

Eine Fachthemenreihe der DZ HYP | Oktober 2026

DER DEUTSCHE PFANDBRIEFMARKT 2026 | 2027

**Pfandbriefmarkt wächst
auch in turbulenten Zeiten**

dzhyp.de

INHALT

- 2 **Vorwort**
- 4 **Globale Unsicherheiten haben zugenommen**
- 11 **Entwicklungen am Pfandbriefmarkt**
- 25 **Banken bilden das Rückgrat der Nachfrage**
- 31 **Renditen und Risikoaufschläge**
- 35 **Wachstum bei nachhaltigen Pfandbriefen lässt nach**
- 39 **Impressum**
- 44 **Standorte der DZ HYP**

VORWORT

Sehr geehrte Damen und Herren,

der Pfandbriefmarkt blickt auf eine ereignisreiche Zeit zurück. Der Einfluss von EZB-Käufen, die europäische Harmonisierung der Covered Bonds, die Folgen der Corona-Pandemie, das Wachstum des Markts für nachhaltige Pfandbriefe und die Weiterentwicklung des Pfandbriefgesetzes prägten die vergangenen Jahre. Auch Themen wie eine steigende Teuerungsrate, die Zinswende, die Belastungsproben für Immobilienmärkte und deren langfristige Refinanzierung rückten in den Vordergrund. Renditen und Risikoaufschläge bewegen sich im Takt wechselnder Zinserwartungen, während geopolitische und wirtschaftliche Unsicherheiten den Blick in die Zukunft erschweren.

Inmitten dieser Unsicherheiten behauptet der Pfandbrief seine starke Stellung. Er verspricht keine Unabhängigkeit von den Marktentwicklungen, wohl aber Beständigkeit auch in herausfordernden Zeiten. Sein gesetzlicher Rahmen und die daraus folgenden hohen Transparenz- und Qualitätsanforderung an die Deckungswerte schaffen Vertrauen bei Investoren, das sich über unterschiedliche Konjunktur- und Zinsphasen hinweg bewährt hat.

Doch auch ein bewährtes Produkt muss sich immer wieder neu behaupten. Die Nachfrage der Investoren verändert sich mit dem Zinsumfeld, regulatorischen Vorgaben, dem Renditeniveau im Vergleich zu anderen Anlageklassen und der Liquidität des Marktes. Zugleich konkurrieren Emittenten weltweit um die Aufmerksamkeit der Investoren. Die entscheidende Frage lautet daher nicht allein, ob Investoren Pfandbriefe schätzen, sondern zu welchen Konditionen sie bereit sind, in Neuemissionen zu investieren. Der Nachfrage nach Covered Bonds widmen wir daher in der aktuellen Ausgabe unseres Pfandbriefmarktberichts besondere Aufmerksamkeit. Wir zeigen die Entwicklung der Nachfrage seit 2012 auf und untersuchen, wie sich das Investoreninteresse über verschiedene Marktzyklen verändert hat. Der Rückblick über mehr als ein Jahrzehnt eröffnet eine Perspektive, die über die Momentaufnahme hinausgeht: Er zeigt, welche Entwicklungen vorübergehend waren und welche den Markt dauerhaft geprägt haben.

Mit freundlichen Grüßen

DZ HYP

Oktober 2026

- » **Internationale Handelskonflikte, steigende Energiekosten und höhere Staatsausgaben lassen die Renditen an den Anleihemärkten steigen.**
- » **Der Pfandbriefmarkt wächst trotz höherer Volatilität an den Märkten. In keinem Land der Welt gibt es so viele Emittenten wie in Deutschland.**
- » **Die Nachfrage nach Pfandbriefen dürfte vom gestiegenen Renditeniveau profitieren, die Risikoaufschläge für Pfandbriefe blieben 2026 stabil.**

Zusammenfassung

Internationale Handelskonflikte, die erratische Politik der USA und der Krieg im Nahen Osten haben die **Volatilität an den internationalen Kapitalmärkten** erhöht. Davon waren auch die Anleihemärkte und damit **deutsche Pfandbriefe** betroffen, die sich bislang in den aktuell volatilen Zeiten **gut geschlagen** haben. Durch den Krieg im Nahen Osten sind 2026 die **Energiepreise wieder gestiegen**, wodurch auch die Inflationsraten zugelegt haben. Dies hat letztlich dies- und jenseits des Atlantiks Zentralbanken auf den Plan gerufen, die mit **Leitzinsanhebungen** dem Auftrieb der Teuerungsrate Einhalt gebieten wollen. **Höhere Staatsausgaben** in vielen entwickelten Volkswirtschaften haben das **Renditeniveau allgemein ansteigen** lassen. Deutschland bildet mit erheblich ausgeweiteten öffentlichen Ausgaben unter anderem für Verteidigung und Infrastruktur keine Ausnahme.

Der deutsche **Pfandbriefmarkt bleibt auf Wachstumskurs**. Das Umlaufvolumen erreichte Mitte 2026 einen Wert von rund 420 Mrd. Euro. Innerhalb des globalen Covered-Bond-Markts war **Deutschland Ende 2025 das drittgrößte Ländersegment**, sowohl auf das Umlauf- als auch das Neuemissionsvolumen bezogen. In keinem Land der Welt gibt es allerdings so viele aktive Emittenten wie in Deutschland. Mitte 2026 hatten **82 Finanzinstitute** Pfandbriefe ausstehen (dies entspricht **25 Prozent aller weltweiten Covered-Bond-Emittenten**). Eine Lizenz für das Pfandbriefgeschäft hatten sogar 83 Institute. In Deutschland gibt es einige sehr volumenstarke Emittenten, aber auch – gemessen an ihrem Umlaufvolumen – zahlreiche kleine Pfandbriefbanken.

Die **Risikoaufschläge deutscher Pfandbriefe** sind trotz aller Krisen in den vergangenen Monaten **stabil geblieben** und wiesen sogar eine leichte Einengungstendenz auf. Die Nachfrage nach Pfandbriefen dürfte durch das gegenüber Jahresbeginn gestiegene Renditeniveau profitiert haben. Insgesamt kommt der **größte Teil der Nachfrage** immer noch von **inländischen Investoren und Banken**. In den vergangenen Jahren hat es aber gewisse Verschiebungen in der Zusammensetzung der Pfandbriefinvestoren gegeben. Der **Anteil von Investoren aus Nord- und Südeuropa ist leicht angestiegen**. Darüber hinaus sind Vermögensverwalter vermehrt in den Orderbüchern von Pfandbriefen zu finden.

GLOBALE UNSICHERHEITEN HABEN ZUGENOMMEN

Wichtige globale Wirtschaftsentwicklungen der vergangenen zwölf Monate

Die vergangenen zwölf Monate waren von einer **Mischung aus geopolitischen Schocks, fiskalischen Risiken, protektionistischer Wirtschaftspolitik** und einer erneuten **Rückkehr von Inflationssorgen** geprägt. Während der Spätsommer 2025 vor allem durch die Unsicherheit über die Handelspolitik der USA, die Verschuldung großer Industrieländer und die Folgen zunehmender geopolitischer Spannungen gekennzeichnet war, rückten im Verlauf des Jahres 2026 insbesondere der **Konflikt am Persischen Golf** sowie seine Auswirkungen auf die Straße von Hormus und die weltweit stark gestiegenen Energiepreise in den Mittelpunkt des Interesses der Marktteilnehmer.

Die Rentenmärkte reagierten auf die genannten Entwicklungen weniger mit einer Neubewertung klassischer Kreditrisiken und einer entsprechenden Ausweitung der Creditspreads als mit Anpassungen der Inflationserwartungen und der Erwartungen an die Zentralbankpolitik. Angesichts des Anfang September weiterhin **schwelenden Konflikts im Nahen Osten** und der damit verbundenen **Aufwärtsrisiken für die Inflation** hat die **Europäische Zentralbank (EZB)** ihre **Leitzinsen** am 10. September 2026 um **25 Basispunkte** angehoben. Der maßgebliche Einlagenzins liegt seitdem bei 2,50 Prozent. Hinsichtlich des künftigen Kurses blieb die Notenbank bei ihrem datenabhängigen Ansatz und entscheidet weiterhin von Sitzung zu Sitzung. Die Währungshüter halten sich damit alle Optionen für die weitere Zinsentwicklung offen. Eine weitere Zinsanhebung im vierten Quartal 2026 um 25 Basispunkte erscheint wahrscheinlich. In einer ersten Reaktion legten die zweijährigen Bundrenditen zu, was darauf hindeutet, dass die Marktteilnehmer mit einer weiteren geldpolitischen Straffung liebäugeln. Für Konjunktur, Zinsen und Swapsreads zeigte sich in der Gesamtbetrachtung der vergangenen Monate ein **roter Faden: Die Weltwirtschaft bleibt zwar widerstandsfähiger als häufig erwartet, gleichzeitig nehmen die strukturellen Risiken** und damit das Risiko einer höheren Volatilität zu.

Geopolitik als dominierender Markttreiber

Im Sommer 2025 war die **Unsicherheit über die erratische Politik der US-Regierung** immer noch ein zentrales Thema. Die Märkte zweifelten zwar zunehmend an der Verlässlichkeit politischer Aussagen. Die wirtschaftliche Widerstandskraft der USA wurde aber weiterhin als hoch genug angesehen, um größere Marktverwerfungen zu verhindern. Gleichzeitig stellte die **Umsetzung der US-Zollpolitik ein erhebliches Risiko** dar.

Im Herbst 2025 verschob sich der Fokus auf fiskalische und geopolitische Risiken. Frankreich geriet aufgrund politischer Unsicherheiten unter Druck. Gleichzeitig führten die **eskalierenden Zollkonflikte zwischen den USA und China erneut zu Verwerfungen an den Märkten**. Außerdem gewann die Sorge vor einem ungeordneten Anstieg der Staatsverschuldung an Bedeutung. Insbesondere die Frage der **Schuldentragfähigkeit in den USA – aber auch in Ländern Europas** – rückte in den Vordergrund. Die Märkte begannen zu berücksichtigen, dass viele Staaten künftig dauerhaft höhere militärische Ausgaben finanzieren müssen.

Anfang 2026 standen die von den USA verfolgten geopolitischen Initiativen im Mittelpunkt der Diskussion. Die US-Politik nutzte vor allem Drohungen und Zölle, um Druck aufzubauen. Beispielsweise die **von den USA erhobenen Ansprüche auf Grönland, der Konflikt zwischen den USA und Venezuela sowie der**

Mischung aus Risikofaktoren ...

... hat einen roten Faden

Fokus auf US-Politik im Sommer 2025

Schuldentragfähigkeit vieler Länder wird hinterfragt

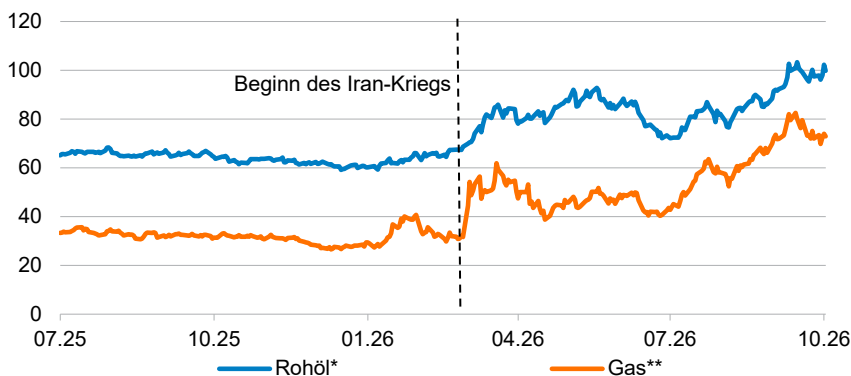
Deutlichere Marktreaktionen, als die Halbleiterindustrie betroffen war

internationale Wettbewerb um strategisch wichtige Rohstoffe waren zu Beginn des Jahres wichtige Diskussionspunkte. Trotz des erheblichen Lärms auf der öffentlichen politischen Bühne zeigten die Märkte zunächst eine bemerkenswerte Gelassenheit. Erst als zentrale wirtschaftliche Interessen wie seltene Erden, die Halbleiterindustrie oder die globale Energieversorgung betroffen waren, reagierten die Anleger deutlicher.

Der offene **Konflikt zwischen den USA und dem Iran** führte den Marktakteuren seit Ende Februar 2026 die Bedeutung der **Straße von Hormus** für die Weltwirtschaft und den weltweiten Ölhandel klar vor Augen. Der **Ölpreis schoss in die Höhe** und beeinflusste Inflations- und Zinserwartungen in den USA und Europa erheblich. In den folgenden Monaten entwickelte sich dieser Konflikt zum dominierenden Thema. Gleichzeitig nahm die **Unsicherheit über die Entwicklung der Energieversorgung**, die Dauer der Einschränkungen und die möglichen Folgen für die Weltwirtschaft kontinuierlich zu.

