bond Markt gelockt haben. Einige private Investoren schienen im August 2023 allerdings mit ihren Investitionen noch zu warten in der Hoffnung, bald einen Pfandbrief mit einer Rendite von 4 Prozent kaufen zu können.

Stärkere Differenzierung bei den Spreads

Das Ende der EZB-Käufe hat unserer Meinung nach zu einer stärkeren Diversifizierung der Risikoaufschläge geführt, weil die EZB ihre Käufe weitgehend unabhängig von der Bonität der Covered Bonds durchgeführt hatte. Dadurch wurden die Spreads innerhalb des Euro-Raums stark komprimiert. Der Abstand vom höchsten zum niedrigsten Swapsread der Länder-Subindizes im iBoxx € Covered Index hat sich seit Mitte 2022 allerdings wieder deutlich erhöht. Das heißt, im Umfeld allgemein steigender Spreads haben sich die Risikoaufschläge von Covered Bonds aus Ländern mit einem insgesamt schwächeren Bonitätsprofil überdurchschnittlich ausgeweitet. Die EZB-Käufe nivellieren nicht mehr die Spreadunterschiede wie in den Jahren zuvor. Seit spätestens Juli 2023 – mit dem vollständigen Ende der CBPP3-Käufe – besteht künftig wieder Raum für eine stärkere Differenzierung entsprechend der Bonität der Covered Bonds, wobei diese bereits in der ersten Jahreshälfte 2023 eingesetzt hat. Für die nachstehenden Grafik haben wir die Spreadentwicklung der Subindizes für die Länder des Euro-Raums (ohne Irland) ausgewertet. Die höchsten und niedrigsten Spreads der Ländersubindizes rahmen den Swapsread des Gesamtindex ein. Es fällt auf, dass sich die Risikoaufschläge der teuren Covered Bonds weniger stark ausgeweitet haben als jene mit geringeren Ratings. Irland haben wir aus dieser Betrachtung herausgenommen, weil in dem Subindex nur noch eine Anleihe mit einer sehr kurzen Laufzeit enthalten und er daher aus unserer Sicht nicht mehr repräsentativ genug ist.

Die künftige Spreadentwicklung wird auch weiter von der EZB abhängen. Falls sich die EZB aus geldpolitischen Gründen entschließen sollte, ihre unter APP angehäuften Anleihebestände zu verkaufen (inklusive Covered Bonds), würde dies die Risikoaufschläge deutlich unter Druck bringen und dies dürfte zu einer noch stärkeren Spreadifferenzierung zwischen den einzelnen Ländersegmenten im iBoxx € Covered Index führen. Zum Glück hat die EZB noch mindestens eine Alternative, wenn sie die geldpolitischen Zügel weiter anziehen möchte, ohne ihre Leitzinsen weiter anzuheben. Sie könnte zum Beispiel früher als bisher geplant und angekündigt mit ihren Reinvestitionen unter PEPP aufhören oder die PEPP-Reinvestitionen zurückfahren. Bislang hatte die EZB angekündigt, ihre Reinvestitionen unter PEPP bis mindestens Ende 2024 fortzusetzen. Das Vorziehen des Reinvestitionsstopps unter PEPP würde eine Situation vermeiden, in der die

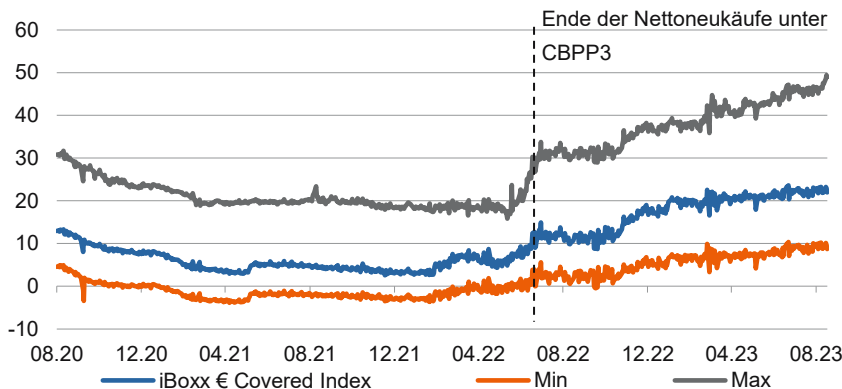
Krise der amerikanischen Regionalbanken und Rettung von Credit Suisse fielen in das erste Halbjahr 2023

Spreads von bonitätsschwächeren Covered Bonds sind stärker unter Druck

Verkauf von APP-Beständen würde Entwicklungen beschleunigen

EZB unter APP Anleihen aktiv verkaufen würde, während sie unter PEPP noch Rückflüsse aus fälligen Anleihen reinvestiert. Genauso gut könnte die EZB in diesem Szenario Anleihen aus dem APP-Portfolio ins PEPP-Portfolio umbuchen.

GAB DAS ENDE DER CBPP3-NETTONEUKÄUFE DEN STARTSCHUSS FÜR DIE SPREADAUSWEITUNG? SWAPSPREADS IN BASISPUNKTEN



Quelle: Bloomberg, Markit, Darstellung DZ BANK, Stand 30. August 2023, 17:00 Uhr
Min (Max) = niedrigster (höchster) Swaps spread für einen Ländersubindex im iBoxx € Covered Index
(bezogen auf die Länder im Euro-Raum ohne Irland)

Pfandbriefrenditen entwickelten sich unterschiedlich

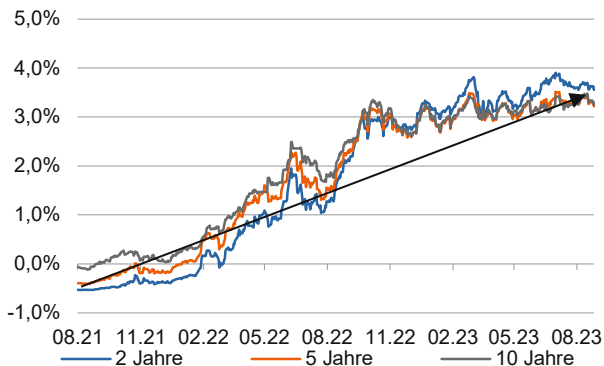
Die Renditen am kurzen Ende der Zinsstrukturkurve sind von Anfang 2022 bis Mitte 2023 schneller und stärker gestiegen als am langen Ende. Darin spiegeln sich die Leitzinsanhebungen der EZB wider. Entsprechend verflachte sich die Renditekurve im Pfandbriefmarkt und wurde sogar invers. Inzwischen lächelt die von der DZ BANK berechnete generische Kurve für Pfandbriefrenditen, weil ab einer Laufzeit von sieben Jahren die Pfandbriefrenditen wieder leicht ansteigen (Daten per Mitte August 2023). Zugegeben, dass Lächeln ist etwas schief und nicht besonders stark ausgeprägt. Eine vollständige Normalisierung der Renditekurve ist momentan noch nicht in Sicht. Dies dürfte sich vermutlich erst mit Leitzinssenkungen der EZB einstellen, die momentan nicht auf der geldpolitischen Agenda stehen. Laut Zinsprognose der DZ BANK dürften die zehnjährigen Renditen in den kommenden Monaten nicht mehr steigen. Vielmehr tendieren sie sogar auf Jahressicht etwas niedriger.

Lächelnde Kurve für Pfandbriefrenditen

Während die Renditekurve invertierte, wurde die Pfandbriefkurve der Swaps spreads (Creditkurve) im gleichen Zeitraum immer steiler. Dadurch wurde die Invertierung der Renditekurve etwas abgemildert und gebremst. Der von der DZ BANK berechnete generische Swaps spread für Pfandbriefe mit zwei Jahren Laufzeit hat sich von August 2021 bis August 2023 kaum verändert. Bei der zehnjährigen Laufzeit beträgt die Ausweitung demgegenüber mehr als 13 Basispunkte. Die Pfandbrief-Creditkurve ist dadurch in den vergangenen zwei Jahren um mehr als zehn Basispunkte steiler geworden.

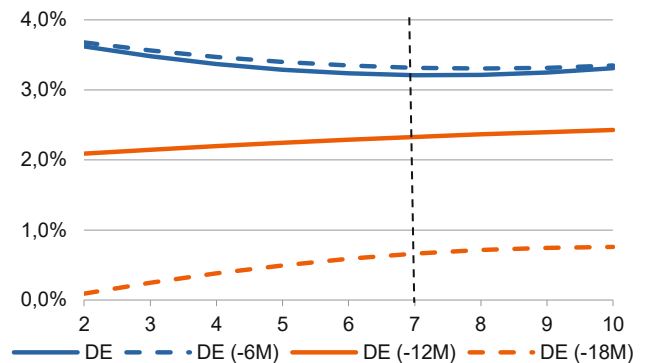
Pfandbrief-Creditkurve wurde um etwa zehn Basispunkte steiler

**VON -0,5 AUF +3,7 PROZENT: STARKER ANSTIEG DER RENDITEN AM KURZEN ENDE GING MIT EINER INVERTIERUNG DER KURVE EINHER
GENERISCHE PFANDBRIEFRENDITEN IN PROZENT**



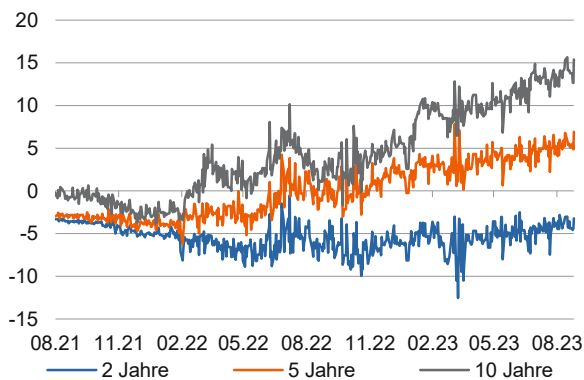
Quelle: Bloomberg, DZ BANK, Stand 30. August 2023, 17:00 Uhr

**RENDITEKURVE VERLÄUFT AB 7 JAHREN LAUFZEIT NORMAL
GENERISCHE PFANDBRIEFRENDITEN (Y-ACHSE), LAUFZEIT IN JAHREN (X-ACHSE)**



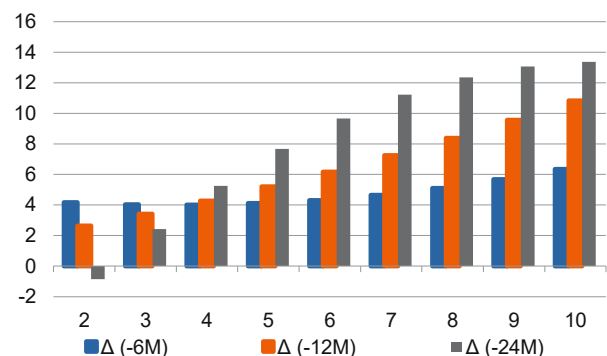
Quelle: Bloomberg, DZ BANK, Stand 30. August 2023, 17:00 Uhr

**ANSTIEG DER RISIKOAUFSCHLÄGE VOR ALLEM BEI MITTLEREN UND LANGEN LAUFZEITEN
GENERISCHE SWAPSPREADS VON PFANDBRIEFEN IN BASISPUNKTEN**



Quelle: Bloomberg, DZ BANK, Stand 30. August 2023, 17:00 Uhr

**CREDITKURVE IST SEIT 2022 DEUTLICH STEILER GEWORDEN
VERÄNDERUNG DER GENERISCHEN PFANDBRIEF-SWAPSPREADS IN BASISPUNKTEN**



Quelle: Bloomberg, DZ BANK, Δ (-6M) = Veränderung des generischen Swaps spread zum aktuellen Niveau (Stand 30. August 2023, 17:00 Uhr) in den vergangenen sechs Monaten

Die Ausweitung im französischen Marktsegment und im Gesamtmarkt für Covered Bonds ist von Mitte August 2021 bis Mitte August 2023 insgesamt stärker als im Pfandbriefmarkt ausgefallen. Gleichzeitig ist die generische Creditkurve für französische Covered Bonds in den vergangenen zwei Jahren um knapp 25 Basispunkte steiler geworden (die generische Creditkurve für den Covered Bond Markt etwa 19 Basispunkte). Der Pfandbriefmarkt scheint aber die Entwicklung im Gesamtmarkt nachzuholen. Die Risikoaufschläge von zehnjährigen deutschen Pfandbriefen haben sich in den vergangenen sechs Monaten um knapp vier Basispunkte stärker ausgeweitet als der Gesamtmarkt (beziehungsweise auch im Vergleich zum französischen Marktsegment). Das heißt, die Pfandbriefe haben einen Teil der Spreadentwicklung im Gesamtmarkt nachgeholt. Allerdings müsste die deutsche Kurve noch um weitere vier Basispunkte steiler werden (bei unveränderter Gesamtmarktkurve), um vollständig gleichzuziehen. Im Vergleich zu den französischen Covered Bonds fehlen sogar noch neun Basispunkte, wenn die deutsche Kurve die gleiche Steilheit aufweisen soll.

Spreads zehnjähriger Pfandbriefe weiten sich langsamer als der Gesamtmarkt aus

PFANDBRIEF-SWAPSPREADS HABEN SICH ZULETZT AM LANGEN ENDE STÄRKER ALS DER GESAMTMARKT AUSGEWEITET
VERÄNDERUNG DER GENERISCHEN SWAPSPREADS JE MARKTSEGMENT UND LAUFZEIT IN BASISPUNKTEN

Laufzeit in Jahren	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Deutschland Δ (-6M)	4,2	4,0	4,0	4,1	4,3	4,7	5,1	5,7	6,4
Deutschland Δ (-12M)	2,7	3,4	4,3	5,2	6,2	7,2	8,4	9,6	10,8
Deutschland Δ (-18M)	1,0	3,7	6,2	8,2	9,9	11,2	12,1	12,7	12,8
Deutschland Δ (-24M)	-0,8	2,4	5,3	7,7	9,7	11,2	12,4	13,1	13,4
Frankreich Δ (-6M)	4,5	4,3	4,1	3,9	3,7	3,5	3,3	3,1	2,8
Frankreich Δ (-12M)	7,9	10,7	13,1	15,0	16,5	17,6	18,3	18,5	18,3
Frankreich Δ (-18M)	7,3	12,1	16,2	19,6	22,3	24,3	25,6	26,2	26,1
Frankreich Δ (-24M)	4,8	10,7	15,7	19,9	23,4	26,0	27,7	28,7	28,9
Covered Bond Markt Δ (-6M)	3,8	4,5	5,0	5,2	5,2	4,9	4,4	3,6	2,5
Covered Bond Markt Δ (-12M)	6,7	10,4	13,2	15,2	16,4	16,7	16,3	15,0	12,9
Covered Bond Markt Δ (-18M)	8,0	12,7	16,5	19,3	21,3	22,4	22,6	21,8	20,2
Covered Bond Markt Δ (-24M)	5,2	10,9	15,6	19,3	22,2	24,0	24,9	24,9	23,9

Quelle: Bloomberg, DZ BANK, Δ (-6M) = Veränderung des generischen Swapsread zum aktuellen Niveau (Stand 30. August 2023, 17:00 Uhr) in den vergangenen sechs Monaten

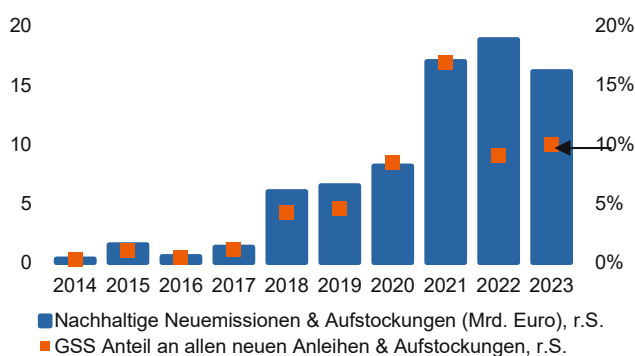
MARKT FÜR NACHHALTIGE PFANDBRIEFE

Aktuelle Entwicklungen

Das Neuemissionsvolumen von nachhaltigen Covered Bonds scheint auch 2023 wieder auf Rekordjagd zu sein. Bis zum 24. August 2023 wurden bereits nachhaltige Covered Bonds im Volumen von 16,2 Mrd. Euro aufgelegt. 2022 wurden im Gesamtjahr 18,9 Mrd. Euro neu an den Markt gebracht. Die Zahlen beziehen sich auf öffentlich platzierte (syndizierte) gedeckte Bankanleihen im Volumen von mindestens 250 Mio. Euro. Privatplatzierte nachhaltige Covered Bonds (auch großvolumige, von denen es immer mal wieder einen gibt) sind in den hier präsentierten Zahlen nicht enthalten. Der Anteil der nachhaltigen Covered Bonds an allen Benchmark-Neuemissionen beträgt knapp 10 Prozent und liegt damit auf einem ähnlichen Niveau wie 2022. Der höhere Anteil im Jahr 2021 ist ein Ausreißer nach oben, da das Neuemissionsvolumen in jenem Jahr sehr gering gewesen ist. Im Vergleich zum Markt für unbesicherte Anleihen hinkt der Covered Bond Markt allerdings weiter hinterher. Der Anteil von nachhaltigen Neuemissionen bei Senior und nachrangigen Bankanleihen hat sich seit 2021 leicht über der Marke von 20% stabilisiert. Banken scheinen nach wie vor ihre nachhaltigen Anleihen lieber im unbesicherten Format aufzulegen.