Der Krieg im Nahen Osten hatte massive Auswirkungen auf den Ölpreis

[G1] Seit Beginn des Kriegs im Nahen Osten sind die Preise für Rohöl und Gas stark gestiegen



Quelle: Bloomberg, DZ BANK, Stand: 01.10.2026; * Crude Oil, Brent Active Contract (ICE), in US-Dollar, ** Netherlands TTF Natural Gas (Forward Month 1), in Euro

Rohstoffpreise und internationale Lieferketten

Der Rohölmarkt entwickelte sich zum zentralen **Transmissionsmechanismus geopolitischer Risiken in den Kapitalmärkten**. Die Hoffnung im Frühjahr auf eine rasche Entspannung der Eskalation im Persischen Golf verflieg nach kurzer Zeit, als klar wurde, dass mit einer längeren Störung des internationalen Energiehandels zu rechnen ist. Besonders wichtig war die Erkenntnis, dass selbst im anfänglich noch für möglich gehaltenen optimistischen Szenario mehrere Monate benötigt würden, bis die Ölproduktion und der Öltransport wieder vollständig normalisiert wären. Bei Erdgas und anderen Rohstoffen würden die Anpassungen sogar noch länger dauern. Damit wurde deutlich, dass der **Rohstoffschock nicht nur kurzfristig, sondern über einen längeren Zeitraum** auf die Weltwirtschaft wirken würde.

Preisschock auf den Energiemärkten dauert länger an als in den anfänglich optimistischen Szenarien

Im Ergebnis wurde im Laufe des Jahres 2026 zunehmend deutlich, dass die Energiepreise höher bleiben würden als ursprünglich erwartet. Die Inflation blieb dadurch hartnäckig, und die Märkte mussten ihre Zinserwartungen kontinuierlich nach oben anpassen. **Der Konflikt am Persischen Golf** entwickelte sich von einem geopolitischen Risiko zu einer konkreten **Belastung für Verbraucherpreise, Produktionskosten und Wachstumsaussichten**.

Belastungen für Wachstumsaussichten und Verbraucherpreise

Ein ebenfalls wichtiges Thema in den vergangenen Monaten war die erstaunliche **Widerstandsfähigkeit der globalen Lieferketten**, deren Verletzlichkeit infolge des Krieges im Nahen Osten befürchtet wurde. Trotz wiederholter geopolitischer Schocks, Handelskonflikte und logistischer Einschränkungen zeigte die **Weltwirtschaft eine deutlich höhere Anpassungsfähigkeit** als in früheren Krisen. Während kurzfristige Engpässe noch kompensiert werden könnten, würden **dauerhafte Unterbrechungen des Handels** durch eine (Teil-)Blockade **der Straße von Hormus erhebliche Folgen** bis ins Jahr 2027 hinein haben.

Kurzfristig robuste Lieferketten, langfristige Störungen können aber erhebliche Folgen haben

Konjunkturausblick verschlechterte sich zunehmend

Im Konjunkturbild lässt sich ein deutlicher Wandel in den vergangenen Monaten erkennen. Im **August 2025** standen Sorgen über die Auswirkungen von Zöllen und politischer Unsicherheit sowie über die steigende öffentliche Verschuldung im Vordergrund. Gleichzeitig erschien es nicht unwahrscheinlich, dass die **Eurozone** allmählich wieder auf einen **moderaten Wachstumspfad** zurückkehren würde.

Schuldentragfähigkeit der Staaten stand Ende 2025 im Mittelpunkt des Interesses

Anfang 2026 überwog vor dem Hintergrund stabiler Konjunkturdaten zunächst Optimismus. Mit der Eskalation am Persischen Golf im **Frühjahr 2026 änderte sich das Bild** jedoch. Der Fokus der Erwartungen der Marktteilnehmer verschob sich **in Richtung eines stagflationären Szenarios**: Steigende Energiepreise belasteten das Wirtschaftswachstum, während gleichzeitig die Inflation zunahm. Die wirtschaftlichen Kosten des Protektionismus und der geopolitischen Konflikte wurden im Verlauf der vergangenen Monate zunehmend sichtbar.

Die wirtschaftlichen Kosten von Protektionismus und internationalen Konflikten werden sichtbar

Höhere Inflation führte zu höheren Renditen

Die Entwicklung der Geldpolitik ist naturgemäß eng mit der Inflationsdynamik verknüpft. Noch im **Herbst 2025 dominierten Erwartungen weiterer Zinssenkungen** durch die Federal Reserve (Fed), während die EZB ihre vorerst letzte Zinssenkung bereits im Sommer 2025 vorgenommen hatte. Gleichzeitig wurde bereits damals betont, dass **langfristige Renditen eher steigen dürften**, da die Lücken in den öffentlichen Budgets und die **höhere Staatsverschuldung** zunehmend von den Marktteilnehmern eingepreist würden. Anfang 2026 stellte sich heraus, dass die US-Zölle inflationärer wirkten als ursprünglich angenommen. Die Kosten der US-Zölle wurden – so wie es die volkswirtschaftliche Theorie nahelegt – vor allem zwischen Importeuren und Konsumenten aufgeteilt. Dadurch blieb der Inflationsdruck hoch und der **Spielraum der Fed für Zinssenkungen schrumpfte**.

Zinsänderungserwartungen haben sich im Verlauf des Jahres stark gewandelt

Mit den steigenden Energiepreisen im Frühjahr 2026 kam es zu einem grundlegenden Wechsel bei den Zinserwartungen. Die EZB musste erneut über Zinserhöhungen nachdenken, um Zweitrundeneffekte bei der Teuerungsrate einzudämmen. Gleichzeitig wurde deutlich, dass die **Leitzinsen** zwar die **Inflation bekämpfen** können, **aber kaum Einfluss auf einen geopolitisch bedingten Ölpreisschock** besitzen. Die Zentralbanken stehen damit weltweit vor einem **klassischen Zielkonflikt** zwischen Inflationsbekämpfung und Wachstumsstabilisierung. Die EZB entschied sich im Sommer 2026 für eine restriktivere Geldpolitik und erhöhte im Juni und im September 2026 ihre Leitzinsen um jeweils 25 Basispunkte. Je eine weitere Zinsanhebung der EZB im vierten Quartal 2026 und im ersten Quartal 2027 erscheinen wahrscheinlich.

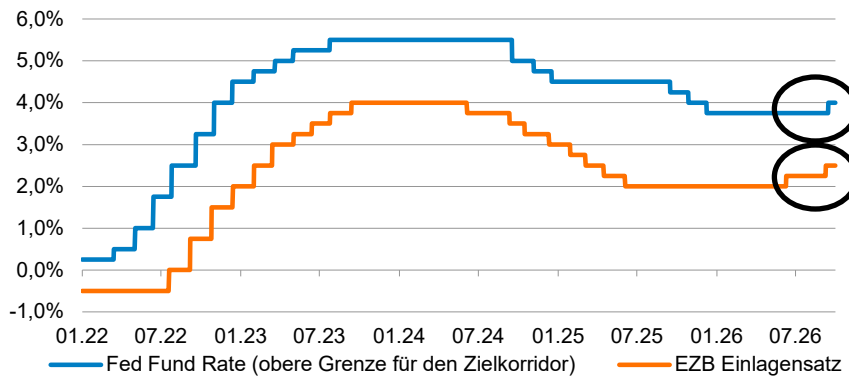
EZB im klassischen Zielkonflikt zwischen Preisstabilität und Wirtschaftswachstum

Die **Rendite zehnjähriger Bundesanleihen** stieg Mitte September 2026 in diesem Umfeld auf **über 3,5 Prozent** und hat damit den höchsten Stand seit 17 Jahren erreicht. Neben höheren Energiepreisen wirken steigende Realzinsen, die hohen Staatsdefizite und das **zunehmende Anleiheangebot** belastend. Auf der anderen Seite des großen Teichs haben ein robuster Arbeitsmarkt und anhaltender

EZB und Fed reagierten mit Leitzinserhöhungen

Preisdruck die Argumente für eine weitere Zinserhöhung gestärkt. Die **Fed** hob deshalb im September **ihren Leitzins ebenfalls um 25 Basispunkte an und erhöhte damit den Zielkorridor auf 3,75 Prozent bis 4,00 Prozent**. Die **Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen** stieg Mitte September in die Nähe der **Marke von 5 Prozent** und damit auf den höchsten Stand seit Ende 2023. Darin äußerten sich die hohe US-Staatsverschuldung und das anhaltend große Anleiheangebot.

[G2] Leitzinsen sind wieder auf dem aufsteigenden Ast in der Eurozone, vorsorglicher Zinsschritt der Fed im September



Quelle: Bloomberg, DZ BANK, Stand: 01.10.2026

Parallel dazu blieb der **Krieg in der Ukraine als struktureller Belastungsfaktor** bestehen. Zwar stand er in den vergangenen Monaten nicht immer im Zentrum des Interesses aller Marktteilnehmer, er bildete jedoch einen wesentlichen **Hintergrund für die steigenden Verteidigungsausgaben** und die **Verschlechterung der fiskalischen Perspektiven vieler Staaten**. Eine Schlussfolgerung aus diesen Entwicklungen ist, dass es einen starken Zusammenhang zwischen Geopolitik, steigender Staatsverschuldung und **langfristig höherem Renditeniveau** gibt.

Höhere Verteidigungsausgaben und höhere öffentliche Verschuldung treiben Staatsanleiherenditen

Fazit

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass der Zeitraum von Spätsommer 2025 bis Frühherbst 2026 durch den **Übergang von einer von Handelskonflikten dominierten Welt zu einer Phase, in der geopolitische Energie- und Versorgungssicherheit** die zentrale Rolle spielten, geprägt war. US-Zölle, Konflikte im Nahen Osten, fiskalische Risiken in Europa und die anhaltenden Folgen des Kriegs in der Ukraine erhöhten die **Unsicherheit** erheblich. Dennoch erwies sich die Weltwirtschaft widerstandsfähiger als erwartet. **Die größten Auswirkungen zeigten sich weniger bei den Creditspreads als vielmehr bei Inflationserwartungen, Rohstoffpreisen und langfristigen Zinsen**. Die Zentralbanken gerieten zunehmend in einen Zielkonflikt zwischen Inflationsbekämpfung und Wachstumsstützung. Der Konflikt um die Straße von Hormus entwickelte sich dabei zum wichtigsten Einzelrisiko für Inflation, Energiepreise, Lieferketten und Zinsmärkte.

Gestiegene Unsicherheit und trotzdem enge Creditspreads

Auswirkungen der globalen Entwicklungen auf Deutschland

Die Kombination aus höheren Zinsen und steigendem Finanzierungsbedarf vieler Staaten führte bei Investoren zu einer **Neubewertung der fiskalischen Perspektiven, die auch Deutschland betreffen**. Die Liste der Herausforderungen, denen Deutschland aktuell gegenübersteht, enthält unter anderem die folgenden Punkte:

Deutschland ist von globalen Entwicklungen betroffen

- » Die **geopolitischen Risiken** sind gestiegen und der **Krieg in der Ukraine** setzt sich fort. Daraus erwächst der Bedarf, mehr Geld für **Verteidigungsausgaben** aufzubringen.
- » Der Nachholbedarf bei den **Investitionen in die deutsche Infrastruktur** bleibt hoch.
- » Für steigende Staatsausgaben müssen **neue Schulden** gemacht werden, für die allerdings **höhere Zinsen** als noch vor ein paar Jahren bezahlt werden müssen.

Positiv ist zu vermerken, dass sich im Sommer 2026 in **Deutschland** herausstellte, dass trotz der geopolitischen Belastungen überraschend **robuste Konjunkturdaten** vorgelegt werden konnten. Die wirtschaftliche Ausgangslage erwies sich damit als deutlich besser als vielfach befürchtet. Gleichzeitig blieb die **Gefahr** bestehen, dass eine **weitere Eskalation des Konflikts am Persischen Golf** die positive Entwicklung wieder zunichtemachen könnte.

Überraschend gute Konjunkturdaten in Deutschland trotz geopolitischer Risiken

Stabilisierung der Wirtschaft durch höhere Staatsausgaben

Nicht nur in Deutschland, sondern auch in anderen Ländern Europas versuchen die Regierungen **durch höhere Staatsausgaben**, die mit einer steigenden öffentlichen Verschuldung einhergehen, den **aktuellen Herausforderungen entgegenzuwirken**. Besonders deutlich wird dies im Zusammenhang mit den Folgen des Ukraine-Krieges, die steigende **Verteidigungsausgaben** zur Folge haben, den Belastungen durch **höhere Energiepreise**, die kurzfristig durch niedrigere Steuern auf Benzin und Diesel abgemildert wurden, sowie den Auswirkungen der **US-Zollpolitik**, die auf dem Wirtschaftswachstum lasten. Die deutsche Bundesregierung hat Mitte September im Rahmen der Haushaltsdebatte ihren Haushaltsentwurf mit einer aktualisierten mittelfristigen Finanzplanung vorgelegt. Bis 2030 plant die Bundesregierung mit neuen Schulden von etwa 200 Mrd. Euro pro Jahr.

Regierungen erhöhen Staatsausgaben

Kreditaufnahme des Bundes steigt auf historische Höchststände

	2026	2027 (Entwurf)	2028 (Finanzplan)	2029 (Finanzplan)	2030 (Finanzplan)
Ausgaben	524,5	555,4	588,2	597,8	635,4
Steuereinnahmen	387,2	394,7	406,4	416,6	437,3
Nettokreditaufnahme	98,0	118,7	148,8	152,0	167,3
Sondervermögen Infrastruktur und Klimaneutralität	58,1	54,9	56,7	57,9	52,2
Sondervermögen Bundeswehr	25,5	30,0	--	--	--

Quelle: [Bundesfinanzministerium](#), DZ BANK

Der Staat übernimmt zunehmend die Rolle eines wirtschaftlichen Puffers.

Investitionsprogramme, Industrie- und Technologieförderung sowie Maßnahmen zur Abmilderung steigender Energiepreise führen dazu, dass der Finanzierungsbedarf der öffentlichen Hand und insbesondere des Bundes spürbar zunimmt. Dies ist aber kein speziell deutsches Phänomen. Vielmehr gibt es viele **westliche Länder**, die zunehmend in **höhere Schuldenquoten hineinwachsen**. Bei Ländern wie Frankreich oder auch Finnland haben steigende öffentliche Schulden und ein verschlechtertes wirtschaftliches Umfeld bereits zu Herabstufungen der Staatsratings geführt. **Deutschland ist bislang von Herabstufungen noch verschont geblieben** und verfügt noch über ein AAA beziehungsweise Aaa von bedeutenden Ratingagenturen.

Der Staat übernimmt zunehmend die Rolle eines wirtschaftlichen Puffers

Die Rückkehr der Schuldenfrage

In den vergangenen Monaten wurde die Schuldentragfähigkeit immer wieder als Thema an den Kapitalmärkten diskutiert. Die **höheren Refinanzierungskosten und die dauerhaft steigenden Staatsausgaben** stellen einen **fundamentalen Unterschied gegenüber der Dekade nach der Finanzkrise** dar. In der Zeit, als die EZB im großen Stil Anleihen kaufte, war es eine selbstverständliche Annahme, dass Renditen entweder sinken oder stabil niedrig blieben. Dies gehört der Vergangenheit an. Für Deutschland bedeutet dies einen **wichtigen Regimewechsel**. Während zusätzliche Schulden in den Jahren der Nullzinspolitik kaum unmittelbare Konsequenzen für den Bundeshaushalt hatten und der Bund in der Phase negativer Zinsen mit der Aufnahme neuer Schulden sogar Geld verdienen konnte, **verteuern höhere Renditen heute die Finanzierungskosten** des Staates deutlich.

Steigende Zinsen erhöhen die Refinanzierungskosten für Deutschland

Einige **Marktteilnehmer beurteilen staatliche Risiken inzwischen kritischer** als noch vor einigen Jahren. Während in den vergangenen Monaten die Anleihen von Unternehmen und Banken durch solide Bilanzen und eine robuste Nachfrage unterstützt wurden, gerieten Staatsanleihen zunehmend unter Druck. Manche global diversifizierten Unternehmen werden inzwischen zum Teil als mindestens ebenso attraktiv wahrgenommen wie Staatsanleihen. Dahinter steht die Überlegung, dass **Unternehmen ihre Ertragsbasis global diversifizieren** können, während **Staaten vollständig von ihrer nationalen Wirtschafts- und Finanzpolitik abhängig** bleiben. Für deutsche Bundesanleihen bedeutet dies keinen Verlust ihrer Funktion als **sicherer Hafen**. Allerdings sinkt die Bereitschaft der Investoren, für diesen Sicherheitsstatus erhebliche **Renditeabschläge** zu akzeptieren. Die Konsequenz ist ein **strukturell höheres Renditeniveau** als in der Dekade zwischen 2014 und 2023, die vor allem durch die Anleihekäufe der EZB geprägt gewesen war.

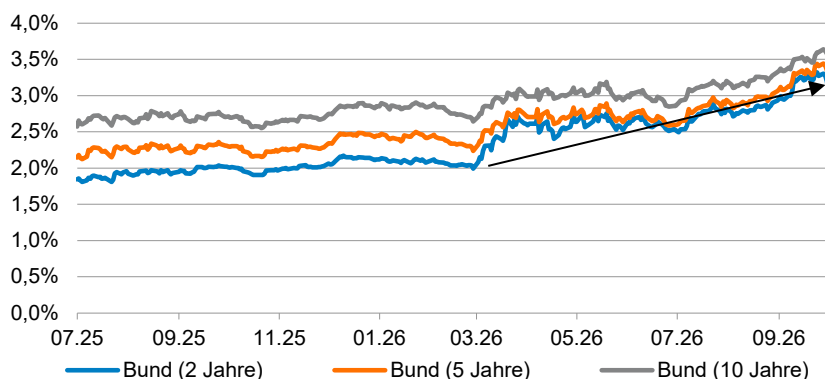
Strukturell höheres Renditeniveau

Energiekrise und Inflationsrisiken verschärfen die Situation

Mit der Eskalation des Konflikts am Persischen Golf im Frühjahr 2026 verschob sich die Diskussion zusätzlich. Die anhaltend **hohen Energiepreise treffen Deutschland aufgrund seiner industriellen Struktur besonders stark**. Gleichzeitig wirken höhere Energiepreise inflationssteigernd und verschlechtern damit die Inflationsperspektive der Eurozone und Deutschlands. Die steigenden Leitzinsen der EZB sind auch für Bundesanleihen von Bedeutung. **Steigende Leitzinsen und höhere Inflationserwartungen erhöhen den Druck auf die gesamte Bundkurve**. Die Kombination aus höherer Staatsverschuldung, geopolitischer Unsicherheit und strukturell höheren Inflationsrisiken spricht gegen eine baldige Rückkehr der extrem niedrigen Renditen früherer Jahre. Die Fiskalrisiken wirken zudem renditesteigernd. Je mehr Deutschland und andere europäische Staaten auf **schuldenfinanzierte Programme** setzen, desto größer wird das **Angebot an Staatsanleihen** und desto höher fällt die **geforderte Rendite der Investoren** aus.

Steigende Bundrenditen durch höhere Inflation

[G3] Seit Kriegsausbruch im Nahen Osten steigen die Renditen deutscher Staatsanleihen
Indikative Renditen von Bundesanleihen



Quelle: Bloomberg, DZ BANK, Stand: 01.10.2026

Fazit

Die Inflation bleibt neben der höheren Staatsverschuldung eine wichtige Triebkraft der Bundesrenditen. Deshalb wirken sich hohe Ölpreise über Inflationserwartungen auch auf die Bundrenditen aus. Safe-Haven-Effekte bleiben zwar erhalten, werden aber schwächer. Politische Krisen können Bundesanleihen weiterhin kurzfristig stützen. Diese **Effekte werden jedoch zunehmend durch langfristige Fiskal- und Inflationssorgen überlagert**. Die Deutschland-Story lässt sich seit 2025 als **Übergang von einer „Schuldenbremsewelt“ in eine „geopolitische Fiskalwelt“** beschreiben. Die Politik reagiert auf Krieg, Energieunsicherheit, Deglobalisierung und US-Protektionismus vor allem mit höheren staatlichen Ausgaben und eine Ausweitung der Verschuldung. Aus Sicht der Kapitalmärkte erscheint dies kurzfristig nachvollziehbar, führt aber **langfristig zu einem strukturell höheren Renditeniveau für Bundesanleihen**. Während Bundesanleihen ihren Status als sicherster Euro-Referenzmarkt behalten dürften, sprechen die Entwicklungen dafür, dass Investoren dauerhaft höhere Renditen verlangen werden als in der Dekade vor 2025. Der wichtigste Übertragungskanal bleibt dabei die Kombination aus höherem Staatsfinanzierungsbedarf, steigenden Energiepreisen und einer EZB, die sich wieder stärker auf Inflationsbekämpfung konzentrieren muss.

**Übergang zu geopolitischer
Fiskalwelt**

ENTWICKLUNGEN AM PFANDBRIEFMARKT

Der deutsche Pfandbrief ist ein **krisenbewährtes Refinanzierungsinstrument**, dessen Sicherheit Investoren vertrauen. Das volatile Umfeld lässt sich auch im Pfandbriefmarkt ablesen, allerdings sind die **Auswirkungen auf die Emissionstätigkeiten und die Risikoaufschläge** unserer Einschätzung nach **sehr gering** gewesen.

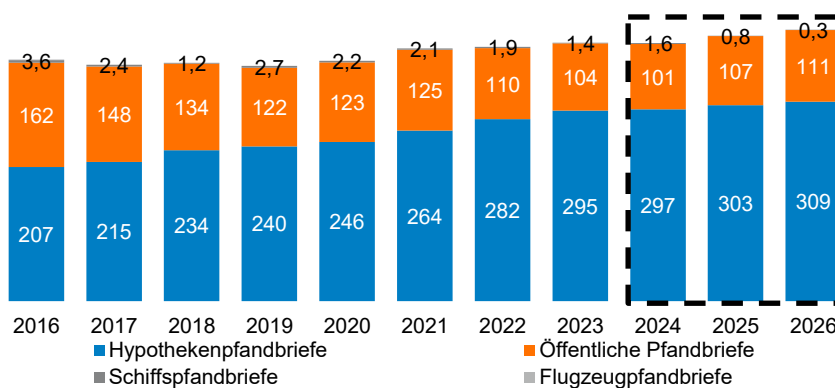
Nur geringe Auswirkungen durch volatiles Umfeld

Umlaufvolumen stieg weiter an

Zum 30. Juni 2026 stieg das **Umlaufvolumen deutscher Pfandbriefe** nach unseren Berechnungen auf **420,1 Mrd. Euro, ein Plus von 7,7 Mrd. Euro** gegenüber Ende 2025. Gegenüber Ende 2017 ist damit das Umlaufvolumen von Pfandbriefen um 53,8 Mrd. Euro oder 14,7 Prozent gewachsen. Die Wachstumsimpulse kamen seit 2024 nicht mehr allein von den Hypothekenspfandbriefen, deren Umlaufvolumen sich seit 2014 stetig erhöhte. Seit 2024 wächst auch das Marktsegment für Öffentliche Pfandbriefe wieder. Das Umlaufvolumen von Öffentlichen Pfandbriefen stieg dabei zuletzt sogar absolut und relativ gesehen stärker als jenes der Hypothekenspfandbriefe (Vergleich 30. Juni 2026 mit 31. Dezember 2025). Gegenüber Mitte 2025 ergab sich ebenfalls ein klares Plus in Höhe von 10,8 Mrd. Euro für den Gesamtmarkt. Das höhere Umlaufvolumen gegenüber beiden Zeitpunkten wurde **trotz einer rückläufigen Zahl von aktiven Pfandbriefprogrammen** erreicht. In den vergangenen zwölf Monaten reduzierte sich die Anzahl an Programmen, die mindestens einen Pfandbrief im Umlauf hatten, um sechs auf 110. Die Zahl der aktiven Emittenten ging gleichzeitig um eine Bank auf insgesamt 82 per 30. Juni 2026 zurück. Für Schiffspfandbriefe gibt es inzwischen nur noch einen aktiven Emittenten, dessen Umlaufvolumen in dieser Assetklasse allerdings auf unter 0,3 Mrd. Euro gefallen ist.