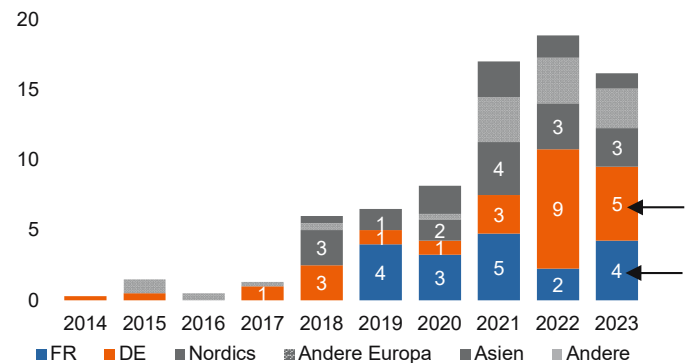
Anlauf für einen neuen Rekord?

NEUEMISSIONSVOLUMEN 2023 AUF REKORDJAGD
ANGABEN IN MRD. EURO (LINKE Y-ACHSE)



Quelle: Bloomberg, Berechnungen und Darstellung DZ BANK, Zahlen für 2023 per 30. August 2023, Angaben beziehen sich auf Euro lautende Covered Bonds mit einem Umlaufvolumen von mindestens 250 Mio. Euro
GSS = green, social, sustainable

DIE MEISTEN NACHHALTIGEN NEUEMISSIONEN KAMEN BISLANG AUS DEUTSCHLAND UND FRANKREICH
ANGABEN IN MRD. EURO



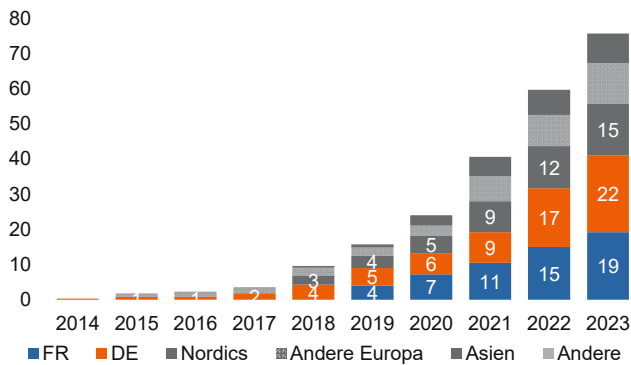
Quelle: Bloomberg, Berechnungen und Darstellung DZ BANK, Zahlen für 2023 per 30. August 2023, Angaben beziehen sich auf Euro lautende Covered Bonds mit einem Umlaufvolumen von mindestens 250 Mio. Euro

Die beiden volumenstärksten Ländersegmente bleiben Deutschland und Frankreich. Im Vergleich zum Vorjahr hinkt die Emissionstätigkeit der deutschen Pfandbriefbanken bislang noch etwas hinterher. Das Umlaufvolumen von nachhaltigen Pfandbriefen aus Deutschland stieg dennoch auf rund 22 Mrd. Euro an (Stand Ende September 2023) und bildet damit das größte Ländersegment, gefolgt von Frankreich und den Emittenten aus den nordischen Ländern. Das Wachstum bei den nachhaltigen Covered Bonds könnte sich jedoch in den kommenden Jahren verlangsamen. In den vergangenen Jahren war das Fälligkeitsvolumen sehr gering. Im Jahr 2018 wurde der erste nachhaltige Covered Bond fällig. 2023 liegt das Fälligkeitsvolumen bereits bei 3 Mrd. Euro (wobei 2 Mrd. Euro auf deutsche Pfandbriefe entfallen). Ab dem Jahr 2025 steigt das Fälligkeitsvolumen auf 11,5 Mrd. Euro und bleibt in den beiden Jahren danach über 9 Mrd. Euro. Falls noch kurzlaufende nachhaltige Covered Bonds aufgelegt werden, und das ist im aktuellen Marktumfeld nicht unwahrscheinlich, würden sich diese Zahlen noch weiter erhöhen.

Deutschland bildet das größte Ländersegment im Markt für nachhaltige Covered Bonds

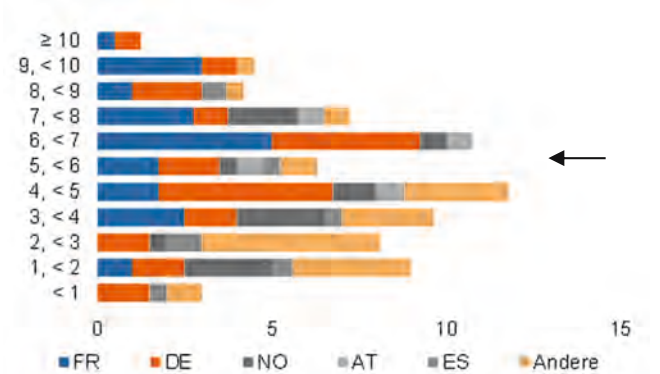
Falls das Neuemissionsvolumen wie in den vergangenen Jahren auf Wachstumskurs bleibt, wird das Umlaufvolumen jedoch weiter – allerdings mit verminderter Geschwindigkeit – steigen.

UMLAUFVOLUMEN VON NACHHALTIGEN PFANDBRIEFEN WÄCHST WEITER ANGABEN IN MRD. EURO



Quelle: Bloomberg, Berechnungen und Darstellung DZ BANK, Zahlen für 2023 per 30. August 2023, Angaben beziehen sich auf Euro lautende Covered Bonds mit einem Umlaufvolumen von mindestens 250 Mio. Euro

FÄLLIGKEITSPROFIL AUSSTEHENDER NACHHALTIGER COVERED BONDS MIT EINER KLEINEN DELLE BEI MITTLEREN LAUFZEITEN Y-ACHSE: RESTLAUFZEITEN IN JAHREN, X-ACHSE IN MRD. EURO

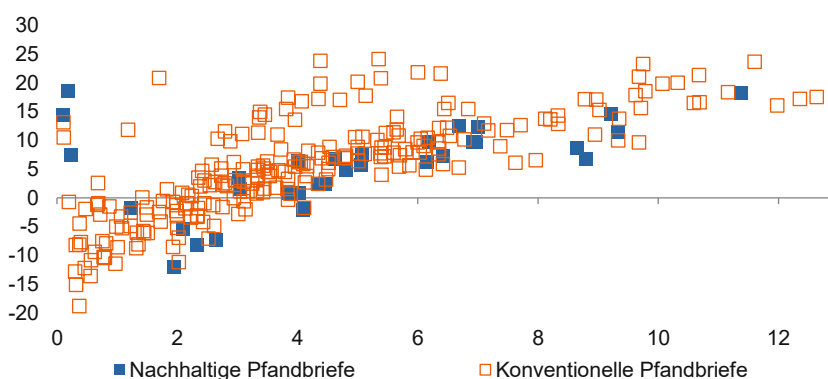


Quelle: Bloomberg, Berechnungen und Darstellung DZ BANK, Stand 30. August 2023, Angaben beziehen sich auf Euro lautende Covered Bonds mit einem Umlaufvolumen von mindestens 250 Mio. Euro

Nachhaltige Covered Bonds sind nach wie vor ein eher knappes Gut und bei Investoren beliebt. Für sie gibt es im Vergleich zu konventionellen Covered Bonds eine etwas breitere Investorenbasis, weil mit ihnen auch Investoren erreicht werden, die ausschließlich in nachhaltige Vermögenswerte investierten. Allerdings haben sich diese Vorteile der nachhaltigen Covered Bonds nach wie vor nicht in nennenswerte Spreadvorteile umgemünzt. Zwar füllen sich die Orderbücher für nachhaltige Covered Bonds etwas schneller als die ihrer grauen Pendanten und manchmal schwellen die Orderbücher sogar auf ein überdurchschnittliches Volumen an. Aber am Sekundärmarkt ist selten eine Prämie in Form eines Spreadabschlags für nachhaltige Covered Bonds feststellbar. Das gleiche gilt auch für Grüne oder Soziale Pfandbriefe. Wie in der nachstehenden Grafik zu erkennen ist, gab es im August 2023 keinen signifikanten Spreadunterschied zwischen nachhaltigen und grauen Pfandbriefen.

Breitere Investorenbasis für nachhaltige Pfandbriefe

KEIN NENNENSWERTER SPREADUNTERSCHIED ZWISCHEN NACHHALTIGEN UND GRAUEN PFANDBRIEFEN INDIKATIVE SWAPSPREADS IN BASISPUNKTEN



Quelle: Bloomberg, DZ BANK, Stand 30. August 2023, 17:00 Uhr

Der Fakt, dass nachhaltige und konventionelle Pfandbriefe auf einem ähnlichen Spreadniveau handeln, bedeutet aus Investorensicht, dass im Vergleich zu anderen Assetklassen wie unbesicherten Bankanleihen Grüne und Soziale Pfandbriefe derzeit zum Schnäppchenpreis zu haben sind. Aus Emittentensicht gibt es andererseits keine Einsparung bei den Refinanzierungskosten, die für die teils mühsame Mehrarbeit im Zusammenhang mit nachhaltigen Deckungswerten in Form von beispielsweise zusätzlichen Berichtspflichten entsteht. Allerdings kann mit einem nachhaltigen Pfandbrief ein größerer Investorenkreis angesprochen werden, was bei der Platzierung einer Neuemission einen Vorteil darstellt.

Vorteile von nachhaltigen Pfandbriefen

Nachhaltigkeitskriterien genießen für viele Investoren bereits einen hohen Stellenwert und einige legen ihr Geld sogar ausschließlich in nachhaltige Vermögenswerte an. Pfandbriefbanken erreichen deshalb mit Grünen oder Sozialen Pfandbriefen im Vergleich zu ihren konventionellen Pendanten eine breitere Investorenbasis, was bei der Platzierung von Neuemissionen ein Vorteil ist. Emittenten halsen sich durch ihre nachhaltigen Pfandbriefe allerdings auch viel zusätzliche Arbeit auf. Die nachhaltigen Deckungswerte müssen nicht nur die Anforderungen des Pfandbriefgesetzes erfüllen, sondern zusätzlich noch bestimmte grüne oder soziale Kriterien. Um entsprechende nachhaltige 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 unternehmenseigenen Nachhaltigkeitsstandards Gründe dafür, weshalb seit einem Jahr unverändert nur insgesamt zwölf Kreditinstitute nachhaltigen Pfandbriefe auflegen (bei insgesamt 83 Pfandbriefbanken zum 30. Juni 2023). Das Interesse auf der Seite der Banken dürfte grundsätzlich vorhanden sein. Allerdings haben in den vergangenen Jahren viele deutsche Banken ihre grünen Neuemissionen lieber im unbesicherten Format oder als Nachranganleihe aufgelegt. Mit diesen Anleiheformaten können sie auch nachhaltige 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 etwa einem Basispunkt. Im Falle von unbesicherten Anleihen konnten die Emittenten bislang mehr einsparen.

Eine Möglichkeit, die Herausforderung mit dem doppelten Qualifikationskriterium bei nachhaltigen Pfandbriefen zu beseitigen, wäre das Sustainable-Linked-Bond-Format. Bei diesen nachhaltigen Anleihen verspricht der Emittent das Erreichen bestimmter Nachhaltigkeitsziele in einem festgelegten Zeitrahmen. Falls diese Ziele nicht in der versprochenen Frist erreicht werden, muss der Emittent gegebenenfalls einen höheren Kupon zahlen. Prinzipiell ließen sich auch Pfandbriefe im Sustainable-Linked-Format auflegen. Bislang hat dies noch keine Pfandbriefbank getan. Die Standards des vdp sehen vor, dass die nachhaltigen Pfandbriefe mit entsprechenden Vermögenswerten besichert sind. Das heißt, die Kredite, mit denen nachhaltige Projekte finanziert werden, müssen auch Deckungswerte sein. Dieses Prinzip wird in Europa nicht von allen Emittenten eingehalten. In Spanien gibt es beispielsweise zwei Banken, die nachhaltige Covered Bonds ausstehen haben. Allerdings weisen die Deckungsmassen keine nachhaltigen Vermögenswerte auf oder die nachhaltigen Deckungswerte erreichen nicht das Volumen der ausstehenden Cédulas. Die Emissionserlöse sind jedoch nach unserem Kenntnisstand in nachhaltige Finanzierungen geflossen, die im Kreditbuch des Emittenten sind.

Nachhaltige Pfandbriefe handeln ohne nennenswerten Aufpreis

Deutsche Banken legten vermehrt unbesicherte Anleihen im Nachhaltigkeitsformat auf

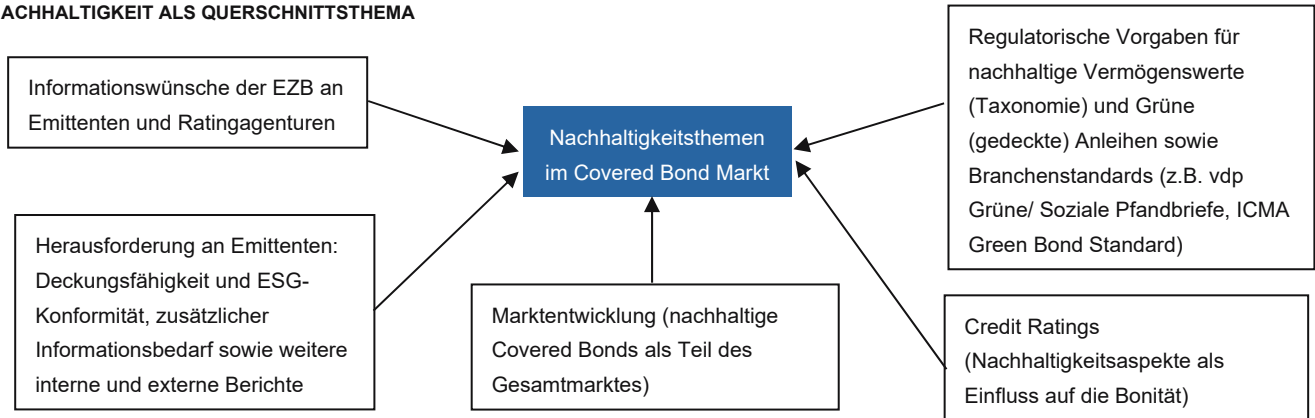
vdp Standard verlangt Besicherung der nachhaltigen Pfandbriefe mit qualifizierten Deckungswerten

Verschiedene Blickwinkel auf das Nachhaltigkeitsthema

Der Markt für nachhaltige Pfandbriefe, der mit Daten zu Neuemissionen, Umlaufvolumen, Neuemissionsprämien und ähnlichem beschrieben werden kann, ist eine Facette des Nachhaltigkeitsthemas, welches noch weitere Bereiche des Bankgeschäfts berührt. Wir möchten im Folgenden daher einen kurzen Überblick über weitere Aspekte des Nachhaltigkeitsthemas wie zum Beispiel Marktstandards geben und was diese für das Kreditgeschäft bedeuten.

Fundamentale Aspekte bei nachhaltigen Pfandbriefen

NACHHALTIGKEIT ALS QUERSCHNITTSTHEMA



Quelle: DZ BANK

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:

Mindeststandards für Soziale Pfandbriefe wurden 2021 veröffentlicht

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

Der Emittent eines Sozialen Pfandbriefs verpflichtet sich, regelmäßig (mindestens jährlich) über seine sozialen Deckungswerte zu informieren (inklusive einer Wirksamkeitsstudie). 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.

Regelmäßige Informationen und externe Kontrolle

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

Grüne Hypothekendarlehen dominieren

ANFORDERUNGEN AN DIE FINANZIERTEN IMMOBILIEN, WENN DIE KREDITE ALS GEEIGNETE DECKUNGSWERTE FÜR GRÜNE PFANDBRIEFE VERWENDET WERDEN SOLLTEN (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

Der vdp hat am 20. September 2022 Mindeststandards für Grüne Öffentliche Pfandbriefe veröffentlicht. Eine Bank darf diese Bezeichnung nur führen, wenn sie die vom vdp ausgearbeiteten Standards erfüllt. Dazu gehören Qualitätskriterien für die grünen Deckungswerte. Bei Finanzierungen von Gebäuden der öffentlichen Hand knüpft der vdp an die Standards für Grüne Hypothekendarlehen an. Im Falle von Öffentlichen Pfandbriefen qualifizieren sich aber auch beispielsweise Finanzierungen an öffentliche Haushalte oder von der öffentlichen Hand garantierte Darlehen aus den Bereichen erneuerbare Energien, Energieeffizienz, Verschmutzungsprävention und -kontrolle, Erhaltung der Artenvielfalt, sauberer Transport, nachhaltiges Wassermanagement sowie Anpassung an den Klimawandel. Die Emissionserlöse eines Grünen Öffentlichen Pfandbriefs dürfen nur für geeignete Vermögenswerte aus den genannten Bereichen verwendet werden. Wie auch bei den anderen Grünen oder Sozialen Pfandbriefen sollen die Kriterien fortwährend überprüft und weiterentwickelt werden.

Standards für Grüne Öffentliche Pfandbriefe etabliert

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

Pfandbriefgesetz gilt, keine separaten Deckungsmassen

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

Wie bereits erwähnt basieren Grüne und Soziale Pfandbriefe auf allgemeinen 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:

- » 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.
- » ICMA empfiehlt den Emittenten die Veröffentlichung eines eigenen Green oder Social Bond Framework. Dieses sollte darüber Auskunft geben, wie der Emittent bei der Auswahl der finanzierten nachhaltigen Projekte vorgeht und welche Zielsetzung damit verfolgt wird. In diesem Dokument sollten unter anderem die dazu verwendeten Eignungs- und Ausschlusskriterien klar benannt werden.
- » Die Verwendung der Anleiheerlöse sollte nachvollziehbar sein. Der Emittent hat durch einen internen Prozess sicherzustellen, dass die Anleiheerlöse ausschließlich den im Bond Framework beschriebenen, 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.
- » 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 CO₂-Emission) angegeben werden. Wenn dies nicht möglich ist (beispielsweise aus Vertraulichkeitsgründen oder wegen der hohen Zahl an Projekten), sollten aussagekräftige Angaben auf Portfolioebene erfolgen.

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 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:

ICMA fordert Transparenz

Verwendung der Emissionserlöse (Use of Proceeds)

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

Management der Erlöse (Management of Proceeds)

Berichterstattung (Reporting)

Externe Kontrolle

- | | |
|--|--|
| <p>» 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.</p> | <p>Zweite Meinung (Second Party Opinion, SPO)</p> |
| <p>» Ein Emittent kann eine unabhängige Verifizierung anhand eines festgelegten Kriterienkataloges einholen.</p> | <p>Verifizierung</p> |
| <p>» 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.</p> | <p>Zertifizierung</p> |
| <p>» Ein Emittent könnte seine Anleihen oder das nachhaltige Anleiheprogramm zum Beispiel auch durch eine Öko-Ratingagentur oder einen spezialisierten Researchanbieter überprüfen lassen.</p> | <p>Scoring/ Rating</p> |

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

**ICMA wünscht sich die
Veröffentlichung der Ergebnisse**

MISCHUNG VON GRÜNEN UND SOZIALEN ANLEIHEN SOWIE SUSTAINABILITY-LINKED BONDS

Manchmal ist eine klare Trennung entlang der Green Bond Principles (GBP) und Social Bond Principles (SBP) schwierig oder ein Emittent würde gerne Finanzierungen für grüne und soziale Projekte in einem einzigen 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 Nachhaltigkeitsziele (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

Einheitliche ESG Standards durch die EU-Taxonomie

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:

**European Green Deal als zentrales
europäisches Projekt**

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

Für zwei der sechs in der EU-Taxonomie genannten Umweltziele (den Klimaschutz und die Anpassung an den Klimawandel) hat die EU-Kommission einen delegierten Rechtsakt veröffentlicht, der die Anforderungen beziehungsweise technischen

**Konkretisierung der
Bewertungskriterien**

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

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.

EU-Kriterien für grüne Gebäude

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

DNSH-Kriterien sorgen für Kopfzerbrechen

- » 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

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, * für ab 2021 errichtete Gebäude gelten die Anforderungen analog zum Bau von neuen Gebäuden

Laut vdp gehen die für grüne Gebäude notwendigen Informationen weit über das aktuell bei Immobilienfinanzierungen verfügbare Datenmaterial hinaus. Der Verband kritisiert außerdem eine überbordende Komplexität. Außerdem fehlt es auf nationaler und europäischer Ebene noch 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.

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

BENCHMARKING FÜR DAS TOP 15 PROZENT KRITERIUM BEI IMMOBILIEN

Der vdp hat zusammen mit dem Beratungsunternehmen Drees & Sommer ein Benchmarking entwickelt, mit dem Ziel, Banken dabei zu unterstützen, den Nachweis der Taxonomie-Konformität bei Immobilienfinanzierungen zu führen (siehe Pressemitteilung des vdp vom 4. April 2022). Bei Gebäuden, die bis Ende 2020 errichtet wurden, kann die Finanzierung als Beitrag zur Erreichung des Umweltziels Klimaschutz angesehen werden, wenn das Gebäude beim Primärenergiebedarf zu den besten 15 Prozent im nationalen oder regionalen Markt gehört (TOP 15). Hier setzt das entwickelte Benchmarking an, wobei zwischen Wohn- und Nichtwohngebäuden unterschieden wird. Drees & Sommer hat Kriterien ausgearbeitet, die die TOP-15-Immobilien erfüllen müssen. Daneben müssen die Gebäude zusätzlich noch die DNSH-Kriterien erfüllen, wenn die Taxonomie-Konformität erreicht werden soll. Das TOP-15-Kriterium wird laut Benchmarking erreicht, wenn ein Einfamilienhaus einen Energieausweis der Energieeffizienzklasse A+, A oder B vorweisen kann. Im Fall von Mehrfamilienhäusern gelten A+ oder A. Falls ein Energieausweis nicht vorliegt, wäre das TOP-15-Kriterium auch erfüllt, wenn ein Energieverbrauch von weniger als 74 kWh beziehungsweise 70 kWh pro Quadratmeter nachgewiesen werden kann. Bei Gewerbeimmobilien kann der Nachweis über die zum Zeitpunkt der Errichtung des Gebäudes geltende Energieeinsparverordnung (EnEV) erbracht werden. Büro- und Einzelhandelsgebäude gehören zu den besten 15 Prozent, wenn sie mindestens die Anforderung der EnEV 2009 erfüllen. Bei Logistikgebäuden wäre es entsprechend EnEV 2014 oder neuer.

Quelle: vdp, DZ BANK

Europäischer Standard: Vorschlag für EU-Standards für grüne Anleihen

Der sogenannte European Green Bond Standard (EUGBS) zielt im Kern darauf ab, einen Standard für grüne Anleihen zu schaffen, die mit den Anforderungen der EU-Taxonomie verknüpft werden. Der EUGBS stellt vier grundlegende Anforderungen an grüne Anleihen:

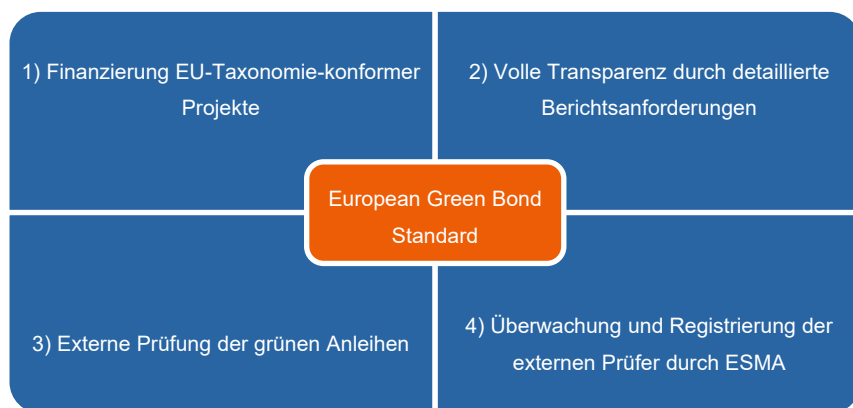
- » Die Emissionserlöse aus der Anleihe müssen vollständig in Projekte fließen, die im Einklang mit der EU-Taxonomie stehen. Falls sich die Anforderungen im delegierten Rechtsakt zur EU-Taxonomie später verändern (verschärft werden), gilt für die ursprünglich als Taxonomie-konform angesehenen Vermögenswerte ein Bestandsschutz für sieben Jahre (Stand Ende August 2023).
- » Volle Transparenz durch detaillierte Berichtsanforderungen (Green Bond Factsheet, Allocation Report, Impact Report).
- » Alle grünen Anleihen und deren Taxonomie-konforme Mittelverwendung müssen durch einen externen Prüfer überprüft werden.
- » Überwachung und Registrierung der externen Prüfer durch die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA). Potenzielle Interessenskonflikte sollen angezeigt werden.

Im zweiten und dritten Punkt sind die ICMA-Richtlinien klar wiederzuerkennen. Der Bezug zur EU-Taxonomie geht wiederum 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.

Vier grundlegende Anforderungen

Goldstandard für grüne Anleihen: European Green Bonds

DIE VIER ECKPUNKTE DES EUROPEAN GREEN BOND STANDARDS



Quelle: EU Kommission, Darstellung DZ BANK

Im Covered Bond Markt liegt nach unserer Recherche der Anteil der ICMA-konformen nachhaltigen gedeckten Anleihen bei 100 Prozent. Von den weltweit bislang über 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.

Im Moment sind die ICMA-Kriterien der Marktstandard

Der vdp strebt eine Annäherung an die Taxonomie-Kriterien im Rahmen 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 Sozialen Pfandbriefe können daher ihren Namen behalten und bleiben auch im Einklang mit den ICMA-Richtlinien. Die Grünen Pfandbriefe werden allerdings nicht so schnell – so wie es momentan aussieht – den Status als European Green Bond erhalten.

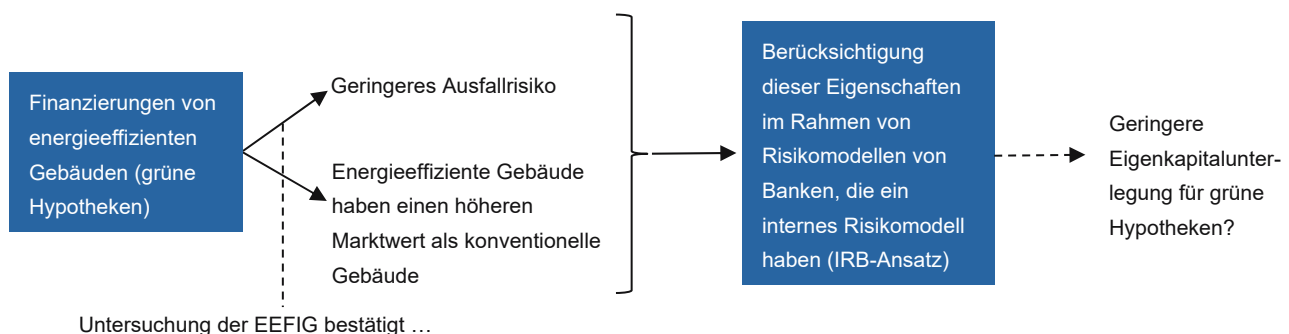
Grüne und Soziale Pfandbriefe basieren auf den Prinzipien der ICMA

Nachhaltigkeit und Kreditausfallrisiken

Die EZB betont im Rahmen ihrer Arbeit die Bedeutung von Nachhaltigkeitsthemen bezüglich 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 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.

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

GRÜNE HYPOTHEKEN: RECHTFERTIGT DER GERINGERE RISIKOGEHALT EINE GERINGERE EIGENKAPITALUNTERLEGUNG?



Energieeffiziente Gebäude haben laut der Studie einen Marktpreisauflschlag 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 Gebäude haben einen höheren Marktwert

RECHTSRAHMEN FÜR PFANDBRIEFE

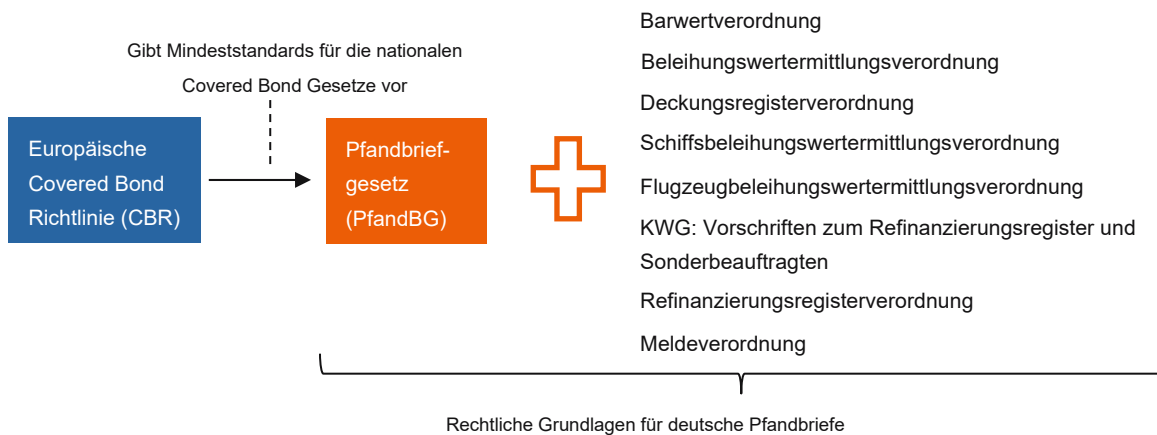
Überblick der Rechtsgrundlagen

Was sind die Rechtsgrundlagen?

Das Pfandbriefgesetz (PfandBG) ist der zentrale Baustein für den Rechtsrahmen von Pfandbriefen 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 der ausstehenden Pfandbriefe um bis zu zwölf Monate zu verlängern. Neben dem PfandBG gibt es zusätzlich Verordnungen der BaFin, die die teilweise allgemein gehaltenen Vorgaben des PfandBG näher ausführen.

PfandBG bildet die gesetzliche Grundlage

ÜBERSICHT ZU DEN EINZELNEN RECHTSGRUNDLAGEN FÜR DEN DEUTSCHEN PFANDBRIEF



Quelle: DZ BANK

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

Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) übt die 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.

BaFin überwacht das Pfandbriefgeschäft

Wie ist die öffentliche Aufsicht ausgestaltet?

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

Deckungsprüfung durch die BaFin in der Regel nach jeweils drei Jahren

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 Deckungsanforderung von der BaFin als nicht ausreichend angesehen wird, um die Risiken aufgrund der konkreten Zusammensetzung der Deckungsmasse abzusichern. 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

Die in der Meldeverordnung festgelegten Daten, die die Pfandbriefbanken der BaFin regelmäßig übermitteln müssen, sollen die Aufsichtsbehörde in die Lage versetzen, eventuelle Risiken zu überwachen und besser beurteilen zu können.

Anforderungen an die Emittenten

Wer darf Covered Bonds emittieren?

In Deutschland ansässige Kreditinstitute dürfen Pfandbriefe auflegen, wenn sie dazu die Erlaubnis der BaFin erhalten haben. Banken, die Pfandbriefe auflegen, nennt das deutsche PfandBG „Pfandbriefbank“.

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

Ja. Zur Emission von Pfandbriefen ist die Erlaubnis der BaFin erforderlich, wobei die „Pfandbrieflizenz“ für jede Pfandbriefart – Hypothekendarlehenpfandbriefe, Öffentliche Pfandbriefe, Schiffspfandbriefe und/ oder Flugzeugpfandbriefe – einzeln beantragt werden muss. Die Pfandbrieflizenz wird erteilt, wenn das Kreditinstitut bestimmte Mindestanforderungen erfüllt. Zu den allgemeinen Anforderungen gehören unter anderem die folgenden Punkte:

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

Informationsrechte und Eingriffsmöglichkeiten der BaFin

Erlaubnis der BaFin erforderlich

Anforderungen zum Erhalt einer Pfandbrieflizenz

Regelmäßige Pfandbriefemissionen

Mindestkapital und geeignetes Risikomanagement

Das PfandBG stellt spezifische Anforderungen an das Risikomanagement einer Pfandbriefbank. Dieses muss sicherstellen, dass mit dem Pfandbriefgeschäft verbundenen 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:

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

Anforderungen an das Risikomanagement

Limitsystem und Rückführung der Risiken, falls erforderlich

Flexibilität und regelmäßige Überprüfung

Eine einmal erteilte Pfandbrieflizenz kann auch wieder entzogen werden. Dies geht jedoch nur dann, wenn die Bank die qualitativen Anforderungen des PfandBG 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.