Umlaufvolumen stieg trotz rückläufiger Zahl von Pfandbriefprogrammen

[G4] Seit 2024 kommen die Wachstumsimpulse für den Markt gemeinsam von Hypothekenspfandbriefen und Öffentlichen Pfandbriefen
Umlaufvolumen von deutschen Pfandbriefen in Mrd. Euro

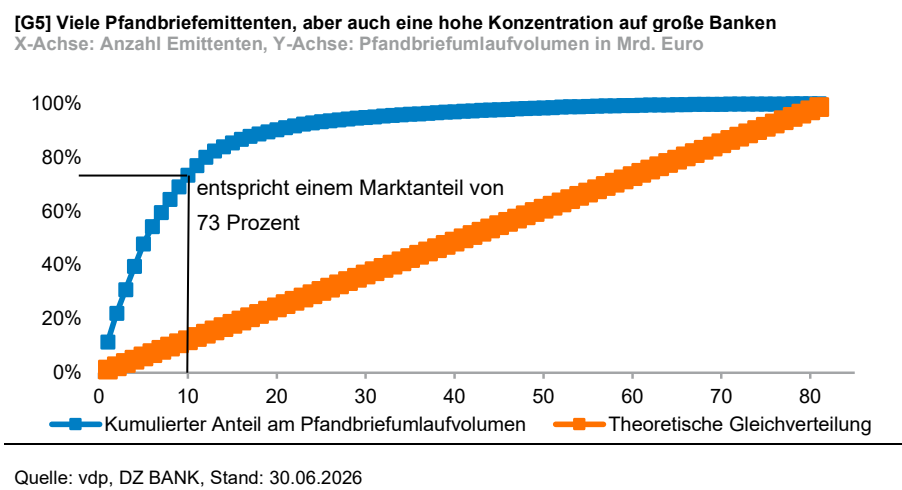


Quelle: Verband deutscher Pfandbriefbanken, DZ BANK, Stand 30.06.2026

In keinem anderen Land der Welt gibt es so viele Covered-Bond-Emittenten wie in Deutschland. Von den **82 Mitte 2026 aktiven Emittenten** hatten allerdings genau 30 Pfandbriefbanken lediglich Pfandbriefe im Gesamtvolumen von weniger als 500 Mio. Euro ausstehen. Es gibt in Deutschland demnach auch eine **hohe Zahl sehr kleiner Emittenten**. Auf der anderen Seite ist die Konzentration unter den großen Pfandbriefemittenten sehr hoch. Die zehn volumenstärksten Pfandbriefbanken (**Top 10**) hatten Mitte 2026 einen **Anteil am Umlaufvolumen von 73 Prozent**. Auf die Top 15 Emittenten entfielen rund 86 Prozent. Durch eine eventuelle Übernahme der

Die volumenstärksten Emittenten dominierten den Pfandbriefmarkt

Commerzbank und eine anschließende **Verschmelzung mit der UniCredit Bank** würde in Deutschland der **mit Abstand volumenstärkste Pfandbriefemittent** entstehen, dessen Umlaufvolumen 85,3 Mrd. Euro betragen würde (Stand 30. Juni 2026). Der Marktanteil der Top 10 Emittenten würde aufgrund dieser Fusion auf 77 Prozent ansteigen.



Scope Ratings hatte sich mit Blick auf europäische Banken **skeptisch** bezüglich des **Emissionspotenzials** der Covered-Bond-Emittenten geäußert, weil sich – verkürzt gesagt – die Kreditvergabe der Banken verlangsamt (siehe Scope Ratings „[Covered Bond Quarterly: Primary market growth stunted by structurally constrained collateral supply](#)“ vom 1. Juli 2026). Wir haben anhand der Investorenberichte der Pfandbriefbanken das aktuelle **Emissionspotenzial für Deutschland** berechnet und mit den Ständen von Mitte und Ende 2025 verglichen (siehe nachstehende Tabelle).

Puffer für weitere Neuemissionen ...

Öffentliche Kreditinstitute und Geschäftsbanken haben derzeit das größte Emissionspotenzial
Emissionspotenzial als Volumen der Deckungswerte minus Pfandbriefumlaufvolumen und minus gesetzlicher Überdeckung

	Q2 2025	Q4 2025	Q2 2026
Spezialinstitute	14,1	11,4	9,8
Landesbanken	50,7	51,5	54,7
Geschäftsbanken	48,8	50,7	47,8
Sparkassen	30,6	31,0	30,4
Bausparkassen	3,2	2,8	2,4
Summe	147,4	147,4	145,2

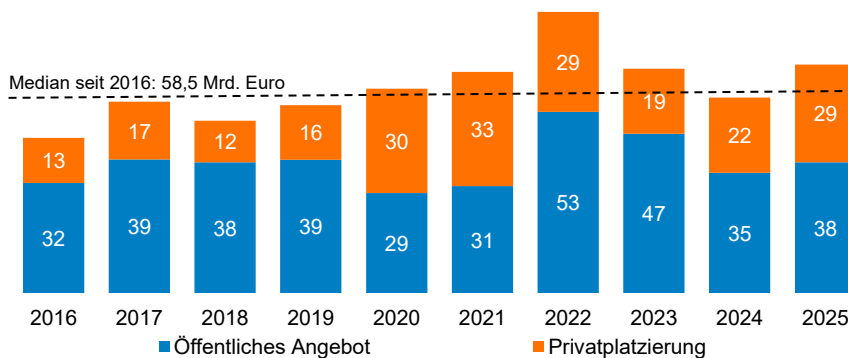
Quelle: vdp, DZ BANK

Unter Emissionspotenzial verstehen wir das unter Berücksichtigung der gesetzlichen Überdeckung maximal mögliche Pfandbriefvolumen abzüglich des aktuell ausstehenden Pfandbriefvolumens. Das Emissionspotenzial drückt damit aus, wie hoch das noch mögliche Neuemissionsvolumen aktuell für die gegebenen Deckungswerte ist. Nach unseren Berechnungen ist das **Emissionspotenzial Mitte 2026 zwar leicht um 2,2 Mrd. Euro zurückgegangen**. Es beläuft sich aber immer noch auf satte **145,2 Mrd. Euro für alle Pfandbriefbanken** zusammengenommen. Zum Vergleich: Das **jährliche Neuemissionsvolumen** (brutto, inklusive einbehaltener Pfandbriefe) lag laut Verband deutscher Pfandbriefbanken (vdp) in Deutschland **in den vergangenen zehn Jahren zwischen 45,4 Mrd. Euro und 82,3**

... scheint uns noch ausreichend hoch zu sein

Mrd. Euro. Der Median des Neuemissionsvolumens deutscher Pfandbriefe betrug zwischen 2016 und 2025 rund 58,5 Mrd. Euro. Die Fälligkeiten schwankten im gleichen Zeitraum laut Bundesbank zwischen 30 Mrd. Euro und 65 Mrd. Euro. Die Emissionsspielräume können für einzelne Banken relativ eng sein. Vor diesem Hintergrund scheint uns der **Puffer für weitere Neuemissionen für Pfandbriefbanken im Allgemeinen immer noch mehr als ausreichend** zu sein.

[G6] Pfandbriefbanken verfügen über mehr als 145 Mrd. Euro an freien Deckungswerten, denen seit 2016 ein Median-Neuemissionsvolumen von 58,5 Mrd. Euro gegenübersteht
Neuemissionsvolumen (brutto) von deutschen Pfandbriefbanken in Mrd. Euro



Quelle: Verband deutscher Pfandbriefbanken, DZ BANK

Das Emissionspotenzial könnte durch die **Überdeckungsanforderungen der Ratingagenturen zusätzlich beschränkt** werden, wenn die Vorstellungen der Agenturen über die gesetzliche Mindestüberdeckung hinausgehen. Allerdings ist unser Eindruck, dass die **Höhe der Überdeckungsanforderungen bei den Agenturen in den vergangenen Jahren eher zurückgegangen** ist und die Anforderungen nur noch in wenigen Fällen über den in Deutschland geltenden gesetzlichen Anforderungen liegen. Eine **Initiative des vdp** könnte in diesem Zusammenhang dazu führen, dass das Emissionspotenzial deutscher Pfandbriefbanken künftig zunimmt. Der vdp knüpft mit seinen Vorschlägen an den Bericht der Europäischen Bankenaufsichtsbehörde (EBA) zur Umsetzung der Covered-Bond-Richtlinie (CBR) an (EBA-Bericht „[EBA Advice on the review of the EU covered bond framework](#)“ vom 23. September 2025).

Anhebung des LTV-Limits würde das Emissionspotenzial erhöhen

Die prinzipienbasierte europäische Richtlinie lässt Spielräume

In ihrem Bericht hat die EBA den **prinzipienbasierten Ansatz** der Richtlinie als richtig bewertet, und der europäische Covered-Bond-Markt wurde als funktionsfähig eingestuft. Insgesamt gäbe es **keine gravierenden Schwachstellen im europäischen Covered-Bond-Recht**, die dringend repariert werden müssten. An vielen Stellen dürfte unseres Erachtens das **deutsche Pfandbriefrecht als Vorbild** und Ideengeber für die CBR gedient haben, vor allem im Bereich der Regelungen für die besondere öffentliche Aufsicht.

Pfandbriefgesetz dürfte in Teilen als Vorbild für die europäische Richtlinie gedient haben

Obwohl es laut EBA keine gravierenden Mängel im europäischen Covered-Bond-Recht gibt, hat die Aufsichtsbehörde in ihrem Bericht einige **Vorschläge** veröffentlicht, die im Detail unter anderem auf eine **stärkere Angleichung** der europäischen Covered Bond Gesetzgebungen abzielen. Damit soll die **Möglichkeit für regulatorische Arbitrage begrenzt** und Covered Bonds besser miteinander vergleichbar gemacht werden. Nach unserer Auffassung stellen die europäischen

Es bestehen immer noch Unterschiede im Covered-Bond-Recht der EU-Mitgliedsländer

Mindeststandards für Covered Bonds bereits heute einen **hohen Grad an Investorenschutz** sicher. Vollständig harmonisiert ist der europäische Covered-Bond-Markt zugegebenermaßen jedoch nicht. Dies wiederum steht im Einklang mit der bewussten Entscheidung des europäischen Gesetzgebers, mit der CBR einen prinzipienbasierten Ansatz zu verfolgen und **keine maximale Harmonisierung** des europäischen Covered-Bond-Rechts anzustreben. Das heißt im Umkehrschluss aber auch, dass **zwischen den einzelnen Rechtsrahmen in den EU-Mitgliedsländern immer noch** mehr oder weniger große **Unterschiede** bestehen.

Die gesetzlichen Vorgaben haben zum Ziel, die Gläubiger von gedeckten Bankanleihen zu schützen. Für Pfandbriefbanken können sie im internationalen Vergleich jedoch auch Wettbewerbsnachteile mit sich bringen. Das **deutsche Pfandbriefgesetz** (PfandBG) gilt nicht nur als **besonders streng**, unserer Meinung nach zählt es auch nach Umsetzung der CBR zu den strengsten Regelwerken in Europa. Darüber hinaus wacht die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) mit Argusaugen über die Einhaltung der Regeln. Aber die gesetzlichen Vorgaben scheinen – vor allem im internationalen Vergleich – vielleicht sogar zu streng zu sein. Der vdp hat im Rahmen einer [Pressemitteilung](#) vom 25. Februar 2026 eine [Präsentation](#) „Regulierung von Covered Bonds – Geht da noch was?“ veröffentlicht, in der der Verband **Vorschläge zur Reform des PfandBG** unterbreitet, von denen ein Vorschlag zur Anhebung der Beleihungswertgrenze zu einer Ausweitung des Emissionspotenzials führen könnte.

Vorschläge sollen den Pfandbrief als Refinanzierungsinstrument für Emittenten wieder attraktiver machen

Beleihungswertgrenze für Wohnimmobilien soll auf 80 Prozent steigen

Die **Beleihungswertgrenze** (LTV-Limit) soll nach den Vorstellungen des vdp von **60 Prozent auf 80 Prozent angehoben werden**, wobei davon nur Immobilienkredite betroffen sein sollen, die mit **Wohnimmobilien** besichert sind. Für Gewerbeimmobilienfinanzierungen soll das LTV-Limit laut vdp wie international üblich bei 60 Prozent bleiben. Mit einem LTV-Limit von 80 Prozent bei der Wohnbaufinanzierung würde das deutsche Pfandbriefrecht immer noch den strengen Vorgaben für European Covered Bonds (Premium) entsprechen. Gleichzeitig würde dadurch der deckungsfähige Anteil von Wohnimmobilienfinanzierungen und damit das **Reservoir an Deckungswerten einer Bank steigen**.