Lizenz kann auch wieder entzogen werden

Existiert ein öffentliches Register aller Pfandbriefbanken/-arten?

Ja, die BaFin informiert auf ihrer Internetseite, welche Banken die Erlaubnis zum Betreiben des Pfandbriefgeschäfts (inklusive der jeweiligen Pfandbriefart) haben.

Öffentliches Register der BaFin

BAFIN VERÖFFENTLICHT REGELMÄßIG AKTUALISIERTE LISTEN ZU DEN PFANDBRIEFBANKEN



Quelle: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (auf der Webseite am 26. Juli 2023 abgefragt)

Ausgestaltung der Transaktionsstruktur

Welche Transaktionsstruktur liegt den Covered Bonds zugrunde?

Das deutsche Pfandbriefrecht folgt dem integrierten Modell. Das heißt, die Deckungswerte bleiben auf der Bilanz des Emittenten. Durch die Eintragung aller Deckungswerte in ein Register wird sichergestellt, dass im Fall einer Insolvenz die Deckungsmasse für die Pfandbriefgläubiger eindeutig identifizierbar ist. Spätestens in der Insolvenz der Pfandbriefbank wird die Deckungsmasse vom restlichen Vermögen getrennt und insolvenzfrees Vermögen.

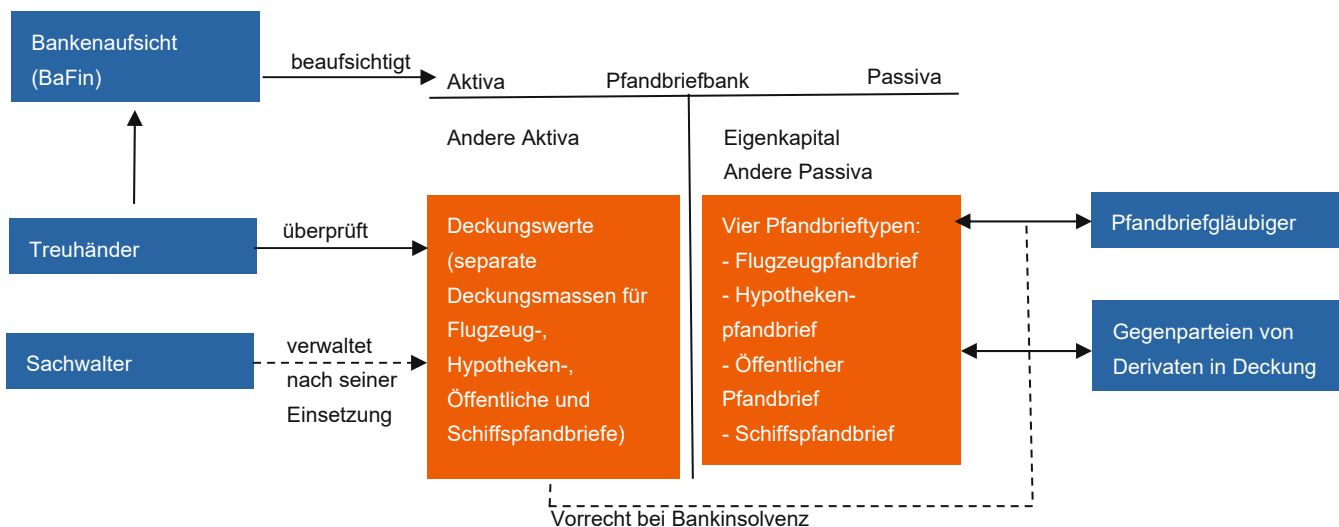
Integriertes Modell, die Deckungswerte bleiben auf der Bilanz des Emittenten

Ist der doppelte Rückgriff gewährleistet?

Ja. Pfandbriefe sind besicherte Bankanleihen und erfüllen deshalb das Prinzip des doppelten Rückgriffs. Die Pfandbriefgläubiger haben einen direkten Anspruch gegen die Pfandbriefbank als Emittent der Anleihen. Sollte die Pfandbriefbank zahlungsunfähig sein, hätte der Pfandbriefgläubiger ein 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 die Insolvenzmasse des Emittenten.

Pfandbriefe sind besicherte Bankanleihen

VERALLGEMEINERTE STRUKTUR EINES PFANDBRIEFS



Quelle: DZ BANK

Wurde ein aufsichtsrechtliches Emissionslimit festgelegt?

Nein. Das Pfandbriefgesetz sieht keine Mindest- oder Höchstwerte für das Pfandbriefumlaufvolumen einer Bank vor.

Keine Umlaufgrenze

Zulässige Deckungswerte

Welche Deckungswerte sind zulässig?

a) Öffentliche Pfandbriefe

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 Gebietskörperschaften

- » 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 Europäischen Union (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 Europäischen Zentralbank (EZB) und anderen multilateralen Entwicklungsbanken und internationalen Organisationen laut der Europäischen Eigenkapitalverordnung für Bank (CRR).
- » Öffentliche Stellen eines Mitgliedsstaats der EU oder des EWR
- » 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.

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 ermöglichen, mit Zustimmung der Mehrheit der Gläubiger die Anleihebedingungen nachträglich zu ändern. Das PfandBG stellt in § 4a PfandBG klar, dass die entsprechenden Regelungen in den Staatsanleihen (also begrenzt auf diesen „engen Kreis“ an Emittenten) der Deckung nicht entgegenstehen und diese zur Deckung (sei es ordentliche Deckung wie im Falle von Öffentlichen Pfandbriefen oder als weitere Deckungswerte für alle anderen Pfandbriefarten) geeignet sind.

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

Deckungsfähigkeit bei Anleihen mit Umschuldungsklausel ist gegeben

Bewertungsvorschriften für öffentliche Schuldner fehlen im Pfandbriefgesetz

RATINGABHÄNGIGE BEWERTUNGSABSCHLÄGE IM VDP BONITÄTSDIFFERENZIERUNGSMODELL

Rating*	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 bis 31. Dezember 2022	Abschläge gültig seit 1. Januar 2023
AAA bis BBB-	0%	0%	0%	0%	0%	0%
BB+	8%	8%	7%	7%	9%	8%
BB	11%	10%	10%	9%	11%	10%
BB-	13%	13%	12%	12%	14%	13%
B+	17%	16%	15%	15%	17%	16%
B	20%	20%	19%	18%	21%	19%
B-	24%	24%	23%	22%	25%	23%
CCC	34%	34%	33%	32%	35%	33%
CC	54%	54%	52%	52%	54%	53%
C	79%	79%	79%	78%	80%	79%
D	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Quelle: vdp, Darstellung DZ BANK, Stand Juli 2023, * Ratingnote von S&P beziehungsweise entsprechende Bonitätsnote von Fitch oder Moody's

b) Hypothekendarlehen

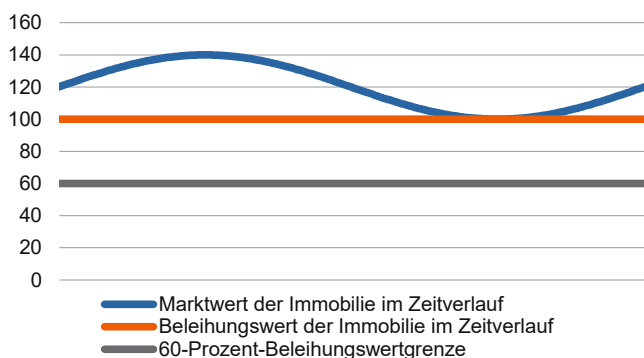
Als Deckungswerte für Hypothekendarlehen kommen nur Hypotheken oder grundpfandrechtlich gesicherte Forderungen in Frage, die bestimmte Anforderungen erfüllen. So können unter anderem nur Hypotheken als Deckungswerte eingesetzt werden, die auf Grundstücken, grundstücksgleichen Rechten oder solchen Rechten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

Grundpfandrechtlich gesicherte Forderungen

Hinsichtlich der Berechnung des Beleihungswerts wird nur der langfristige, nachhaltige Substanz- oder Sachwert sowie der Ertragswert einer Immobilie berücksichtigt. Der Beleihungswert 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.

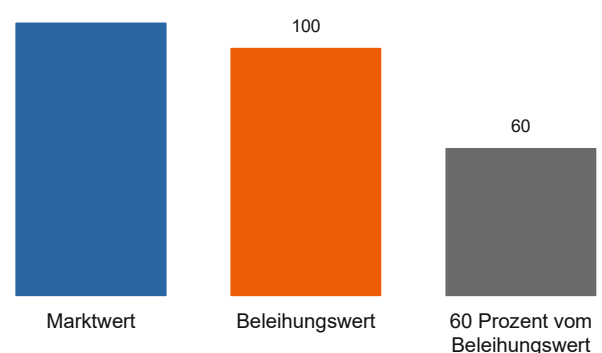
Sachwert versus Ertragswert

BELEIHUNGSWERT BERÜCKSICHTIGT NUR NACHHALTIGE EIGENSCHAFTEN EINER IMMOBILIE



Quelle: vdp, Darstellung DZ BANK

60-PROZENT-BELEIHUNGSWERTGRENZE BIETET ZUSÄTZLICHEN SCHUTZ



Quelle: DZ BANK

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 Immobilie muss in Augenscheingenommen werden, wobei Videobesichtigungen als Alternative zu Vor-Ort-Besichtigungen zugelassen sind. Die Anforderungen an die Beleihungswertermittlung sind im Grundsatz für im In- oder Ausland liegende Immobilien gleich.

Die Vorschriften zum Beleihungswert zielen darauf ab, eine vorsichtige, langfristig nachhaltige Bewertung der Immobilie zu erreichen. Die Vorgehensweise bei der Beleihungswertermittlung für Immobilien wird durch eine Verordnung der BaFin näher bestimmt, die im Oktober 2022 geändert wurde (Beleihungswertermittlungsverordnung, BelWertV). Zu den Änderungen zählt ein neues Verfahren für die Festlegung von dynamisierten Ankerwerten für die Mindestkapitalisierungssätze im Ertragswertverfahren. Grundlage für die neuen Mindestkapitalisierungssätze ist die Rendite von dreißigjährigen Bundesanleihen zum 30. November des jeweiligen Jahres. Für die Bewertung von Wohnimmobilien müssen hierauf drei Prozentpunkte und für Gewerbeimmobilien vier Prozentpunkte addiert werden. Diese Mindestkapitalisierungssätze können vom Immobiliengutachter im Rahmen der individuellen Bewertung des Gebäudes noch leicht modifiziert werden. Allerdings müssen sie für Wohnimmobilien letztlich zwischen 3,5 Prozent und 5,5 Prozent und für Gewerbeimmobilien zwischen 4,5 Prozent und 6,5 Prozent liegen. Die auf Basis der Bundesrenditen festgelegten neuen Mindestkapitalisierungssätze gelten immer ab dem 1. Januar des Folgejahres. Sie werden nur dann angepasst, wenn sich der neue Referenzzins um mehr als 0,5 Prozentpunkte im Vergleich zum Vorwert verändert hat. Seit Oktober 2022 gilt für Wohnimmobilien ein Mindestkapitalisierungssatz von 5,1 Prozent und für Gewerbeimmobilien von 6,1 Prozent.

Das deutsche Pfandbriefrecht erlaubt eine Ausnahme für inländische Eigenheime (Kleindarlehensregel), wobei das Gebäude auch teilweise gewerblich genutzt werden darf. 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 600.000 Euro betragen. Wenn die Grundschuld zuzüglich eventuell bestehender Vorlasten diesen Höchstbetrag nicht überschreitet, können Banken ein vereinfachtes Verfahren zur Beleihungswertermittlung verwenden. In der BelWertV wurde auch die Nutzung statistischer und computerunterstützter Verfahren bei der Wertermittlung von Ein- und Zweifamilienhäusern sowie Eigentumswohnungen regulatorisch als Vergleichswertverfahren verankert.

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).

Beleihungswert berücksichtigt nur die nachhaltigen Eigenschaften einer Immobilie

Dynamische Mindestkapitalisierungssätze

Erleichterungen für Darlehen, die unter die Kleinkreditgrenze fallen

Einheitliche Beleihungswertgrenze von 60 Prozent

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

Ertragswertverfahren (erste Säule)		Sachwertverfahren (zweite Säule)	
Bodenwert		Bodenwert	
600 Quadratmeter à 5.200 Euro pro Quadratmeter	3.120.000 Euro	600 Quadratmeter à 5.200 Euro pro Quadratmeter	3.120.000 Euro
Rohhertrag		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	179.400 Euro
- Verwaltungskosten	22.194 Euro	Zwischensumme	6.159.400 Euro
- Instandhaltungskosten	31.125 Euro	Abzüglich Sicherheitsabschlag	615.940 Euro
- Mietausfallwagnis	29.592 Euro	Zwischensumme	5.543.460 Euro
Summe Bewirtschaftungskosten	82.911 Euro	Zuzüglich Baunebenkosten gemäß	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, * Kapitalisierungszins 6 Prozent und Restnutzungsdauer 60 Jahre in diesem theoretischen Beispiel

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

Geografische Restriktionen

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. In der Insolvenz der Pfandbriefbank kommen die Versicherungsleistungen den Pfandbriefgläubigern zugute.

Gebäudeversicherungen sind Pflicht**c) Schiffspfandbriefe**

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

Rechte an Schiffen und Schiffsbauwerken sowie Versicherungspflicht

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

Beleihungswertgrenze von 60 Prozent

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:

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

Aktueller Marktwert

Durchschnittlicher Marktwert

Neubaupreis

Kaufpreis

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. Der Schiffsbeleihungswert sollte den langfristigen Wert des Schiffs widerspiegeln.

**Schiffsbeleihungswertermittlung
nutzt das Niederstwertprinzip**

d) Flugzeugpfandbriefe

Darlehensforderungen, die durch ein dingliches Recht an Flugzeugen gesichert sind, qualifizieren sich als ordentliche Deckungswerte für Flugzeugpfandbriefe. Es kommen nur Flugzeuge in Frage, die in einem öffentlichen Register eingetragen sind. Das Registerpfandrecht oder die ausländische Flugzeughypothek muss sich dabei auch auf die Triebwerke erstrecken, die einen Großteil des Flugzeugwerts ausmachen. Analog zu den Schiffshypotheken darf die Beleihung des Flugzeugs nicht weiter als bis zum 20. Lebensjahr des Flugzeugs reichen. Die Aufsichtsbehörde kann in Einzelfällen Ausnahmen zulassen. Darlehen, die mit im Ausland registrierten Flugzeugen gesichert sind, können unter bestimmten, im PfandBG 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 werden oder die Flugzeuge von demselben Typ sind, sodass dadurch eine zeitnahe Verwertung der Deckungswerte gefährdet werden könnte.

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

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

**Unabhängiger Sachverständiger
ermittelt den Wert des Flugzeugs**

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.

e) Weitere Deckungswerte (für alle Pfandbrieftypen)

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

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

Weitere Deckungswerte neben der ordentlichen Deckung

Forderungen gegenüber Zentralbanken und Kreditinstituten ...

... sowie öffentlichen Schuldnern

Derivate

Der Einsatz der Derivate in Deckung wird durch das PfandBG beschränkt. Auf Grundlage einer Barwertrechnung darf der Anteil der Zahlungsverpflichtungen aus Derivaten in Deckung an der Summe aus den umlaufenden Pfandbriefen zuzüglich der Zahlungsverpflichtungen aus 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.

Begrenzung für den Barwert der Zahlungsverpflichtungen aus Derivaten in Deckung

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 darüber hinaus zusätzlich weitere Deckungswerte in ihr Deckungsregister eintragen, können gegen diese Vermögenswerte keine Pfandbriefe aufgelegt werden. Im Falle von Hypotheken-, Schiffs- und Flugzeugpfandbriefen eignen sich neben Forderungen gegen Zentralbanken und Kreditinstituten außerdem 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.

Anteil der weiteren Deckungswerte gesetzlich geregelt

WEITERE DECKUNGSWERTE: ÜBERSICHT

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 Beträgen (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 Beträgen (bezüglich Gegenparteien der Bonitätsstufe 2)

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

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

Quelle: Pfandbriefgesetz, Darstellung DZ BANK

Anforderungen an die Deckungsrechnung

Welche Anforderungen gibt es an die Deckungsrechnung und die Überdeckung?

Das PfandBG sieht eine barwertige und eine nennwertige sichernde Überdeckung vor, die auch Verbindlichkeiten aus Derivaten in Deckung berücksichtigen muss. Details zur barwertigen Deckungsrechnung regeln besondere aufsichtsrechtliche Anforderungen der BaFin. Danach hat die Pfandbriefbank sicherzustellen, dass die barwertige Deckung auch in Stressszenarien gegeben ist, die 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 Hypothekendarfandbriefe und Öffentliche Darfandbriefe 2 Prozent und für Schiffs- und Flugzeugdarfandbriefe 5 Prozent.

Falls sich Risiken für die Werthaltigkeit der Deckungsmasse ergeben, kann die BaFin eine höhere individuelle Überdeckungsanforderung an die jeweilige Darfandbriefbank stellen. Mit dieser Regelung kann die Aufsichtsbehörde im Bedarfsfall einer drohenden Verschlechterung der Deckungsmasse entgegenwirken. Diese Regelung kann sich für eine Darfandbriefbank 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 Darfandbriefgläubiger besser schützt. Das PfandBG stellt außerdem klar, dass die Vermögenswerte, die über die gesetzliche oder die von der BaFin verordneten Überdeckung hinausgehen, im Insolvenzfall der Darfandbriefbank zur Befriedigung der Darfandbriefgläubiger vorrangig zur Verfügung stehen.

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

Überdeckung steht den Darfandbriefgläubigern zur Verfügung

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, * für Hypothekendarbriefe oder Öffentliche Darbriefe (bei Schiffs- oder Flugzeugdarbriefen wäre die sichernde nennwertige Überdeckung 5 Prozent, ** Minimum nennwertige Überdeckung unter Berücksichtigung der bar- und nennwertigen sichernden Überdeckung

Die BaFin hat in ihrer Barwertverordnung Stresstests festgelegt, die eine Verschiebung der relevanten Zinskurven und soweit erforderlich auch Auf- und Abwertungen von Fremdwährungen vorsehen. Die barwertige sichernde Überdeckung von mindestens 2 Prozent muss auch in diesen Risiko- beziehungsweise Stressszenarien gegeben sein.

Überdeckung muss auch in Stressszenarien eingehalten werden

ÜBERDECKUNGSANFORDERUNGEN IM VERGLEICH

	Mindestüberdeckung
Deutschland (Nenn- und gestresster Barwert)	
- Hypothekendarbriefe, Öffentliche Darbriefe	2 Prozent
- Flugzeugdarbriefe, Schiffsdarbriefe	5 Prozent
Europäische Covered Bond Richtlinie (CBR)	0 Prozent*
Europäische Eigenkapitalverordnung für Banken (CRR)	5 Prozent**

Quelle: DZ BANK, * die CBR verlangt, dass die Kosten für die Abwicklung der Deckungsmasse (nach Insolvenz des Emittenten) in der Deckungsrechnung berücksichtigt werden, ** unter bestimmten Voraussetzungen genügt im Ausnahmefall laut Artikel 129 CRR auch eine Überdeckung in Höhe von 2 Prozent

Muss der Emittent ein Deckungsregister führen?
Ja. Alle zur Deckung der Darbriefe einer Bank dienenden Vermögenswerte müssen in ein für die jeweilige Darbriefart separat geführtes Deckungsregister eingetragen werden. Dieses ermöglicht die eindeutige Identifikation der jeweiligen Deckungsmasse. Einzelheiten über Form und notwendigen Inhalten des Deckungsregisters sowie vorzunehmende Eintragungen werden durch eine gesonderte Rechtsverordnung genau bestimmt.

Getrenntes Deckungsregister für jeden Darbrieftyp

Gibt es einen unabhängigen Kontrolleur der Deckungsmasse?
Ja. Bei jeder Darbriefbank sind ein Treuhänder und mindestens ein Stellvertreter für den Treuhänder zu bestellen, die die ordnungsgemäße Führung des Deckungsregisters sowie die vorschriftsmäßige Deckung der Darbriefe prüfen. Die Bestellung erfolgt durch die BaFin nach Anhörung der Darbriefbank. Der Treuhänder wacht unabhängig über die Einhaltung der gesetzlichen und aufsichtsrechtlichen Vorschriften bezüglich der Deckung der Darbriefe. Die Darbriefbank darf nur mit Genehmigung des Treuhänders neue Darbriefe emittieren oder Vermögensgegenstände aus der Deckungsmasse entnehmen.

Treuhänder prüft fortlaufend die Einhaltung der gesetzlichen Vorgaben

Damit der Treuhänder seine Aufgaben erfüllen kann, darf er jederzeit Einsicht in die pfandbriefrelevanten Unterlagen der Bank und Auskünfte über deren ausstehende Pfandbriefe und die im Deckungsregister eingetragenen Werte verlangen. Das Pfandbriefgesetz regelt außerdem, dass sowohl der Treuhänder als auch seine Stellvertreter über entsprechende Fachkenntnisse und Erfahrungen verfügen müssen, die zur Erfüllung ihrer Aufgaben notwendig sind.

Weitreichende Informationsrechte

Veröffentlichungspflichten

Müssen die Emittenten bestimmte Veröffentlichungspflichten einhalten?

Ja. Jede Pfandbriefbank ist verpflichtet, in einer öffentlich zugänglichen Form einmal pro Quartal den gesetzlichen Mindestkatalog an Informationen über die umlaufenden Pfandbriefe und deren Deckungswerte zu veröffentlichen. Das PfandBG verlangt zum Beispiel, dass die Pfandbriefbank für jede Pfandbriefart den Gesamtbetrag der begebenen Pfandbriefe sowie der dazugehörenden Deckungsmassen in Höhe des Nennwerts und Barwerts sowie einen 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 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. Außerdem müssen die Auswirkungen einer möglichen Laufzeitverlängerung durch den Sachwalter bei der Darstellung des Fälligkeitsprofils der Pfandbriefe berücksichtigt werden. Um den Investoren außerdem ein Gefühl für eventuell bestehende Zins- oder Währungsinkongruenzen im Rahmen des Pfandbriefgeschäfts der Bank zu geben, enthalten die Pflichtveröffentlichungen die Verteilung der Deckungsmasse und der umlaufenden Pfandbriefe nach fester und variabler Verzinsung. Ferner muss der Nettobarwert offener Währungspositionen zwischen Pfandbriefen und Deckungswerten veröffentlicht (je Fremdwährung) sowie der aktuelle Wert (Nettobarwert) der Derivate in den Deckungsmassen ausgewiesen werden.

Gesetzlicher Standard bei Pflichtangaben

Für jede Pfandbriefart muss der Gesamtbetrag der leistungsgestörten Forderungen (mehr als 90 Tage im Rückstand) separat angegeben werden. Außerdem ist auch die geografische Verteilung der Deckungsmasse nach Ländern anzugeben. Dabei müssen Angaben nach ordentlichen und weiteren Deckungswerte getrennt gemacht werden.

Informationen zu leistungsgestörten Forderungen und geografische Verteilung

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

ISIN Liste und die Höhe der Liquiditätsreserve

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 den Tag, an dem diese Liquiditätslücke auftritt
- » Liste der ausstehenden Pfandbriefe mit ihrer internationalen Wertpapierkennnummer (ISIN)
- » Angaben zu rückständigen Darlehen in der Deckungsmasse sowie der 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 mit der Umsetzung der CBR erweiterten Transparenzvorgaben mussten erstmals für das dritte Quartal 2022 erfüllt werden. Die Angaben für die Vorjahreswerte müssen zum dritten Quartal 2023 erstmals veröffentlicht werden.

Quelle: Pfandbriefgesetz, Darstellung DZ BANK

Die Verteilung der Immobilienkredite in der Deckungsmasse für Hypothekendarlehen 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 Hypothekendarlehen den durchschnittlichen Beleihungsauslauf regelmäßig zu berichten. Aufgrund der Berechnungsvorschriften zum Beleihungsauslauf wird dieser nie über der gesetzlich festgelegten Höchstgrenze von 60 Prozent liegen. Damit weicht das PfandBG von internationalen Standards bezüglich der LTV-Darstellung ab. Die Kennzahl bleibt dennoch eine interessante Information für Investoren.

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 dabei nicht explizit zugeordnet, welche staatliche Ebene die Exportfinanzierungen garantiert. Ferner müssen alle Forderungsvolumina aufgegliedert werden, allerdings gilt dabei im Vergleich zu den Hypothekendarlehen eine andere Einteilung dieser Größengruppen.

Spezielle Angaben zu Hypothekendarlehen**Anteil von öffentlich garantierten Exportfinanzierungen muss offengelegt werden**

SPEZIELLE TRANSPARENZVORGABEN FÜR UNTERSCHIEDLICHE PFANDBRIEFARTEN

- » **Hypothekendarlehen:** Angaben zu Objektarten, der geografischen Verteilung der Deckungswerte (nach Ländern), dem durchschnittlichen Kreditalter (Seasoning) und Beleihungsauslauf (LTV) und zur Verteilung der Deckungswerte nach Darlehensvolumen sowie Angaben zu weiteren Deckungswerten
- » **Öffentliche Pfandbriefe:** Verteilung der Deckungswerte nach Schuldnerart (Staat, Region, Gemeinde, andere), Verteilung nach direkten Forderungen gegen staatliche Stellen und von denen garantierten Forderungen sowie Angaben zu Exportfinanzierungen, Verteilung der Deckungswerte nach Darlehensvolumen und Angaben zu weiteren Deckungswerten
- » **Schiffspfandbriefe:** Verteilung der Finanzierungen nach Binnen- und Seeschiffen sowie die geografische Verteilung der Deckungswerte sowie Angaben zu weiteren Deckungswerten
- » **Flugzeugpfandbriefe:** geografische Verteilung der Deckungswerte sowie Angaben zu weiteren Deckungswerten

Quelle: Pfandbriefgesetz, Darstellung DZ BANK

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

Wenig Details bei Flugzeug- und Schiffspfandbriefen

FREIWILLIGE ERGÄNZUNG DER GESETZLICHEN PFLICHTANGABEN

Berichtspflichten gemäß Pfandbriefgesetz

- Stellt Mindestanforderungen der CBR sicher

Freiwillige Berichte, zum Beispiel im HTT-Format

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

Quelle: DZ BANK, CBR = Europäische Covered Bond Richtlinie, HTT = Harmonised Transparency Template (internationaler Berichtsstandard)

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

Informationen zentral über Internetseite des vdp verfügbar

Label tragen, so ergänzt die Mehrheit der vdp-Pfandbriefbanken ihre gesetzlichen Pflichtangaben freiwillig mit quartalsweisen Berichten im HTT-Format.

FALLS DER ERSTE BERICHT NACH NEUER PFANDBRIEF-MELDEVERORDNUNG ERST ZUM 30. JUNI 2024 EINGEREICHT WIRD, ERFOLGT KEINE BEANSTANDUNG DURCH DIE BAFIN

Neben den Veröffentlichungspflichten gemäß § 28 PfandBG müssen die Pfandbriefbanken der BaFin regelmäßig Daten zu ihren Deckungswerten schicken. Den Umfang dieser Berichtspflichten regelt die im Oktober 2022 veröffentlichte Meldeverordnung. Ursprünglich sollten der erste Bericht der Pfandbriefbanken im neuen Format zum 30. Juni 2023 erfolgen. Wie aus einem Artikel auf der Website des vdp hervorgeht, hat die BaFin im Juni 2023 den Pfandbriefbanken mitgeteilt, dass eine erste Meldung im neuen Format zum 30. Juni 2024 nicht beanstandet wird. Damit scheint die Aufsichtsbehörde anzuerkennen, dass der ursprünglich gesetzte Zeitrahmen wohl doch zu ambitioniert war. Die Meldeverordnung sieht laut des Artikels 24 Tabellenblätter mit einigen tausend Datenfeldern vor, von denen eine Pfandbriefbank natürlich nur die für sie relevanten Angaben zu machen hat. Für ein Programm von Hypothekendarlehen ohne Derivate, aber mit Auslandsgeschäft kommen bis zu 1.767 Datenfelder zusammen. Neben dem schieren Datenumfang hat die Meldeverordnung von 2022 auch die Detaillierungsgrad der Angaben ausgeweitet. Im Fall von Hypothekendarlehen dürfen die Daten zu gemischt genutzten Immobilien beispielsweise nicht der Kategorie ihrer überwiegenden Nutzungsart zugeordnet werden, wie es bei den Veröffentlichungspflichten nach § 28 PfandBG erfolgt. Im Rahmen der Meldungen an die BaFin müssen die Angaben getrennt nach Nutzungsart entsprechend des Rohertrags des Gebäudes gemacht werden. Hierbei geht es nicht nur um die Trennung von Wohn- und Gewerbegebäuden, sondern auch innerhalb der Kategorie Gewerbe um eine Aufteilung nach beispielsweise Hotel und Büro, wenn die Immobilie entsprechend genutzt wird.

Quelle: vdp, DZ BANK

Regelungen für den Insolvenzfall des Emittenten und bestehende Risiken

Was passiert bei der Insolvenz des Emittenten?

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

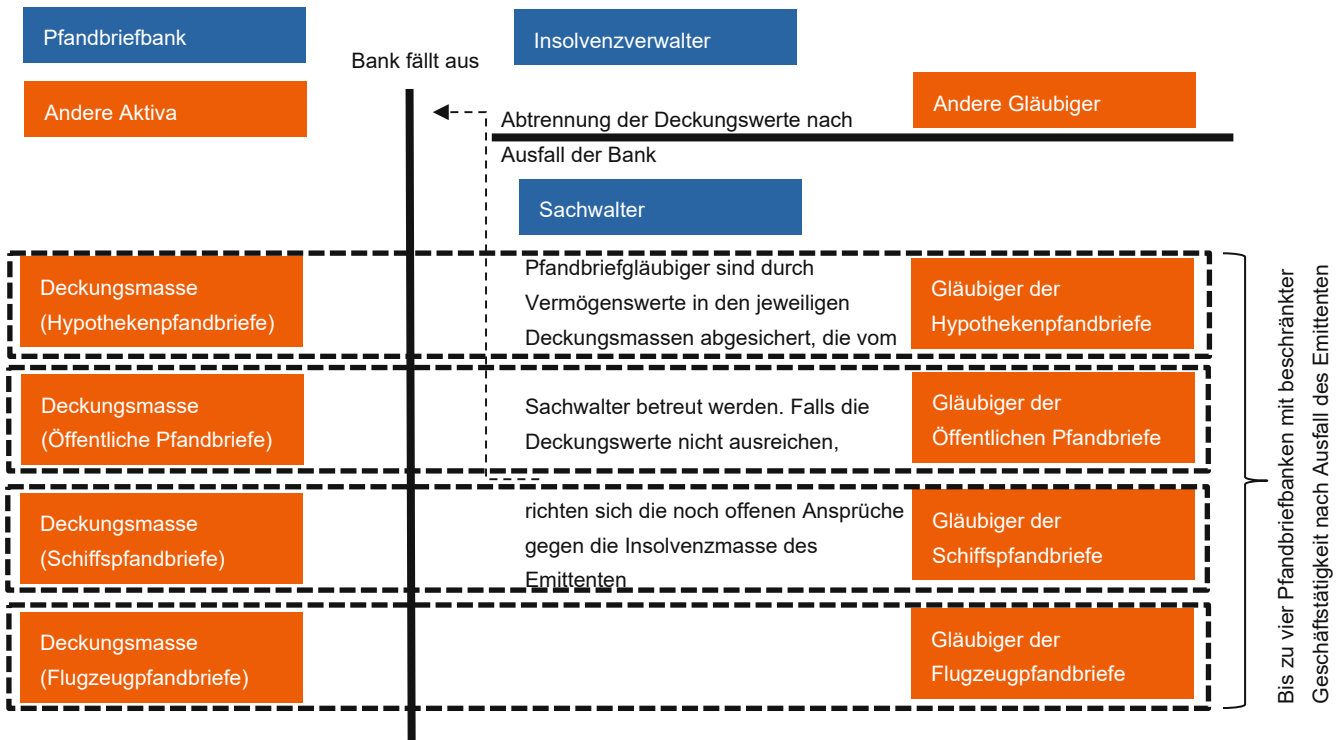
Die Anzahl der Pfandbriefbanken mit beschränkter Geschäftstätigkeit richtet sich nach der Anzahl der Deckungsmassen des Emittenten. Wenn eine Pfandbriefbank zum Beispiel ein Deckungsregister für Öffentliche Pfandbriefe und eines für Hypothekendarlehen führt, so entsteht für jede Deckungsmasse eine „Pfandbriefbank mit beschränkter Geschäftstätigkeit“ in der Insolvenz des Emittenten, im genannten Beispiel also 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 im Zusammenhang mit der Verwaltung der Deckungsmassen zu beraten. Das PfandBG stellt klar, dass der Sachwalter und der Insolvenzverwalter der Pfandbriefbank gleichgeordnete Partner sind. Der Insolvenzverwalter der Pfandbriefbank kann Handlungen des

Sachwalter führt das Pfandbriefgeschäft des insolvenzfrees Vermögens fort

Sachwalter kann Beirat ins Leben rufen

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.