LTV-Limit für Wohnbaudarlehen soll auf 80 Prozent steigen

Deutsche Banken können im internationalen Vergleich weniger Kreditvolumen aus ihrem Aktivgeschäft als Sicherheiten für ihre Pfandbriefe nutzen

	Deutsches Pfandbriefgesetz	Niederländisches Covered-Bond-Recht
Kreditbetrag	85 Euro	85 Euro
Marktwert der Immobilie zum Zeitpunkt der Kreditvergabe	100 Euro	100 Euro
Marktwert der Immobilie nach einem zehnpromtigen Immobilienpreisanstieg (seit Kreditvergabe)	110 Euro	110 Euro
Beleihungswert nach deutschem Pfandbriefrecht	90 Euro*	
Beleihungsauslaufgrenze	60 Prozent	80 Prozent
Kreditvolumen, das als Deckungswert verwendet werden kann (nach Pfandbriefrecht)	54 Euro	
Kreditvolumen, das als Deckungswert verwendet werden kann (nach einem zehnpromtigen Immobilienpreisanstieg und nach niederländischem Covered-Bond-Recht)		85 Euro
Überdeckung (gemäß Artikel 129 CRR)	2,7 Euro	4,3 Euro
Maximal mögliches Emissionsvolumen nach zehnpromtigem Immobilienpreisanstieg (in Prozent vom Gesamtkreditvolumen)	51,3 Euro 60 Prozent	80,7 Euro 95 Prozent
Weiterer Refinanzierungsbedarf (unbesicherte Senior Anleihen oder Einlagen)	33,7 Euro	4,3 Euro
Refinanzierungskosten (wenn Spreads von den relevanten iBoxx Indizes unterstellt werden)	43 Basispunkte	30 Basispunkte
Notwendiger Hauspreisverfall, um die Verwertungserlöse beim Deckungswert auf unter 100 Prozent zu drücken	53,4 Prozent	26,6 Prozent

Quelle: Moody's, DZ BANK; * Es wird ein Abschlag von 10 Prozent vom Wert laut Gutachten oder dem Kaufpreis unterstellt (was immer geringer ist). Dies ist ein üblicher Abschlag, der zur Ermittlung des Vergleichswerts bei selbstgenutzten Wohnimmobilien verwendet wird.

Eine Zwischenfrage: Warum begeben Banken eigentlich Pfandbriefe?

Grundsätzlich dürfte jede Bank zwischen den **Kosten und dem Nutzen von Pfandbriefen** abwägen und auf dieser Grundlage entscheiden, ob sie Pfandbriefe auflegen will.

Auf der Kostenseite steht unter anderem der **administrative Aufwand**, den der Aufbau und die Verwaltung eines Pfandbriefprogramms erfordern. Dazu gehören **verschiedene Aspekte**. Es fängt bereits bei der **Kreditvergabe** an. Die Prozesse müssen sicherstellen, dass die materiellen und formalen Anforderungen an Deckungswerte bei den Krediten erfüllt sind, die der Bank ausreicht. Die Deckungswerte müssen **in die Deckungsmasse eingetragen** werden, was vom **Treuhänder** kontrolliert wird. Darüber hinaus müssen zur Deckungsmasse beziehungsweise für das Pfandbriefprogramm **regelmäßige Berichte** erstellt werden. Dazu gehören ein **internes Risikoreporting**, **Investorenberichte und Meldungen an die Aufsichtsbehörde** und eventuell auch an eine oder mehrere **Ratingagenturen**. Bevor eine Bank aber Pfandbriefe auflegen darf, muss sie eine entsprechende Erlaubnis von der BaFin erhalten. Dieser Prozess zusammen mit den internen Vorbereitungen für die Einrichtung eines neuen Pfandbriefprogramms kann nach unserer Schätzung zwei bis drei Jahre dauern. Hinzu kommen eventuell noch die Aufwendungen für die Erstellung eines Pfandbriefratings.

Auf der Haben- oder **Nutzenseite** lässt sich verbuchen, dass der Bank mit dem Pfandbrief ein **krisenerprobtes Refinanzierungsinstrument** zur Verfügung steht, mit dem der Zugang zum Kapitalmarkt eventuell auch dann möglich ist, wenn die Zeiten unruhiger werden. Gegenüber unbesicherten Bankanleihen bietet der Pfandbrief aus Emittentensicht **günstigere Refinanzierungskosten** (durch **geringere Risikoaufschläge**). Eigene Pfandbriefe können aber auch als Sicherheit bei der EZB hinterlegt werden. So können illiquide Vermögenswerte auf der Bilanz einer Bank wie beispielsweise Hypothekenkredite in ein EZB-fähiges Asset umgewandelt werden. Eigene Pfandbriefe können auch als Sicherheiten bei Geldmarktgeschäften verwendet oder gegen andere Wertpapiere getauscht werden. Dadurch können Refinanzierungskosten gesenkt oder Provisionserträge erwirtschaftet werden. **Der Pfandbrief bietet somit verschiedene Verwendungsmöglichkeiten**, die die Flexibilität einer Bank beim Liquiditätsmanagement und der langfristigen Refinanzierung unterstützen.

Pfandbriefe können entweder privat- oder öffentlich-platziert werden. Die **Investorenansprache und -pflege** erfordert ebenfalls Ressourcen beim Pfandbriefemittenten. Zu den bereits erwähnten Pflichtveröffentlichungen kommen noch **Investorenpräsentationen für eventuelle Investorengespräche** und Roadshows hinzu. Wenn eine Pfandbriefbank öffentlich platzierte Pfandbriefe im Sub-Benchmark- oder Benchmark-Format anstrebt, dürfte sich für die Bank auch das Thema Rating stellen, wobei die meisten Agenturen ein Emittentenrating für ein Pfandbriefrating voraussetzen. Die Versorgung der Agentur(en) mit Informationen im Rahmen von Gesprächen und in schriftlicher Form erfordert weitere Kapazitäten bei der Bank. Letztlich könnte auch die **Ausarbeitung eines Emissionsprospekts** für öffentliche Neuemissionen notwendig werden.

Mit Pfandbriefen bekommt eine Bank Zugang zu vergleichsweise günstigen, langfristigen Funding und sie kann sich damit **unabhängiger von Kundeneinlagen** machen. Insbesondere mit langfristigen Pfandbriefemissionen kann das **Asset-Liability-Management** der Bank mit Blick auf Eigenheimfinanzierungen mit langen Zinsbindungsfristen **verbessert werden**. Nicht wenige Banken aus Deutschland und anderen Ländern haben Covered Bonds genutzt, um damit die Refinanzierung über den Kapitalmarkt aufzunehmen.

Ein gesondertes Thema sind Grüne oder Soziale Pfandbriefe. Damit lassen sich neue Investoren ansprechen, die eine Bank mit konventionellen Pfandbriefen eventuell nicht erreicht. Die **Pfandbriefe im nachhaltigen Format** machen allerdings auch zusätzliche Arbeit in Form von Nachhaltigkeitsberichten, Allocation Reports und der Erstellung eines Rahmenwerks (Framework) für Grüne oder Soziale Pfandbriefe.

Quelle: DZ BANK

Der Hintergrund für die Forderung des vdp ist schnell erklärt. Die Risikoaufschläge deutscher Pfandbriefe sind zwar niedriger als die Risikoaufschläge der meisten anderen europäischen Covered Bonds, was wohl auch auf die überdurchschnittlich strengen gesetzlichen Grundlagen in Deutschland zurückzuführen ist. Dennoch sind die **Gesam refinanzierungskosten für Pfandbriefbanken höher als bei der internationalen Konkurrenz**, weil im Durchschnitt ein deutlich höherer Anteil des Hypothekenaktivgeschäfts mit unbesicherten Instrumenten refinanziert werden muss. Das liegt nicht nur an dem im internationalen Vergleich niedrigen LTV-Limit. In Deutschland kommen noch die **strengen Vorschriften für die Ermittlung des Beleihungswerts** hinzu. Diese strengen Vorgaben führen dazu, dass der Beleihungswert einer Immobilie (der maßgeblich für das LTV-Limit ist) oft deutlich

Enge Spreads, aber dennoch insgesamt hohe Refinanzierungskosten aufgrund niedriger LTV-Limits

unter ihrem Marktwert liegt, wobei die Bewertungsabschläge bei Gewerbeimmobilien zum Teil deutlich höher sind als bei Wohnimmobilien.

Die Tabelle fasst ein **Beispiel** von Moody's zusammen, das die **Deckungsfähigkeit einer Eigenheimfinanzierung** bei einem deutschen und einem niederländischen Hypotheken Covered Bond vergleicht. Dieses Beispiel berücksichtigt zusätzlich die Tatsache, dass in vielen Ländern, darunter auch in den Niederlanden, der **indexierte Marktwert** der Immobilie verwendet werden darf. Das bedeutet, dass sich der Anteil des Kredits, der als Deckungswert verwendet werden kann, bei entsprechenden Marktwertsteigerungen auch nachträglich erhöht. **Demgegenüber** muss in Deutschland der **konservative Beleihungswert** angesetzt werden, **der im Zeitverlauf nicht steigen darf**. Außerdem berücksichtigt das Beispiel von Moody's die unterschiedliche Höhe der gesetzlichen Überdeckungsanforderung, die in den Niederlanden etwas höher als in Deutschland ist. Unter dem Strich kann eine deutsche Pfandbriefbank in diesem theoretischen, aber nicht unrealistischen Beispiel 60 Prozent des Kreditbetrags der Eigenheimfinanzierung als Deckungswert verwenden, während es bei der niederländischen Bank 95 Prozent sind.

Deutsche Pfandbriefbanken können nur einen geringeren Anteil des Kredits als Deckungswert verwenden

Zur Abschätzung der **Refinanzierungskosten** haben wir die Swapsreads (Stand 4. März 2026) der Subindizes für Deutschland und die Niederlande aus dem iBoxx € Banks Senior Index und dem iBoxx € Covered Index verwendet. Die **gewichtete Summe dieser Spreads** ergab, dass die Refinanzierungskosten einer deutschen Pfandbriefbank derzeit insgesamt 13 Basispunkte höher wären als bei einer niederländischen Bank. Die Gewichtung der unterschiedlichen Refinanzierungsquellen richtet sich nach dem Anteil des Kredits, der als Deckungswert verwendet werden kann. **Durch eine Anhebung des LTV-Limits in Deutschland würde der Refinanzierungsvorteil niederländischer Banken in unseren Beispielrechnungen auf rund 2 Basispunkte sinken.**

Mit der Anhebung des LTV-Limits könnte der Refinanzierungsnachteil größtenteils wettgemacht werden

Anhebung des LTV-Limits für Wohnimmobilien bei deutschen Pfandbriefen: Zusammenfassung aus Sicht von Investoren und Emittenten

Perspektive	Vorteile	Nachteile
Emittent (Pfandbriefbank)	Geringere Gesamtrefinanzierungskosten: Banken können einen größeren Teil ihres Hypothekengeschäfts über den kostengünstigen Pfandbrief refinanzieren. Der Anteil der teureren, unbesicherten Refinanzierungen sinkt, wodurch sich die Wettbewerbsfähigkeit deutscher Banken verbessert. Erhöhte Flexibilität: Das potenzielle Volumen an deckungsfähigen Krediten steigt deutlich. Dies verschafft den Banken, insbesondere Spezialinstituten mit knapperer Deckungsmasse, mehr Spielraum für Pfandbriefemissionen.	Gefahr höherer Risikoaufschläge: Investoren könnten die Anhebung der Beleihungsgrenze zum Anlass nehmen, höhere Risikoaufschläge für Pfandbriefe zu fordern. Dieser Effekt dürfte jedoch aufgrund der weiterhin strengen Vorschriften zur Ermittlung des Beleihungswerts begrenzt bleiben.
Investor	Pfandbrief bleibt ein sicheres Investment: Der entscheidende Schutzfaktor, die konservative Ermittlung des Beleihungswertes, bleibt bestehen. Dieser Puffer bietet auch bei einer LTV-Grenze von 80 Prozent für Wohnimmobilien ausreichenden Schutz vor möglichen Verlusten bei den Deckungswerten.	Reduzierter Sicherheitspuffer: Bei Wohnimmobilien, deren Preise in der Regel weniger stark schwanken als die Preise von Gewerbeimmobilien, wäre der Sicherheitspuffer künftig kleiner. Er würde jedoch weiterhin den internationalen Standards entsprechen. Psychologischer Effekt: Die Abkehr vom bisherigen hohen Sicherheitsstandard könnte als Signal für eine Aufweichung wahrgenommen werden, auch wenn das tatsächliche Risiko nur geringfügig steigt. Das Vertrauen der Investoren kann an dieser Stelle von großer Bedeutung sein.