INSOLVENZVORRECHT DER PFANDBRIEGLÄUBIGER



Quelle: vdp, DZ BANK

Der Sachwalter erledigt die Rechtsgeschäfte, die für die Abwicklung der Deckungsmasse notwendig sind. Eine mehr technische Frage betrifft die operationellen Risiken in der 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 nach unserer Einschätzung auf die operationellen Risiken ab und versuchen, die Verwaltung der Deckungsmassen in der Insolvenz der Pfandbriefbank möglichst effizient zu gestalten.

Operationelle Risiken

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.

Bestellung eines Sonderbeauftragten

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

Eigenverwaltung der Deckungsmasse ist ein langwieriges Verfahren

Pfandbriefbank mit beschränkter Geschäftstätigkeit durch den Sachwalter im Rahmen einer Eigenverwaltung weitergeführt werden kann. In diesem Fall kann das Insolvenzgericht auf Antrag der BaFin alternativ zur Insolvenzeröffnung über das Vermögen der Deckungsmasse auch deren Eigenverwaltung anordnen, wenn dies im Interesse der Gläubiger ist. Sollte sich der Gläubigerausschuss gegen die Eigenverwaltung aussprechen, würde das zuständige Gericht darüber 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?

Nein, Pfandbriefgläubiger nehmen grundsätzlich nicht an einem eventuellen Restrukturierungsverfahren des Emittenten teil. Theoretisch denkbare 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).

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

Welche Rolle kommt der Aufsichtsbehörde zu?

Die Zuständigkeit für die gerichtlichen Entscheidungen zur Ernennung und Bestellung des Sachwalters richtet sich nach der Insolvenzordnung. Bei der Einsetzung eines Sachwalters – falls nötig auch bereits vor Insolvenz der Pfandbriefbank – hat die BaFin ein Vorschlagsrecht. Die Bestellung des Sachwalters erfolgt jedoch immer durch das zuständige Gericht, unabhängig davon, ob die Pfandbriefbank bereits insolvent ist oder nicht.

Klare Zuständigkeiten

Gibt es eine spezielle Gläubigerrangfolge?

Die Pfandbriefgläubiger profitieren in der Insolvenz des Emittenten von einem Befriedigungsvorrecht bezüglich der Deckungswerte. Nur die notwendigen Kosten für die Verwaltung des Programms würden den Forderungen der Pfandbriefgläubiger im Rang vorgehen. Untereinander haben die Pfandbriefgläubiger zusammen mit den Forderungen der Derivategegentparteien den gleichen Rang.

Pfandbriefgläubiger haben den gleichen Rang

RANGFOLGE DER FORDERUNGEN GEGEN DIE DECKUNGSMASSE IN DER INSOLVENZ DES EMITTENTEN

Forderungen der
Pfandbriefgläubiger

Forderungen der
Derivategegentparteien

Kosten der Verwaltung der
Deckungsmasse gehen den
Forderungen der Pfandbriefgläubiger
und der Derivategegentparteien vor

Was passiert nach der Abtrennung der Deckungsmasse und welche rechtlichen Restrisiken bestehen?

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 zur Befriedigung von Forderungen anderer Insolvenzgläubiger der Bank verwendet werden. Der Sachwalter darf außerdem Brückenkredite aufnehmen oder Deckungswerte veräußern, um den Zahlungsverpflichtungen aus den Pfandbriefen nachkommen zu können.

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

- » Moody's sieht es als unwahrscheinlich an, dass nach Eröffnung einer Insolvenz des Emittenten ein Zahlungsmoratorium für die Pfandbriefe verhängt wird. Laut Moody's könnten operationelle Risiken entstehen, wenn vor Abtrennung der Deckungsmasse die Pfandbriefbank unter ein Zahlungsmoratorium gestellt wird. Für den Fall, dass über die Deckungsmasse nach Eröffnung des Insolvenzverfahrens gegen den Emittenten ebenfalls ein Insolvenzverfahren eröffnet wird, schließt die Agentur einen Zahlungsstopp für die Pfandbriefe nicht aus.
- » 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 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. Vermögenswerte in der Deckungsmasse, die nicht die Anforderungen des PfandBG erfüllen, stehen den Pfandbriefgläubigern nicht vorrangig zur Verfügung. Darunter fallen zum Beispiel die Darlehensteile, die über der Beleihungswertgrenze von 60 Prozent liegen. Diese Forderungen stehen der Insolvenzmasse zu.
- » Kunden der Pfandbriefbank, die sowohl Einlagen bei der Bank als auch einen Kredit bei ihr aufgenommen haben, könnten während der Insolvenz des Emittenten versuchen, gegenläufige Forderungen miteinander aufzurechnen. Diesem Aufrechnungsrisiko aus Sicht der Pfandbriefgläubiger schiebt das PfandBG einen Riegel vor, falls die Forderungen der Pfandbriefbank in der Deckungsmasse gegen zum Beispiel (fällige) Einlagen in der insolventen Bank verrechnet werden sollen. Fällige Forderungen und Verbindlichkeiten gegen die Deckungsmasse können jedoch aufgerechnet werden.
- » 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 in der Insolvenz der Pfandbriefbank der Sachwalter der Deckungsmasse nicht unmittelbar Zugriff auf alle Zahlungseingänge zugunsten der Deckungsmasse

Übertragung der Deckungsmasse zusammen mit Pfandbriefen an dritte Pfandbriefbanken

Weitere Fragen im Zusammenhang mit der Insolvenz der Pfandbriefbank

Zahlungsmoratorium

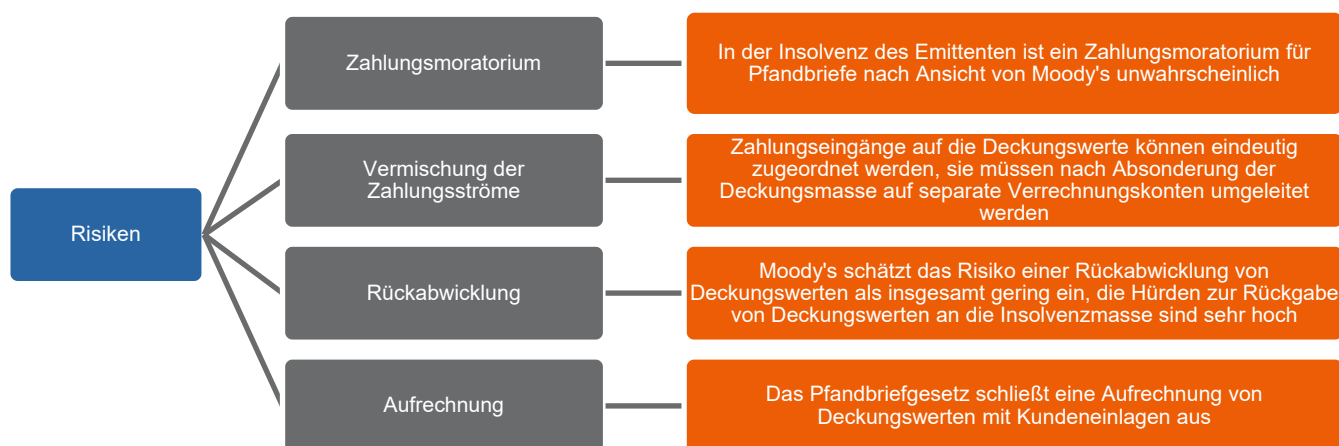
Rücktransfer von Deckungswerten

Aufrechnungsrisiken

Vermischung der Zahlungsströme

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.

ZUSAMMENFASSUNG DER RECHTLICHEN RESTRIKTIKEN FÜR DEUTSCHE PFANDBRIEFE UND DEREN BEGRENZUNG



Quelle: Moody's, DZ BANK

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

Bleibt die Reihenfolge der Rückzahlung der Pfandbriefe in der Emittenteninsolvenz bestehen?

Die Pfandbriefe werden in der Insolvenz des Emittenten nicht automatisch fällig gestellt, sondern in der ursprünglichen Reihenfolge entsprechend ihrer Fälligkeit getilgt. Der Sachwalter darf unter bestimmten Voraussetzungen die Laufzeit eines Pfandbriefs um bis zu zwölf Monaten verlängern. Die ursprüngliche Tilgungsreihenfolge der Pfandbriefe muss allerdings beibehalten werden. Das heißt, unserer Meinung nach dürfen die nachfolgenden Pfandbriefe erst zurückgezahlt werden, wenn der Pfandbrief, dessen Laufzeit verlängert wurde, getilgt wurde (siehe nachstehende Abbildung). Theoretisch könnte deshalb die Verlängerung eines Pfandbriefs eine Kaskade von Laufzeitverlängerungen auslösen.

Grundsätzlich besteht bei deutschen Pfandbriefen das Problem der zeitlichen Nachrangigkeit (Subordination), weil – wie bei Covered Bonds üblich – die gedeckten Bankanleihen mit Insolvenz des Emittenten nicht automatisch fällig gestellt werden, sondern in ihrer ursprünglichen Reihenfolge getilgt werden. Später fällige gedeckte Anleihen tragen daher das Risiko, dass sich die Kreditqualität oder die Liquidität der Deckungsmasse mit der Zeit verschlechtert. Das PfandBG begrenzt dieses Risiko, indem die Deckungsmasse für insolvent erklärt werden kann, wenn sie zum Beispiel überschuldet oder illiquide ist. In dieser Situation würden alle

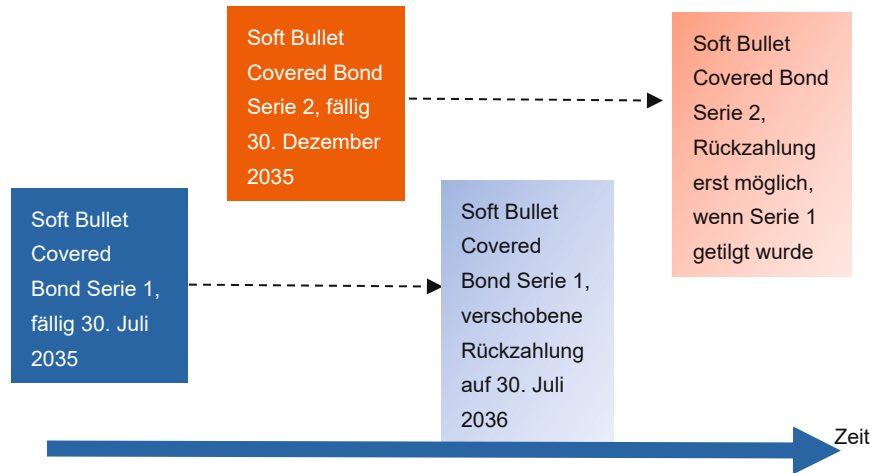
Schutz vor rechtlichen Restrisiken

Überholverbot bei Rückzahlung der Pfandbriefe

Wie bei Covered Bonds üblich besteht eine zeitliche Subordination

Forderungen gegen die Deckungsmasse fällig gestellt und der Verwertungserlös aus den Deckungswerten an die Gläubiger (nach Abzug vorrangiger Kosten) zu gleichen Teilen ausgekehrt.

MÖGLICHE FÄLLIGKEITSVERSCHIEBUNGEN DÜRFEN DIE URSPRÜNGLICHE TILGUNGSREIHENFOLGE DER AUSSTEHENDEN COVERED BONDS NICHT VERÄNDERN



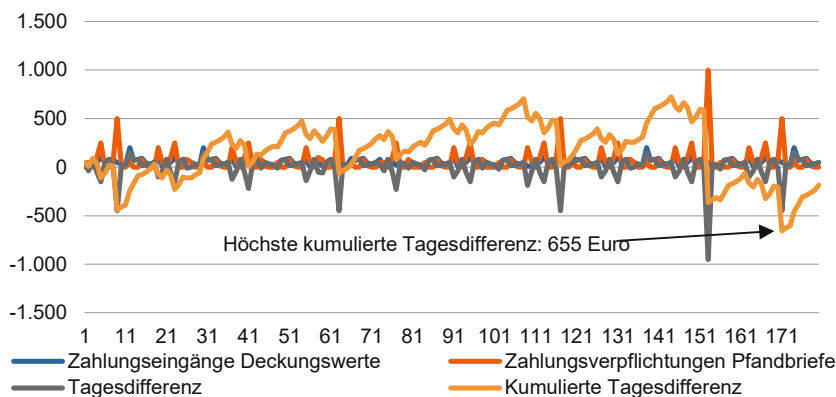
Quelle: DZ BANK

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

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.

Zahlungen auf Pfandbriefe für die nächsten 180 Tage müssen sichergestellt werden

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



Quelle: DZ BANK

Die größte kumulierte Tagesdifferenz (die mit dem Pfeil in der Grafik 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. Die Regelung zur Absicherung der Liquidität der ersten 180 Tage verschafft dem Sachwalter etwas Spielraum direkt nach Insolvenzeröffnung der Pfandbriefbank. Bei der Abwicklung der Deckungsmassen können im späteren Verlauf dennoch 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 aufschieben, 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 sie 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 (siehe obige Grafik).
- » Die Pfandbriefe werden auch während der Laufzeitverlängerung verzinst. Wenn in den Anleihebedingungen nichts zur Verzinsung während der Verlängerungsphase gesagt wird, dann gelten die bisherigen Regelungen zu den Kuponzahlungen fort. Emittenten können jedoch abweichende Regelungen für eine eventuelle Verlängerungsphase in den Anleihebedingungen treffen.

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 Tagen über eine Liquiditätsreserve innerhalb der Deckungsmasse zusätzlich zum Soft Bullet erfolgt.

Neben der Liquiditätsreserve und der Laufzeitverlängerung für Pfandbriefe verfügt der Sachwalter über weitere Instrumente, um die Liquidität der Deckungsmasse zu steuern. Dazu gehören unserer Meinung nach die Aufnahme von Überbrückungskrediten, der Verkauf von Deckungswerten und die Übertragung von Deckungswerten zusammen mit Pfandbriefen auf eine andere Pfandbriefbank. Idealerweise könnte der Sachwalter die gesamte Deckungsmasse mit allen dazu gehörigen

Laufzeitverlängerungen bei Pfandbriefen helfen bei Liquiditätslücken

Sicher ist sicher: Einfluss des Soft Bullets auf die Liquiditätsreserve

Weitere Instrumente zur Steuerung der Liquidität der Deckungsmasse

Pfandbriefen auf eine andere solvente Pfandbriefbank übertragen, die dann die Verwaltung der Deckungswerte übernimmt und für die Rückzahlung der Pfandbriefe verantwortlich wäre.

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	Hypothekendarlehen, Öffentliche Pfandbriefe, Schiffspfandbriefe, Flugzeugpfandbriefe	Hypotheken Covered Bonds, Öffentliche Covered Bonds, Schiffs Covered Bonds
Emittent	Banken mit Pfandbrieflizenz	Kreditinstitute im Sinne von Artikel 4 (1) Nr. 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	✓ (Treuhand)	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, Schiffsforderungen oder Flugzeugfinanzierungen	Je nach Covered Bond Typ: Hypothekendarlehen, Forderungen gegen öffentliche Stellen oder Schiffsforderungen (definiert in Artikel 129 CRR)
Weitere erlaubte Deckungswerte	Für alle Pfandbriefgattungen: Derivate, Forderungen gegenüber EZB, Zentralbanken und anderen geeigneten Finanzinstituten (bis zu 15 Prozent); 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	Hypothekendarlehen: EWR, Australien, Japan, Kanada, Neuseeland, Schweiz, Singapur, USA, Öffentliche Pfandbriefe: EWR, Schweiz, USA, Kanada, Japan Schiffspfandbriefe/ Flugzeugpfandbriefe: weltweit	Artikel 6 und 7 CBR: Grundsätzlich EWR Mitgliedsländer, Deckungswerte außerhalb des EWR sind zulässig, wenn sie den Anforderungen des Artikels 6 CBR entsprechen.
Beleihungsgrenzen (LTV-Limit)	Eigenheimfinanzierungen: 60 Prozent, Gewerbeimmobilienfinanzierungen: 60 Prozent, Schiffsforderungen: 60 Prozent, Flugzeugfinanzierungen: 60 Prozent	Hypothekendarlehen: 80 Prozent, Gewerbliche Immobilienfinanzierungen: 60 Prozent (in Ausnahmefällen: 70 Prozent), Schiffsforderungen: 60 Prozent
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) sowie 2 Prozent (Nennwert) für Öffentliche Pfandbriefe und Hypothekendarlehen 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
Vom Bail-in ausgenommen?*	✓	✓

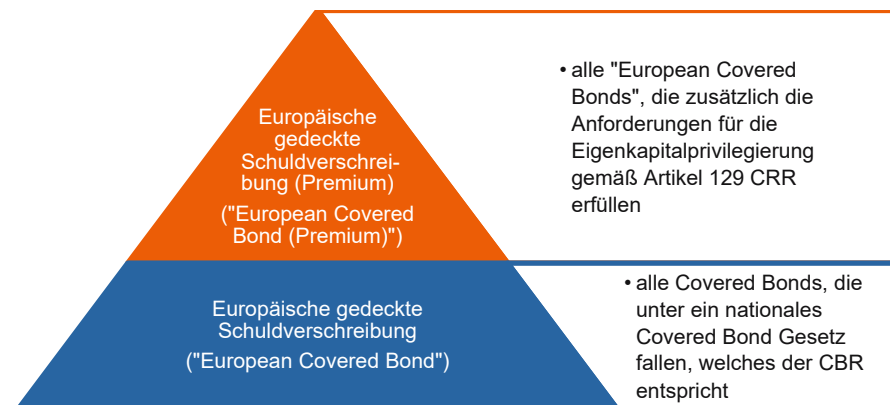
Quelle: European Covered Bond Council (ECBC), DZ BANK, ✓ = ja, ✗ = nein, CBR = Europäische Covered Bond Richtlinie, CRR = Europäische Eigenkapitalverordnung für Banken, EZB = Europäische Zentralbank, EWR = Europäischer Wirtschaftsraum
* unbesicherte Forderungen der Covered Bond Gläubiger können eventuell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

AUFSICHTSRECHTLICHE BEHANDLUNG IM EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTSRAUM

Gedekte 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 das nationale Covered Bond Gesetz eines EWR-Mitgliedslands fallen, welches den Vorgaben der CBR entspricht. Daneben gibt es die strengeren Voraussetzungen für den Status als Europäische gedeckte Schuldverschreibung (Premium) („European Covered Bond (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.

„European Covered Bonds“ und „European Covered Bonds (Premium)“

DEFINITION DES EUROPÄISCHEN GÜTESIEGELS FÜR COVERED BONDS

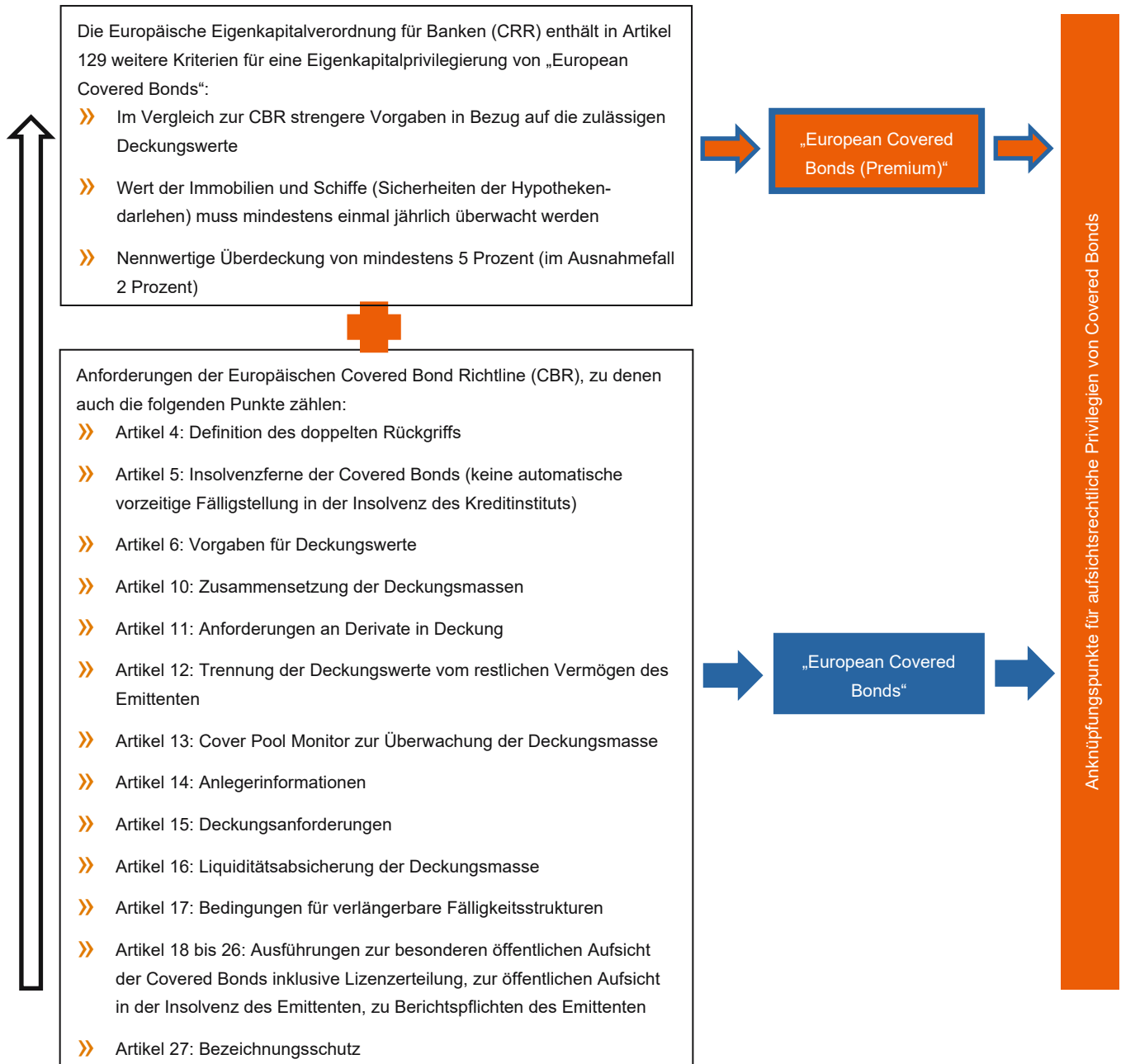


Quelle: Europäische Covered Bond Richtlinie (CBR), CRR = Europäische Eigenkapitalverordnung für Banken, Darstellung DZ BANK

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 Hypothekendarlehen, Öffentliche Pfandbriefe und Schiffspfandbriefe darüber hinaus auch den strengeren Premium-Standards genügen. Diese Klarstellung ist nicht unwichtig. Für gedeckte Bankanleihen aus dem Europäischen Wirtschaftsraum (EWR), 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.

Bestandsschutzregeln für Alt-Anleihen

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



Quelle: DZ BANK

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

Aufsichtsrechtliche Privilegien tragen zur Attraktivität von Covered Bonds für Investoren bei. Eine sehr wichtige Eigenschaft von Covered Bonds ist wie bereits weiter oben 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 an einem Bail-in teilnehmen können, der nicht besichert ist. Da aber per Definition Covered Bonds immer vollständig besichert – und im Falle der Pfandbriefe sogar übersichert – sein müssen, sehen wir diese Gefahr für

Covered Bonds nehmen nicht an einem eventuellen Bail-in teil

Pfandbriefgläubiger als sehr gering an. Dieser Fall würde voraussetzen, dass die gesetzlichen Deckungsanforderungen nicht erfüllt werden.

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.

Banken sind größte Investorengruppe, wohl auch wegen der aufsichtsrechtlichen Privilegien

PRIVILEGIEN FÜR COVERED BONDS: EIN ÜBERBLICK NACH INVESTORENGRUPPEN



Quelle: DZ BANK, * Seit Juli 2023 werden keine Anleihen für das CBPP3-Portfolio mehr gekauft. Die Covered Bond Reinvestitionen unter PEPP spielen nur eine untergeordnete Rolle.

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

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 Hypothekendarfbriefe, Öffentliche Pfandbriefe und Schiffspfandbriefe die nach dem 7. Juli 2022 begeben wurden 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 und sind daher auch keine Europäische gedeckte Schuldverschreibung (Premium).

Privilegiertes Risikogewicht, außer für Flugzeugpfandbriefe

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

Rating beeinflusst ebenfalls das Risikogewicht

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

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

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.

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 tragen) die Möglichkeit, die aus ihrer Sicht sachgerechte HQLA-Einstufung je Anleihe einzutragen.

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 Hypothekenspfandbriefe, die (teilweise) mit Gewerbeimmobilienfinanzierungen besichert sind, unter diese Rating-Schwelle fallen, ist eine Einstufung in die HQLA-Kategorie 2B nicht möglich. Finanzierungen für Flugzeuge, Gewerbeimmobilien oder Schiffe werden für die HQLA-Kategorie 2B ausgeschlossen.

Grundlegende Voraussetzungen für die LCR-Fähigkeit

Eigenschaften der Anleihe haben Einfluss auf die LCR-Fähigkeit

LCR-Fähigkeit ist auch abhängig vom Anleiherating

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)

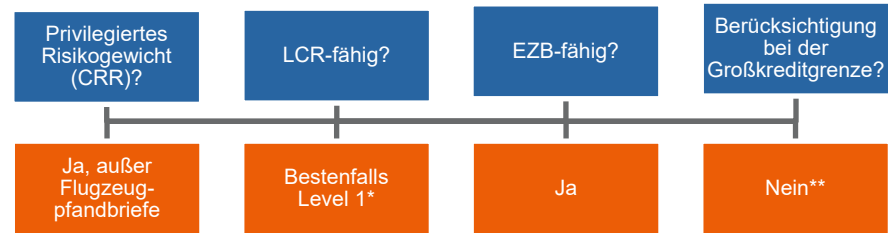
Quelle: LCR-Verordnung, Darstellung DZ BANK, CBR = Europäische Covered Bond Richtlinie, HQLA = High-Quality Liquid Assets (qualitativ hochwertige Vermögenswerte), LCR = Liquidity Coverage Ratio (

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

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 des Ratings oder der Laufzeit 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 Hypothekendarlehenpfandbriefe, Öffentliche Pfandbriefe und Schiffspfandbriefe.

Gesetzesbasierte Covered Bonds sind EZB-fähig

ZUSAMMENFASSUNG DER VORTEILE FÜR BANKEN DURCH DIE AUFSICHTSRECHTLICHE PRIVILEGIERUNG VON PFANDBRIEFEN



Quelle: DZ BANK Research; * Pfandbriefe, die mit Flugzeug-, Gewerbeimmobilien- oder Schiffsforderungen 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

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

In der CRR werden Grenzen für die Höhe von Exposure gegenüber einzelnen Schuldern 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 Verband deutscher Pfandbriefbanken besteht dieses Wahlrecht noch längstens bis zum 31. Dezember 2028.

Keine Berücksichtigung bei der Großkreditgrenze bis 2028

Europäische Zentralbank: Qualifikationskriterien für das dritte Covered Bond Kaufprogramm?

Bekanntlich kaufte die Europäische Zentralbank im Rahmen ihres dritten Covered Bond Kaufprogramms (CBPP3) gedeckte Bankschuldverschreibungen in großem Umfang. Der CBPP3-Bestand erreichte im Januar 2023 mit 304,1 Mrd. Euro sein Maximum. Für CBPP3 qualifizierten 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, mussten die Covered Bonds auch endfällig sein (Hard Bullet oder Soft Bullet). Gedeckte Anleihen mit einem Conditional Pass-Through (CPT) Mechanismus waren nur zu Beginn CBPP3-fähig.

Endfällige Own-Use Covered Bonds waren CBPP3-fähig

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

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-Richtlinie 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.

Höhere Obergrenzen für Geldanlagen in Covered Bonds

ARTIKEL 52 OGAW-RICHTLINIE (AUSZÜGE)

- (1) Ein OGAW legt höchstens a) 5 Prozent seines Sondervermögens in Wertpapieren oder Geldmarktinstrumenten ein und desselben Emittenten und ...
- (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 Richtlinie (EU) 2019/2162 des Europäischen Parlaments und des Rates für gedeckte Schuldverschreibungen entsprechen.

Quelle: OGAW-Richtlinie

Versicherungen: Gibt es regulatorische Privilegien für Covered Bonds 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“) haben,

Regulatorische Privilegien unter Solvency II

solange sie mindestens Aa3/ AA- oder besser geratet sind, regulatorische Vorteile (Solvency II knüpft an den Artikel 52 der OGAW-Richtlinie an). 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 BLEIBEN IM BETREUUNGSRECHT PRIVILEGIERT

Zum 1. Januar 2023 ist die Verordnung über die Anforderungen an Sicherheiten und die Anlage bestimmter Vermögen (Sicherheitenverordnung, SiV) in Kraft getreten. Die SiV steht in Verbindung zum neuen Betreuungsrecht in Deutschland. Unter Einhaltung der gesetzlichen Voraussetzungen kann ein Betreuender demnach Geld eines Betreuten in Pfandbriefe anlegen, wenn diese unter das Pfandbriefgesetz fallen. Darüber hinaus eignen sich für diese Geldanlage auch alle „European Covered Bonds“, also gedeckte Bankanleihen, die die Anforderungen der Europäischen Covered Bond Richtlinie erfüllen. Vor 2023 regelte das Bürgerliche Gesetzbuch (BGB), dass unter anderem Pfandbriefe mündelsichere Geldanlagen waren. Dieser Status ist ihnen auch im Rahmen des neuen Betreuungsrechts erhalten geblieben, wobei dieser Status – und das ist nach unserem Kenntnisstand neu – auch auf „European Covered Bonds“ aus dem europäischen Ausland ausgedehnt wurde.

Quelle: DZ BANK

UNSERE EINSCHÄTZUNG

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 Hypothekendarlehenbankgesetzes fort, auch wenn die Frequenz der Novellierungen und die Regelungsdichte des Pfandbriefgesetzes im Vergleich zu den Zeiten des Hypothekendarlehenbankgesetzes aus dem Jahr 1899 zugenommen haben. 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.

Anpassungsfähigkeit des deutschen Pfandbriefs ist eine Stärke

Durch die 2022 in Kraft getretenen Änderungen im deutschen Pfandbriefrecht wird der Status der Hypothekendarlehenpfandbriefe, 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.