Quelle: DZ BANK

Die Position des vdp in diesem Zusammenhang lässt sich aus unserer Sicht grob wie folgt zusammenfassen: **Die Kombination aus strengem Beleihungswert und niedrigem LTV-Limit geht über das notwendige Maß hinaus.** Der strenge Beleihungswert stellt in Kombination mit einem LTV-Limit von 80 Prozent für Wohnimmobilien weiterhin einen hohen Schutz der Pfandbriefgläubiger sicher und entspricht den **internationalen Standards** für European Covered Bonds (Premium). Im Beispiel müsste der niederländische Hauspreis um 26,6 Prozent fallen, bevor der Deckungswert einen Verlust erleidet. Einen **ähnlich guten, aufgrund des Beleihungswerts möglicherweise sogar höheren (und damit besseren) Wert** würden wir für deutsche Hypothekendarlehen erwarten, wenn das LTV-Limit auf 80 Prozent angehoben würde.

Ratingagenturen sehen ein höheres LTV-Limit nicht als problematisch an

Ratingagenturen sehen in der Anhebung der Beleihungswertgrenze für Wohnimmobilienfinanzierungen übereinstimmend **kein wesentliches Problem**. In ihren Analysen heben sie aber **unterschiedliche Aspekte** hervor. Im Einzelnen haben sich die Agenturen wie folgt geäußert:

» **Fitch sieht durch die Anhebung des LTV-Limits keine Gefahr für die aktuellen Ratings deutscher Hypothekendarlehen** (siehe Fitch „Higher Mortgage LTV Caps for German Pfandbriefe Unlikely to Harm Ratings“ vom 2. Juni 2026). **Nach Ansicht von Fitch** würde eine Erhöhung auf 80 Prozent die **Aussichten für die Verwertungserlöse** der Deckungsmassen zwar **leicht schwächen**, der **negative Effekt aber begrenzt** bleiben und für sich genommen die Pfandbriefratings wahrscheinlich nicht beeinflussen. Dabei weist die Ratingagentur unter anderem darauf hin, dass die **LTV-Berechnung in Deutschland** auf dem **Beleihungswert der Immobilie** beruht, der konservativer (vorsichtiger) ermittelt wird als der von der Agentur in ihren Analysen verwendete Marktwert. Dadurch bestünde **im Fall eines Zahlungsausfalls des Kreditnehmers ein zusätzlicher Puffer**. Nach Ansicht von Fitch wird das **Risiko** geringerer Verwertungserlöse **durch die vorhandene Überdeckung** in deutschen Pfandbriefprogrammen **begrenzt**. Die Anhebung des Limits würde nach Ansicht von Fitch das **Volumen der deckungsfähigen Darlehen erhöhen** und könnte zu **mehr Pfandbriefemissionen** führen und möglicherweise generell die **Kosten für Hypothekendarlehen verringern**.

» **Moody's** veröffentlichte Mitte Juni seine Einschätzung (siehe Moody's Studie „Proposed changes add risks to cover pools but strengthen Pfandbrief as a funding tool“ vom 15. Juni 2026). Die höhere LTV-Grenze würde sich weiterhin auf den **konservativ ermittelten Beleihungswert** der Immobilien und nicht auf deren Marktwert beziehen. Zudem weist die Agentur darauf hin, dass die **Überdeckung in Deutschland aus Deckungswerten bestehen muss**, die die **gesetzlichen Qualitätskriterien erfüllen**. In vielen anderen Ländern innerhalb und außerhalb Europas können die Überdeckungsanforderungen auch durch Darlehensteile erfüllt werden, die über das LTV-Limit hinausgehen, solange sie Teil der Deckungsmasse sind. In einer **Beispielrechnung** legt Moody's dar, dass **der mit Hypothekendarlehen refinanzierbare Darlehensanteil deutlich steigen würde**, wenn das LTV-Limit angehoben würde. Entsprechend würde der Anteil der Immobilienfinanzierungen sinken, der mit anderen Instrumenten wie Einlagen oder unbesicherten Bankanleihen refinanziert werden müsste. Aufgrund der Verwendung des Beleihungswerts der Immobilien für das LTV-Limit und der Regelungen zur Überdeckung liegt der über Pfandbriefe refinanzierbare Anteil aber immer noch klar unter den

Der Beleihungswert bietet in Kombination mit einem LTV-Limit von 80 Prozent ausreichenden Schutz

Ratingagenturen heben unterschiedliche Aspekte hervor

Fitch sieht durch eine Anhebung des LTV-Limits auf 80 Prozent keine Gefahr für die Ratings deutscher Pfandbriefe

Moody's sieht in einem höheren LTV-Limit in Deutschland kein wesentliches Problem

Vergleichswerten vieler anderer EU-Länder. Moody's geht nicht davon aus, dass eine mögliche Anhebung des LTV-Limits die **Collateral Scores** deutscher Hypothekenspfandbriefe wesentlich verschlechtern würde.

» S&P sieht in einer möglichen Anhebung des LTV-Limits für Wohnimmobilienfinanzierungen keine wesentlichen Probleme. In der Studie „How Higher LTV Limits Will Affect German Mortgage Covered Bond Ratings“ vom 30. Juni 2026 weist S&P darauf hin, dass **Kredite mit einem höheren LTV grundsätzlich mit höheren Ausfallrisiken verbunden sind**. Gleichzeitig würde der in Deutschland verwendete **konservative Beleihungswert** die Auswirkungen der Anhebung des LTV-Limits abmildern. Durch das höhere LTV-Limit würden sich mehr Kredite beziehungsweise zusätzliche Kreditteile als Deckungswerte qualifizieren. Die Agentur erwartet, dass dadurch zunächst **die Überdeckung steigt** und der **Anteil von Gewerbeimmobilienfinanzierungen an der Deckungsmasse zurückgeht**. Beides sind für S&P positive Faktoren, die die Kreditqualität der Deckungsmassen stärken sollten. Demgegenüber seien die Laufzeiten der in Deutschland meist festverzinslichen Eigenheimfinanzierungen deutlich länger und ihre Zinsmargen geringer als bei Gewerbeimmobilienfinanzierungen. Beide Aspekte bewertet S&P negativ. In **der Gesamtschau überwiegen für die Agentur jedoch die positiven Aspekte**, weshalb sie keine unmittelbare Gefahr für die aktuellen Covered Bond Ratings in Deutschland sieht.

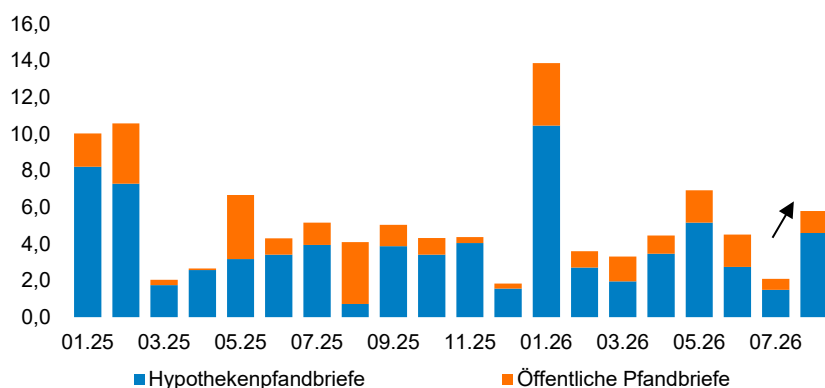
Für S&P überwiegen die positiven Aspekte einer möglichen Anhebung des LTV-Limits in Deutschland

Neuemissionen: Öffentliche Pfandbriefe liefern wieder Wachstumsimpulse

Laut dem am 10. September 2026 veröffentlichten [Newsletter](#) des vdp ist das **Pfandbriefneuemissionsvolumen im August 2026 auf 5,8 Mrd. Euro gestiegen**. Im Juli waren es bedingt durch die Sommerferien lediglich 2,1 Mrd. Euro. Im August entfielen auf das Neuemissionsvolumen laut vdp 4,6 Mrd. Euro auf Hypothekenspfandbriefe und 1,2 Mrd. Euro auf Öffentliche Pfandbriefe. Nach unseren Aufzeichnungen wurden im August **vier Pfandbriefe im Volumen von 3,75 Mrd. Euro im Euro-Benchmark-Format** sowie ein Pfandbrief im Sub-Benchmark-Format (250 Mio. Euro) an den Markt gebracht. Das seit Jahresbeginn emittierte Gesamtvolumen liegt laut vdp bei 44,6 Mrd. Euro und damit **6 Prozent unter dem Niveau des Vorjahreszeitraums**.

Im August wieder mehr Pfandbriefneuemissionen in Deutschland

[G7] Neuemissionsvolumen stieg in Deutschland im August wieder deutlich an
Pfandbriefneuemissionsvolumen in Mrd. Euro



Quelle: vdp, DZ BANK

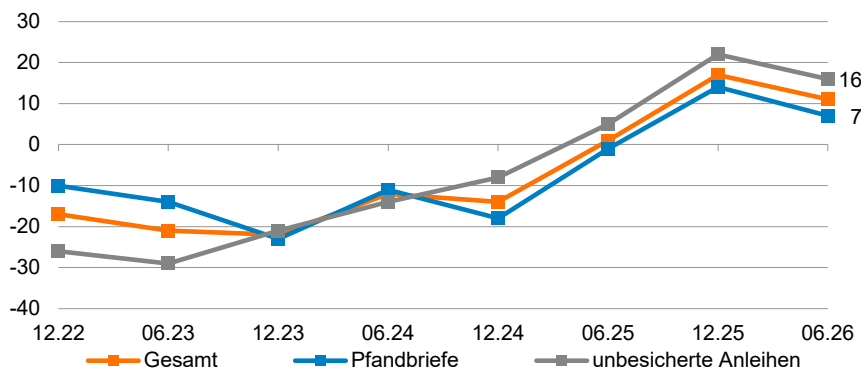
Hypothekendarpfandbriefe bleiben das Rückgrat des deutschen Pfandbriefmarkts. Seit Jahren übersteigt das Neuemissionsvolumen der Hypothekendarpfandbriefe das der Öffentlichen Pfandbriefe bei Weitem. Entsprechend ist der **Marktanteil der Hypothekendarpfandbriefe im Umlaufvolumen schrittweise gestiegen**. Seit 2023 hat sich der Marktanteil von Hypothekendarpfandbriefen laut Daten der Bundesbank **bei etwa drei Vierteln** stabilisiert. Öffentliche Pfandbriefe machen das verbleibende Viertel aus. Schiffsdarpfandbriefe spielen am Pfandbriefmarkt aufgrund ihres geringen Umlaufvolumens seit einigen Jahren nur noch eine untergeordnete Rolle.

Hypothekendarpfandbriefe sind das Rückgrat des Pfandbriefmarkts

Von Januar bis einschließlich August 2026 entfielen knapp 27 Mrd. Euro der **Neuemissionen auf Pfandbriefe im Euro-Benchmark-Format**. Neuemissionen im Sub-Benchmark-Format (mindestens 250 Mio. Euro) trugen weitere 2,4 Mrd. Euro bei. Die **Pfandbriefe im Benchmark-Format** verteidigen damit ihren **ersten Platz beim Anteil an den Neuemissionen** (und auch beim Umlaufvolumen). Im ersten Halbjahr 2026 kamen die Pfandbriefe im Benchmark-Format nach unseren Berechnungen auf einen **Marktanteil von 57 Prozent**, die Pfandbriefe im Sub-Benchmark-Format kamen im gleichen Zeitraum auf einen Marktanteil von 5 Prozent. Das Neuemissionsvolumen von Namensdarpfandbriefen hat sich seit 2023 bei rund 10 Prozent des gesamten Neuemissionsvolumens stabilisiert. Ihr Anteil am Umlaufvolumen erreichte Mitte 2026 rund 25 Prozent.

Pfandbriefe im Benchmark-Format mit einem Anteil von über 50 Prozent

[G8] vdp-Emissionsklima rückläufig, bleibt aber insgesamt positiv
vdp-Emissionsklima in Punkten



Quelle: vdp, DZ BANK

Die **aktuelle Marktverfassung spricht** aus unserer Sicht weiterhin **für ein günstiges Umfeld für Neuemissionen**. Die vom vdp veröffentlichte **Einschätzung seiner Mitgliedsinstitute** zum aktuellen und künftigen **Neuemissionsumfeld legt diesen Schluss nahe** (siehe [vdp-Pressemitteilung](#) vom 16. Juni 2026). Der Gesamtindex und die beiden Subindizes für Pfandbriefe und unbesicherte Anleihen lagen zuletzt weiterhin im positiven Bereich. Sie liegen aber etwas unter den bisherigen Rekordwerten von Dezember 2025. Im Rahmen einer Mitgliederbefragung ermittelt der vdp seit Dezember 2022 halbjährlich das Emissionsklima. Für Pfandbriefe liegt der Wert aktuell bei +7 Punkten (Dezember 2025: +14 Punkte). Der Stimmungsindikator des vdp kann **Werte von -100 bis +100 Punkten** annehmen. Ein Punktwert von 0 entspricht dabei einem stabilen Kapitalmarktumfeld, in dem geplante Neuemissionen ohne Probleme platziert werden können.

vdp-Emissionsklima fällt zurück, signalisiert aber weiterhin eine insgesamt optimistische Einschätzung der Gesamtlage ...