PfandBG mit Vorbildfunktion

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 wiederum die Rentenbriefe bedienten. Die Rentenbriefe unterschieden sich wesentlich von den Güterpfandbriefen, weil sie nicht eine Zwangsmitgliedschaft aller Bauern einer bestimmten Region, die solidarisch füreinander hafteten, vorsahen. Vielmehr konnten sich die Bauern freiwillig für die Vereinbarung mit der Rentenbank entscheiden und hafteten nur für ihre eigenen Schulden gegenüber der Rentenbank, die wiederum den Anleihegläubigern gegenüber haftete. Diese grundlegende Neuerung wurde auch bei den parallel dazu entstandenen Hypothekenbanken verwendet, welche sich nach und nach auch bei den Landschaften durchgesetzt hat.
Pfandbriefe von Hypothekenbanken nach Hypothekenbankgesetz (HBG)	Mitte des 19. Jahrhunderts entwickelten sich Hypothekenbanken als Aktiengesellschaften, die Pfandbriefe ausgeben durften. Das Aktivgeschäft der Hypothekenbanken war in der Regel stark beschränkt und konzentrierte sich auf Immobilienfinanzierungen. Es gab auch gemischte Hypothekenbanken, die ein breiteres Spektrum an Geschäftsaktivitäten aufwiesen. Die ausgegebenen Pfandbriefe mussten immer im ausreichenden Maße durch Hypothekenkredite gedeckt sein. Zur Vereinheitlichung der Rechtsgrundlagen für Pfandbriefe im Deutschen Reich wurde 1899 das Hypothekenbankgesetz erlassen, welches zum 1. Januar 1900 in Kraft trat. Das HBG wurde erst am 19. Juli 2005 vom Pfandbriefgesetz abgelöst. Die Wortmarke „Pfandbrief“ wurde 1930 gesetzlich geschützt. Im Jahr 1940 wurden Regelungen zur Mündelsicherheit von Pfandbriefen erlassen.
Kommunalobligationen, Kommunalschuldverschreibungen beziehungsweise Pfandbriefe nach dem Gesetz über die Pfandbriefe und verwandten Schuldverschreibungen öffentlich-rechtlicher Kreditinstitute (ÖPG)	Kommunalobligationen wurden seit Ende des 19. Jahrhunderts von Hypothekenbanken ausgegeben. Mit diesen wurden Kredite an die öffentliche Hand refinanziert. Damit erschlossen sich die Spezialkreditinstitute ein neues Geschäftsfeld. Daneben gab es Emittenten von Kommunalobligationen, die im Vergleich zu gesetzlich geregelten Hypothekenbanken ein wesentlich breiteres Spektrum an Kreditgeschäften betreiben konnten (unter anderem auch Industriekredite). Diese Banken gaben auch Pfandbriefe aus, über die in den 1920er Jahren unter der Überschrift „Pfandbrief ohne Pfand“ diskutiert wurde. Letztlich führte diese Diskussion zum Gesetz über die Pfandbriefe und verwandten Schuldverschreibungen öffentlich-rechtlicher Kreditanstalten (ÖPG) vom 21. Dezember 1927, welches am 19. Juli 2005 vom Pfandbriefgesetz abgelöst wurde. Wichtige Regelungen im ÖPG orientierten sich am HBG. Das ÖPG sah die Deckungskongruenz von Darlehen und den ausgegebenen gedeckten Schuldverschreibungen, der Führung eines Deckungsregisters sowie ein Befriedigungsvorrecht der Anleihegläubiger im Konkursfall des Emittenten vor.
Pfandbriefe nach Schiffsbankgesetz (SchBG)	Am 14. August 1933 wurde das Schiffsbankgesetz erlassen, welches die Ausgabe von mit Schiffshypotheken besicherten Pfandbriefen regelte und am 19. Juli 2005 vom Pfandbriefgesetz abgelöst wurde.
Liquidations-Gold-Pfandbrief (Liquidationspfandbrief)	Nach der Überwindung der Hyperinflation in Deutschland 1923 wurden Hypotheken und Anleiheforderungen gesetzlich aufgewertet, um den sehr hohen Verlust der Gläubiger aufgrund der Geldentwertung 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

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.
Hypothekenzpfandbrief	Hypothekenzpfandbriefe sind mit grundpfandrechtl. gesicherten Forderungen gedeckt, die den Anforderungen des Pfandbriefgesetzes genügen. Sie stellen den ältesten Pfandbrieftyp dar.
Öffentlicher Pfandbrief	Das Pfandbriefgesetz definiert die Schuldner (Gebietskörperschaften und öffentliche Institutionen), deren Verbindlichkeiten in der Deckungsmasse für Öffentliche Pfandbriefe verwendet werden dürfen. Der Begriff „Öffentlicher Pfandbrief“ wurde erst Anfang der 1990er Jahre geprägt und sollte eine klare Abgrenzung zum Hypothekenzpfandbrief 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

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 Hypothekendarlehen) 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 wiederum 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 Jumbolinos bezeichnet. Markt nimmt auf Euro lautende Benchmark-Pfandbriefe (oder Benchmark-Covered-Bonds) in seinen iBoxx € Covered Index auf, wenn sie eine Mindestlaufzeit von mehr als einem Jahr und ein Investmentgrade-Rating verfügen.
Jumbo-Pfandbrief	Jumbo-Pfandbriefe haben ein Mindestvolumen von 1 Mrd. Euro und werden öffentlich platziert. Die an der Platzierung beteiligten Syndikatsbanken verpflichten sich auch später nach Emission, auf Anfrage Geld- und Briefkurse zu quotieren. Wie Benchmark-Pfandbriefe qualifizieren sich auch Jumbo-Pfandbriefe für zum Beispiel den iBoxx € Covered Index, wenn sie auch die entsprechenden Kriterien für die verbleibende Mindestlaufzeit und -rating erfüllen.
Sub-Benchmark-Pfandbrief	Sub-Benchmark-Pfandbriefe haben ein Emissionsvolumen von weniger als 500 Mio. Euro aber mindestens 250 Mio. Euro. Diese Schwelle ist im Rahmen der Vorschriften für die Mindestliquiditätsquote von Banken wichtig, weil sich Covered Bonds mit einem Emissionsvolumen von mindestens 250 Mio. Euro unter bestimmten Voraussetzungen wie Rating als Level 2A Aktiva qualifizieren.
Fremdwährungspfandbrief	Typischerweise lauten Pfandbriefe auf Euro, die in Deutschland geltende Währung. Sie können jedoch auch auf andere Währungen lauten. Pfandbriefe, die nicht auf Euro denominated sind, werden auch – aus deutscher Sicht – Fremdwährungspfandbriefe genannt.
Zerokupon-Pfandbrief	Für die Überlassung von Geld werden Zinsen gezahlt, die bei Anleihen wie Pfandbriefen die Form eines Kupons (mit fester oder variabler Verzinsung) annehmen. Falls ein Pfandbrief einen Kupon von 0 Prozent (beziehungsweise Zerokupon) aufweist, besteht der Zugewinn für den Investor für das für die Laufzeit des Pfandbriefs überlassene Geld in der Differenz zwischen Ausgabekurs zum Kauf- oder Emissionszeitpunkt und dem Rückzahlungsbetrag bei Fälligkeit des Pfandbriefs. Aufgrund des seit 2019 allgemein sehr niedrigen Zinsniveaus können Situationen entstehen, bei denen die Pfandbriefe mit einem Agio ausgegeben werden (über par) und zu par getilgt werden, obwohl es während der Laufzeit der Anleihe keine Kuponzahlungen gibt. In diesen Fällen ist die (Emissions-) Rendite des Pfandbriefs negativ. Der Vorteil für den Investor besteht lediglich darin, dass andere ähnlich sichere Anlageformen zu höheren Verlusten führen.

Quelle: Verband deutscher Pfandbriefbanken, DZ BANK

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

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

Pfandbriefe mit gesellschaftlichem Einfluss

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 Hypothekpfandbriefe, deren Emissionserlöse vor allem in die Finanzierung besonders energieeffizienter Gebäude fließen. Auch die Grünen Pfandbriefe beziehen sich wie nachhaltige Pfandbriefe auf dieselbe Deckungsmasse wie alle anderen Anleihen der gleichen Gattung.
Nachhaltige Pfandbrief	Die Emissionserlöse von nachhaltigen 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.
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

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	DE000A161ZL4	27.10.2023	Soft Bullet	0,625%	500	20	1	✖
DZ HYP	DE000A2TSD55	29.01.2024	Soft Bullet	0,010%	750	-15	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	-1	1	✖
DZ HYP	DE000A3MQU94	31.07.2024	Soft Bullet	3,880%	250	-19	2A	✓
DZ HYP	DE000A12UGG2	18.09.2024	Soft Bullet	1,125%	750	-5	1	✖
DZ HYP	DE000A2AAW12	06.12.2024	Soft Bullet	0,050%	500	-3	1	✖
DZ HYP	DE000A14J5C9	26.02.2025	Soft Bullet	0,625%	250	19	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	-1	1	✖
DZ HYP	DE000A2G9HE4	13.11.2025	Soft Bullet	0,500%	1.000	0	1	✖
DZ HYP	DE000A3MQUY1	16.01.2026	Soft Bullet	3,000%	500	-5	1	✓
DZ HYP	DE000A161ZQ3	02.02.2026	Soft Bullet	0,750%	875	4	1	✖
DZ HYP	DE000A14KKM9	31.03.2026	Soft Bullet	0,375%	500	3	1	✖
DZ HYP	DE000A2BPJ78	16.06.2026	Soft Bullet	0,500%	500	6	1	✖
DZ HYP	DE000A2AAX45	31.08.2026	Soft Bullet	0,100%	500	5	1	✖
DZ HYP	DE000A2AAW53	30.09.2026	Soft Bullet	0,500%	500	2	1	✖
DZ HYP	DE000A3E5UY4	26.10.2026	Soft Bullet	0,010%	1.000	5	1	✖
DZ HYP	DE000A2TSDW4	15.01.2027	Soft Bullet	0,010%	1.000	7	1	✖
DZ HYP	DE000A14J5J4	01.04.2027	Soft Bullet	0,500%	750	6	1	✖
DZ HYP	DE000A2G9HD6	30.06.2027	Soft Bullet	0,750%	500	7	1	✖
DZ HYP	DE000A2BPJ86	30.08.2027	Soft Bullet	0,625%	750	7	1	✖
DZ HYP	DE000A3MQU11	29.10.2027	Soft Bullet	3,000%	500	6	1	✖
DZ HYP	DE000A2TSDY0	12.11.2027	Soft Bullet	0,010%	500	8	1	✖
DZ HYP	DE000A351XK8	31.01.2028	Soft Bullet	3,375%	500	8	1	✓
DZ HYP	DE000A2GSP56	22.03.2028	Soft Bullet	0,875%	750	8	1	✖
DZ HYP	DE000A289PA7	23.06.2028	Soft Bullet	0,010%	1.000	9	1	✖
DZ HYP	DE000A289PH2	27.10.2028	Soft Bullet	0,010%	1.000	10	1	✖
DZ HYP	DE000A2G9HL9	30.01.2029	Soft Bullet	0,875%	750	11	1	✖
DZ HYP	DE000A3H2TQ6	20.04.2029	Soft Bullet	0,010%	1.000	9	1	✖
DZ HYP	DE000A2TSDV6	29.06.2029	Soft Bullet	0,050%	750	11	1	✖
DZ HYP	DE000A3MP619	21.11.2029	Soft Bullet	0,750%	1.000	12	1	✓
DZ HYP	DE000A13SR38	18.01.2030	Soft Bullet	0,875%	750	11	1	✖
DZ HYP	DE000A3H2TK9	29.03.2030	Soft Bullet	0,010%	1.000	12	1	✖
DZ HYP	DE000A3E5UU2	15.11.2030	Soft Bullet	0,010%	750	13	1	✖
DZ HYP	DE000A3MP684	30.05.2031	Soft Bullet	1,625%	750	14	1	✖
DZ HYP	DE000A3MQUX3	28.11.2031	Soft Bullet	2,500%	850	16	1	✖
DZ HYP	DE000A3MQUZ8	30.11.2032	Soft Bullet	3,000%	500	17	1	✓
DZ HYP	DE000A3MQU45	31.05.2033	Soft Bullet	3,250%	600	18	1	✖
DZ HYP	DE000A2NB841	17.04.2034	Soft Bullet	0,875%	500	19	1	✖
DZ HYP	DE000A2TSDZ7	10.11.2034	Soft Bullet	0,375%	500	20	1	✖
DZ HYP	DE000A2BPJ60	23.03.2037	Soft Bullet	1,375%	250	28	2A	✖

Quelle: Bloomberg, DZ BANK, ASW = Asset Swaps spread, * Soft Bullet = endfällige Anleihe mit Fälligkeitsverschiebung, CPT = Conditional Pass Through, ESG = Covered Bond besichert durch nachhaltige (grüne oder soziale) Deckungswerte, LCR = Mindestliquiditätsquote (Liquidity Coverage Ratio), ✓ = ja, ✖ = nein, Spread-Angaben mit Stand 02.10.2023, 14:30 Uhr

I. Impressum

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

Herausgeber:

DZ HYP AG

Standort Hamburg

Rosenstraße 2, 20095 Hamburg

Tel. +49 40 3334-0

Standort Münster

Sentmaringer Weg 1, 48151 Münster

Tel. +49 251 4905-0

Homepage: www.dzhyp.de

E-Mail: info@dzhyp.de

Vertreten durch den Vorstand:

Sabine Barthauer (Vorsitzende), Jörg Hermes, Stefan Schrader

Aufsichtsratsvorsitzender: Uwe Fröhlich

Sitz der Gesellschaft:

Eingetragen als Aktiengesellschaft in Hamburg, Handelsregister HRB 5604 und Münster Handelsregister HRB 17424

Aufsicht:

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

Umsatzsteuer Ident. Nr.: DE 811141281

Sicherungseinrichtungen:

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

www.bvr-institutssicherung.de

www.bvr.de/SE

Verantwortlich für den Inhalt:

Anke Wolff, Bereichsleiterin Kommunikation,

Marketing & Veranstaltungen

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



II. Pflichtangaben für Sonstige Research-Informationen und weiterführende Hinweise

1. Verantwortliches Unternehmen

- 1.1 Diese Sonstige Research-Information wurde von der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main (DZ BANK) als Wertpapierdienstleistungsunternehmen erstellt.
Sonstige Research-Informationen sind unabhängige Kundeninformationen, die keine Anlageempfehlungen für bestimmte Emittenten oder bestimmte Finanzinstrumente enthalten. Sie berücksichtigen keine persönlichen Anlagekriterien.
- 1.2 Die Pflichtangaben für Research-Publikationen (Finanzanalysen und Sonstige Research-Informationen) sowie weitere Hinweise, insbesondere zur Conflicts of Interest Policy des DZ BANK Research sowie zu Methoden und Verfahren können kostenfrei eingesehen und abgerufen werden unter: www.dzbank.de/Pflichtangaben.

2. Zuständige Aufsichtsbehörden

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

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

3. Unabhängigkeit der Analysten

- 3.1 Research-Publikationen (Finanzanalysen und Sonstige Research-Informationen) der DZ BANK werden von ihren angestellten oder von ihr im Einzelfall beauftragten sachkundigen Analysten unabhängig und auf der Basis der verbindlichen Conflicts of Interest Policy erstellt.
- 3.2 Jeder Analyst, der in die Erstellung dieser Research-Publikation inhaltlich eingebunden ist, bestätigt, dass
- diese Research-Publikation seine unabhängige fachliche Bewertung des analysierten Objektes unter Beachtung der Conflicts of Interest Policy der DZ BANK wiedergibt sowie
 - seine Vergütung weder vollständig, noch teilweise, weder direkt, noch indirekt von einer in dieser Research-Publikation vertretenen Meinung abhängt.

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

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

4.1 Aussagen über isolierte Aspekte einer Investitionsentscheidung

Die isolierte Bewertung einzelner Aspekte, die einer Anlageempfehlung zu einem Finanzinstrument und / oder zu einem Emittenten vorgelagert sind, insbesondere nach den von der DZ BANK definierten Nachhaltigkeitskriterien, nach ihrem definierten Value-Ansatz, ihrer definierten Asset 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 Anleiherträge vor Abzug von Steuern, Vergütungen, Gebühren und sonstigen Kosten für den Erwerb. Die nicht ermittelte, gegebenenfalls deutlich geringere, Netto-Rendite eines konkreten Engagements misst dagegen den Erfolg eines Engagements unter Berücksichtigung / Abzug dieser Werte und Aufwendungen.

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

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

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

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

4.6 Derivate

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

4.7 Rohstoffe

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

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

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

4.8 Credit Trend Emittenten

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

5. Aktualisierungen und Geltungszeiträume für Sonstige Research Informationen

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

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

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

5.3 Die Geltungszeiträume für Sonstige Research-Informationen sind bei:

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

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

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

6. Vermeidung und Management von Interessenkonflikten

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

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

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

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

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

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

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

7. Adressaten, Informationsquellen und Nutzung

7.1 Adressaten

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

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

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

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

7.2 Wesentliche Informationsquellen

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

Wesentliche Informationsquellen für Research-Publikationen sind:

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

7.3 Keine individuelle Investitionsempfehlung

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

8. Zusammenfassungen von Methoden und Verfahren

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

III. Rechtliche Hinweise

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

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

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

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

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

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

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

Die Weitergabe von Sonstigen Research Informationen in der Republik Singapur ist in jedem Falle der DZ BANK AG, Niederlassung Singapur vorbehalten. Dieses Dokument darf in allen zuvor genannten Ländern nur in Einklang mit dem jeweils dort geltenden Recht verteilt werden, und Personen, die in den Besitz dieses Dokuments gelangen, sollen sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Ergänzende Information von Markit Indices Limited

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

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

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

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

Mauerstraße 11
34117 Kassel

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



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