Nach Einschätzung der Befragten trüben sich die Aussichten für das zweite Halbjahr 2026 jedoch ein. Die aktuelle Investorennachfrage nach Pfandbriefen wird mit +71 Punkten sehr positiv bewertet. Für die kommenden sechs Monate sinkt der entsprechende Wert jedoch auf +6 Punkte. Der **zunehmend geringere Aufschlag**

... vdp-Mitglieder beurteilen die kommenden sechs Monate vorsichtiger

der Pfandbriefe **gegenüber Bundesanleihen** belastet nach Ansicht der vdp-Mitglieder die Nachfrage. Dieser Faktor gewinnt zunehmend an Bedeutung. Auch die fehlende Unterstützung durch die EZB wird als insgesamt negativ eingestuft. Für das zweite Halbjahr 2026 beurteilen die vdp-Mitglieder hingegen die **allgemeine Zinsentwicklung** und den **Aufschlag der Pfandbriefe gegenüber der Swapkurve** positiv. In der Dezember-Umfrage war das Niveau des Asset-Swapsreads noch als Belastungsfaktor bewertet worden.

Komponenten des vdp-Emissionsklimaindex, allgemeine Zinsentwicklung größter Aktivposten in den nächsten sechs Monaten

	Pfandbriefe (aktuell)	Pfandbriefe (in den nächsten 6 Monaten)	Unbesicherte Anleihen (aktuell)	Unbesicherte Anleihen (in den nächsten 6 Monaten)
Investorennachfrage	71	6	48	4
- das Überzeichnungsniveau bei Emissionen	37	34	29	13
- das Asset-Swapsread-Niveau	-6	6	40	16
- den Aufschlag zu Bundesanleihen	-32	-38	--	--
Anstehende Fälligkeiten	--	0	--	0
Ratingtrend im Bankensektor	--	0	--	0
Das zu refinanzierende Aktivgeschäft	--	-6	--	-6
Allgemeine Zinsentwicklung	--	59	--	59
EZB-Unterstützung	--	-12	--	--

Quelle: vdp, DZ BANK, -- = keine Angaben

Nicht alle Covered Bonds werden am Markt platziert

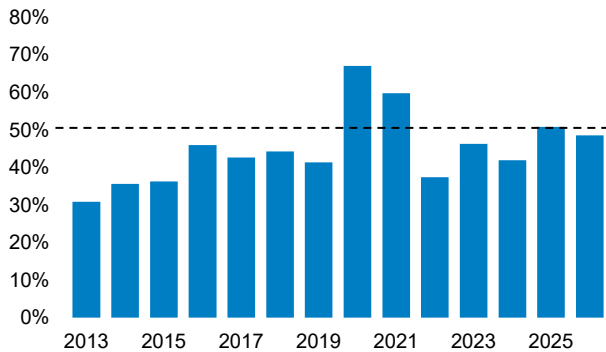
Laut dem „Covered Bond Chartbook Q2 2026“ von Bloomberg wurden **im zweiten Quartal 2026 Covered Bonds im Volumen von 64 Mrd. Euro von Banken neu aufgelegt und einbehalten**. Im gleichen Zeitraum wurden darüber hinaus gedeckte Bankanleihen im Volumen von 59 Mrd. Euro öffentlich und 6 Mrd. Euro privat platziert. Bezogen auf die zurückliegenden zwölf Monate (Juli 2025 bis Juni 2026) wurden 160 Mrd. Euro an Covered-Bond-Neuemissionen einbehalten, 182 Mrd. Euro öffentlich und 28 Mrd. Euro privat platziert. Der **Anteil einbehaltener Covered Bonds an den Neuemissionen liegt** damit derzeit **bei vergleichsweise hohen 43,2 Prozent**. Während der Corona-Pandemie und der Laufzeit der gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (Targeted Longer-Term Refinancing Operations, TLTRO) der EZB lag der Anteil in der Spitze bei etwa zwei Dritteln. Davor und insbesondere vor dem Beginn der (T)LTRO-Programme der EZB lag der Anteil aber eher bei grob einem Drittel. **Banken behalten derzeit offenbar einen größeren Teil ihrer auf Euro lautenden Covered-Bond-Neuemissionen ein.**

Anteil einbehaltener Covered Bonds liegt bei rund 43 Prozent

Es gibt leider keine offiziellen Statistiken zu **einbehaltenen Covered Bonds**. Wir haben Daten von Bloomberg und von Moody's ausgewertet und uns dabei auf Euro lautende Covered Bonds mit einem Volumen von mindestens 250 Mio. Euro konzentriert. Es gibt viele Anleihen, die eindeutig öffentlich platziert (sprich syndiziert) wurden. Es gibt daneben auch zahlreiche Anleihen, die von Bloomberg als „Retained Deal“ klassifiziert wurden. Darüber hinaus gibt es jedoch **zahlreiche Anleihen**, die von Bloomberg nicht als Retained Deal eingestuft wurden, bei denen wir aber starke **Zweifel** haben, dass diese Anleihen syndiziert wurden. **Wir haben die aus Bloomberg extrahierten Daten deshalb einzeln geprüft** und zum Beispiel gedeckte Anleihen, die vom Emittenten selbst (ohne Mitwirkung einer anderen Bank oder eines Konsortiums) aufgelegt wurden, in unserer Liste als Retained Deal gekennzeichnet. Die von uns auf diese Weise erzeugten Daten stimmen gut mit den von Moody's zu diesem Thema veröffentlichten Daten überein.

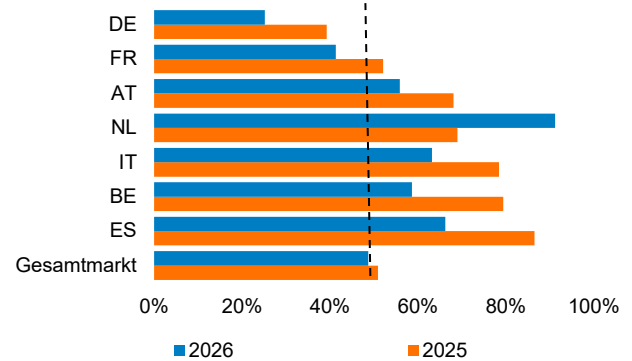
Es ist nicht immer eindeutig, ob eine Anleihe einbehalten wurde

[G9] Banken behalten mehr ihrer Covered Bonds ein
Anteil von einbehaltenen Covered Bonds am Volumen aller Neuemissionen mit einem Emissionsvolumen von mindestens 250 Mio. Euro



Quelle: Bloomberg, DZ BANK, Stand der Daten für 2026 per 14. Juli

[G10] Einbehaltungsquote in Deutschland deutlich unterdurchschnittlich
Anteil von einbehaltenen Covered Bonds am Volumen aller Neuemissionen mit einem Emissionsvolumen von mindestens 250 Mio. Euro



Quelle: Bloomberg, Moody's, DZ BANK, Stand der Daten für 2026 per 14. Juli

In den hier präsentierten Zahlen für Euro-Neuemissionen sind auch Anleihen von außereuropäischen Banken enthalten, die vermutlich einen geringeren Anteil ihrer Euro-Neuemissionen einbehalten als Kreditinstitute aus der Eurozone. Es wäre daher nicht überraschend, wenn eine Reihe von Ländern der Eurozone über dem Marktdurchschnitt läge. Nach den uns vorliegenden Daten war **der Anteil einbehaltener Covered Bonds** im Verhältnis zu allen Euro-Neuemissionen **in Belgien, Italien, den Niederlanden und Spanien** im Gesamtjahr 2025 und im ersten Halbjahr 2026 **besonders hoch**. Im Gegensatz dazu blieb der Anteil bei deutschen Pfandbriefbanken deutlich unter dem Marktdurchschnitt.

Unterdurchschnittlicher Anteil einbehaltener Covered Bonds in Deutschland

Vielseitige Verwendungsmöglichkeiten für einbehaltene Covered Bonds

Banken dürften ihre einbehaltenen Covered Bonds zum Teil bei der EZB als Sicherheiten hinterlegt haben. Aus den Angaben der EZB (siehe [hier](#)) geht hervor, dass **Ende 2025 Covered Bonds im Volumen von insgesamt 463,5 Mrd. Euro bei der EZB hinterlegt** waren. Dies entspricht etwa 24 Prozent des ausstehenden Covered Bond Volumens, das sich als Sicherheit für die EZB qualifiziert hat. Diese Angaben beziehen sich auf alle Covered Bonds, unabhängig davon, ob die Banken eigene Covered Bonds oder Anleihen von Drittbanken bei der EZB eingereicht haben. Nach dem Ende von TLTRO III ist das Volumen der bei der EZB als Sicherheiten hinterlegten Covered Bonds von über 700 Mrd. Euro deutlich zurückgegangen.

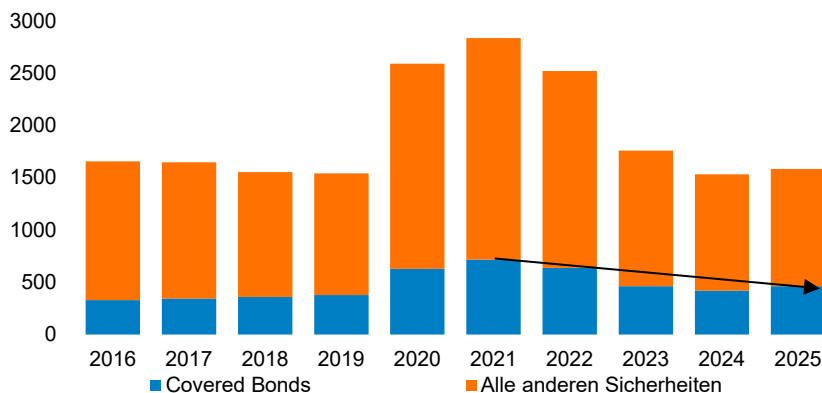
Während TLTRO III stieg das Volumen der bei der EZB als Sicherheiten hinterlegten Covered Bonds steil an

Im Zusammenhang mit den EZB-Sicherheiten fällt immer wieder der Begriff der bedingten Liquidität oder Eventualliquidität (**Contingent Liquidity**). Banken können Sicherheiten auf Vorrat bei der EZB hinterlegen, um dann **im Bedarfsfall kurzfristig Zentralbankkredite** abrufen zu können. **Eigene Covered Bonds** erscheinen uns im Zusammenhang mit Contingent Liquidity als gut geeignet, weil die Banken ihre Sicherheiten selbst schaffen können, solange sie ausreichend viele Deckungswerte haben. Sie können auf diese Weise vergleichsweise illiquide Portfolien aus Immobilienkrediten in EZB-fähige Vermögenswerte umwandeln und müssen dann Vermögenswerte wie Staatsanleihen nicht am Markt einkaufen.

Banken hinterlegen Sicherheiten für Contingent Liquidity auf Vorrat

[G11] Seit 2021 werden weniger Covered Bonds bei der EZB als Sicherheiten hinterlegt

Verwendete Sicherheiten, Durchschnittswerte der Monatsenddaten für jeweiligen Zeitraum, Angaben in Mrd. Euro



Quelle: [Europäische Zentralbank](#), DZ BANK

Eine weitere Verwendungsmöglichkeit eigener Pfandbriefe oder Covered Bonds besteht darin, sie als **Sicherheiten bei Interbankgeschäften wie Repos** zu hinterlegen. Sie bieten dabei eine Reihe von Vorteilen gegenüber anderen Vermögenswerten (siehe „[European Repo Market Survey](#)“ vom 26. März 2026 der International Capital Market Association, ICMA). Laut ICMA waren die **Sicherheitsabschläge für Covered Bonds** bei Tri-Party Repos im Dezember 2025 mit **durchschnittlich 1,6 Prozent** sogar niedriger als die Sicherheitsabschläge für Staatsanleihen mit 2,4 Prozent. Dies dürfte nach unserer Einschätzung zum Teil damit zusammenhängen, dass die Ratings für Hypotheken Covered Bonds beispielsweise im Fall von Frankreich oder Belgien mit AAA inzwischen spürbar höher liegen als die Ratings der Staatsanleihen. **In einem wachsenden Markt für Tri-Party Repos erreichte der Anteil von Covered Bonds an den hinterlegten Sicherheiten im Dezember 2025 einen Wert von 22,3 Prozent.** Die Dezember-Werte für die Jahre 2018 bis 2021 lagen durchgehend unter 10 Prozent, während der Anteil im Jahr 2023 zwischenzeitlich auf 28,2 Prozent stieg. Einbehaltene Covered Bonds bieten Emittenten zusätzlich die Möglichkeit, die **Passivseite ihres Covered Bond Programms zu gestalten**. Die Bank kann beispielsweise für einen zweijährigen Geldmarktkredit ihrem Geschäftspartner einen eigenen zehnjährigen Covered Bond als Sicherheit stellen. Im Rahmen der Beurteilung des Covered Bond Programms durch eine Ratingagentur wird der Covered Bond als zehnjähriges Instrument berücksichtigt, auch wenn der Geldmarktkredit für den Emittenten nur zwei Jahre läuft.

Geringe Sicherheitsabschläge bei Interbankgeschäften

Anteil von Covered Bonds steigt in einem wachsenden Markt

Verteilung der für Tri-Party Repos hinterlegten Sicherheiten

	Dezember 2021	Dezember 2022	Dezember 2023	Dezember 2024	Dezember 2025
Forderungen gegen Staaten (Staatsanleihen)	48,6 Prozent	38,2 Prozent	34,7 Prozent	41,0 Prozent	46,2 Prozent
Öffentliche Förderinstitute (Agencies)/ Gebietskörperschaften	8,2 Prozent	9,8 Prozent	7,0 Prozent	5,3 Prozent	5,8 Prozent
Supranationale Institutionen	4,2 Prozent	9,8 Prozent	8,1 Prozent	7,8 Prozent	8,6 Prozent
Unternehmensanleihen	10,6 Prozent	19,7 Prozent	16,1 Prozent	10,1 Prozent	12,3 Prozent
Covered Bonds	6,4 Prozent	16,0 Prozent	28,2 Prozent	18,1 Prozent	22,3 Prozent
ABS*	3,8 Prozent	4,6 Prozent	4,1 Prozent	3,6 Prozent	3,3 Prozent
Andere	18,2 Prozent	1,9 Prozent	1,8 Prozent	14,1 Prozent	1,5 Prozent

Quelle: International Capital Market Association, DZ BANK; * Asset Backed Securities inklusive Residential Mortgage Backed Securities (RMBS), Commercial Mortgage Backed Securities (CMBS), Collateralised Debt Obligation (CDO), Credit Linked Notes (CLN), Collateralised Loan Obligations (CLO)

Eigene Covered Bonds können auch verliehen werden, woraus sich **Provisionserträge** für den Emittenten ergeben können. Allerdings muss der Emittent seine **Deckungswerte** für den Covered Bond **auf anderem Wege refinanzieren** (zum Beispiel über unbesicherte Bankanleihen oder Einlagen). Diese Mehrkosten in Form höherer Refinanzierungskosten für andere Instrumente im Vergleich zu Covered Bonds dürfen nicht höher ausfallen als der Provisionsertrag aus der Wertpapierleihe, damit das Geschäft wirtschaftlich ist. **Anleihen könnten** natürlich auch **getauscht werden**, auch die zuvor beschriebene Wertpapierleihe könnte besichert erfolgen. Wenn ein Covered Bond Emittent vorübergehend eine bestimmte Anleihe benötigt (zum Beispiel für seine Mindestliquiditätsquote, LCR), dann kann er eine entsprechende **Anleihe** für eine bestimmte Zeit **am Markt leihen**. Der eigene Covered Bond, der sich für das eigene LCR-Portfolio der Bank nicht qualifizieren würde und eventuell als Sicherheit für diese Leihe gestellt oder vorübergehend gegen die Anleihe getauscht würde, könnte somit in einen LCR-fähigen Vermögenswert umgewandelt werden.

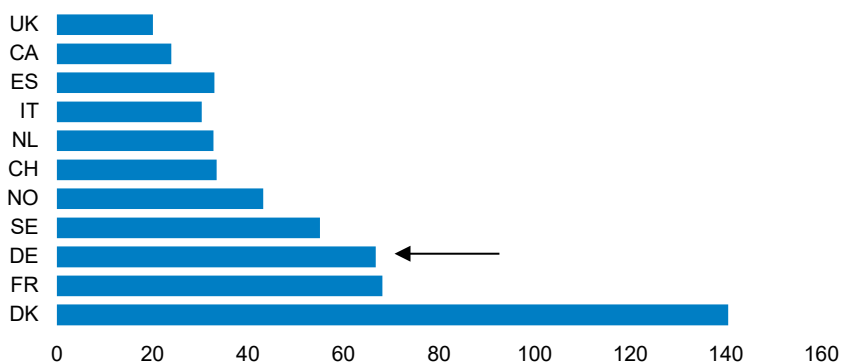
Wertpapierleihe und Wertpapiertausch können Provisionserträge bieten

Einordnung des Pfandbriefs im globalen Covered-Bond-Markt

Der **globale Covered-Bond-Markt**, zu dem auch der deutsche Pfandbriefmarkt zählt, erreichte 2025 nach Angaben des European Covered Bond Council (ECBC) ein **ausstehendes Volumen von 3,4 Bio. Euro**. Dies entspricht einem **Wachstum von 3 Prozent gegenüber dem Vorjahr**. Seit 2016 hat sich das weltweite Umlaufvolumen damit um beachtliche 37 Prozent erhöht. Das **globale Bruttoneuemissionsvolumen** stieg 2025 um 15 Prozent gegenüber dem Vorjahr auf **umgerechnet 640,6 Mrd. Euro**.

Der globale Covered-Bond-Markt bleibt auf Wachstumskurs

[G12] Dänemark ist unangefochten auf Platz 1 bei Neuemissionen, Deutschland ist dicht hinter Frankreich auf dem dritten Platz
Bruttoneuemissionsvolumen in Mrd. Euro für 2025



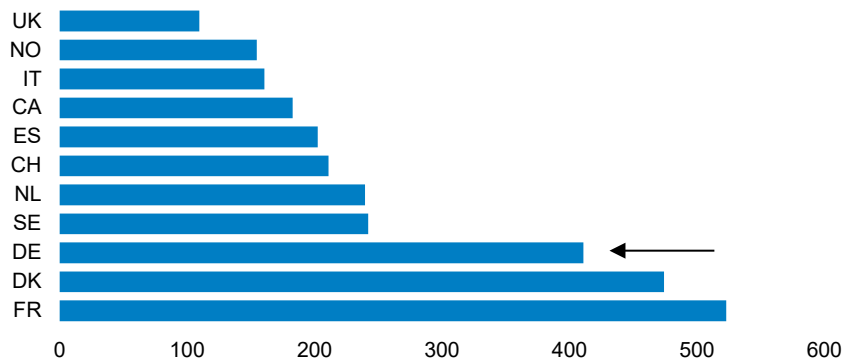
Quelle: ECBC, DZ BANK

Deutschland liegt beim Bruttoneuemissions- und Umlaufvolumen auf Platz 3. Das Neuemissionsvolumen deutscher Pfandbriefe betrug laut ECBC 2025 rund 67 Mrd. Euro (2024: 57 Mrd. Euro), womit die deutschen Emittenten lediglich rund 1 Mrd. Euro hinter den französischen Emittenten lagen. Die dänischen Covered-Bond-Emittenten erreichten 2025 ein Bruttoneuemissionsvolumen von 140,5 Mrd. Euro und lagen damit weit vor allen anderen Ländern. **Auf die Covered-Bond-Neuemissionen der zehn volumenstärksten Länder entfielen bereits 82 Prozent der weltweiten Neuemissionen.** Ende 2025 erreichte das Umlaufvolumen in Deutschland laut ECBC 410,9 Mrd. Euro (2024: 399,5 Mrd. Euro), womit Deutschland ebenfalls wieder hinter Frankreich und Dänemark auf Platz 3 lag.

Deutschland liegt beim Umlauf- und Neuemissionsvolumen weltweit auf Platz 3

Allerdings lag Frankreich beim Umlaufvolumen mit 522,8 Mrd. Euro vor Dänemark mit 474,0 Mrd. Euro. Der Anteil der zehn größten Ländersegmente am weltweiten Umlaufvolumen betrug ebenfalls 82 Prozent.

[G13] Frankreich, Dänemark und Deutschland mit deutlichem Abstand vor Schweden
Umlaufvolumen in Mrd. Euro, Stand Ende 2025



Quelle: ECBC, DZ BANK

BANKEN BILDEN DAS RÜCKGRAT DER NACHFRAGE

Banken sind nicht nur Emittenten von Pfandbriefen oder Covered Bonds, sondern auch die wichtigste Investorengruppe geblieben. Im Folgenden analysieren wir die **Nachfrage nach Covered Bonds über einen längeren Zeitraum**, wobei wir uns nicht auf deutsche Pfandbriefe beschränken, sondern den **Blick auf internationale Covered Bonds im Euro-Benchmark-Format aus der Eurozone richten**. Dadurch haben wir eine **breitere Datengrundlage** für unsere Untersuchungen. Das Segment der Benchmark Covered Bonds mit einem Emissionsvolumen von mindestens 500 Mio. Euro stellt außerdem das **liquideste Marktsegment** dar, für das die besten **Informationen zur Investorenverteilung** in den allokierten Orderbüchern vorliegen. Für die im Sekundärmarkt gehandelten Covered Bonds stehen die Informationen über die Investorenverteilung nicht so transparent wie am Primärmarkt zur Verfügung, weshalb wir uns bei unseren Untersuchungen auf die großvolumigen Euro-Neuemissionen beschränkt haben.

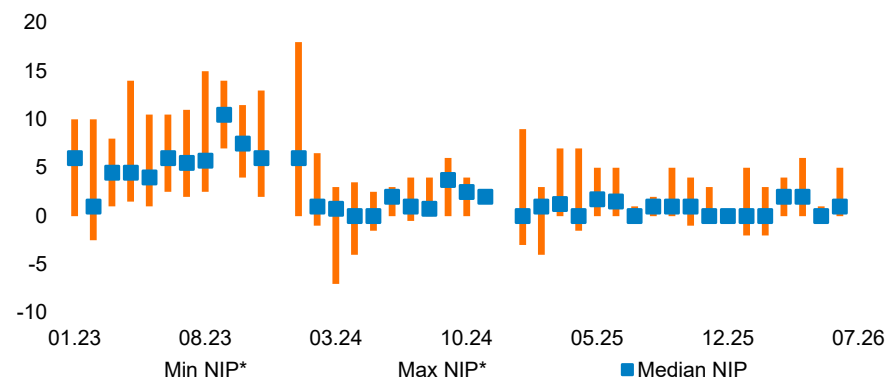
Großvolumige Euro-Neuemissionen im Fokus

Die Nachfrage nach den Covered-Bond-Neuemissionen war in den vergangenen Monaten Schwankungen ausgesetzt. Das ist völlig normal und gilt natürlich auch in Zeiten eines volatilen Marktumfelds. In einigen wenigen Fällen reichte die Nachfrage gerade aus, um die Anleihe zu platzieren. Insgesamt lag die **Zeichnungsquote (Bid/Cover-Ratio) im ersten Halbjahr 2026 im Median bei 2,3**. Das heißt, dass sich für die meisten Neuemissionen eine mehr als ausreichende Nachfrage gefunden hat, obwohl die Neuemissionsprämien (NIP) seit 2024 auf einem geringen Niveau nahe der Nulllinie verharren. Die insgesamt **stabilen Swapsreads** und **geringen NIPs** trotz reger Primärmarktaktivitäten sprechen unserer Meinung nach für eine **sehr solide Nachfrage**. Covered Bonds könnten als sicherer Hafen im Creditmarkt in Zeiten erhöhter Unsicherheit und Volatilität profitiert haben. Wir werfen einen Blick auf die **Entwicklung der Nachfrage**, wobei wir uns vor allem die **Orderbücher für Euro-Benchmark-Neuemissionen** seit 2011 genauer angesehen haben. Eines können wir schon vorwegnehmen: Banken bleiben das Rückgrat der Covered Bond Nachfrage.

Das Rückgrat der Nachfrage bleiben Banken

[G14] Median der NIPs blieb Monat für Monat nahe null

Angaben zu Neuemissionsprämien (NIP) je Monat in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, DZ BANK, Stand: 30.06.2026; * Endpunkte der blauen Balken sind die niedrigste NIP (min NIP) und die höchste NIP (max NIP) im jeweiligen Monat.

Banken bleiben eine sichere Bank für die Nachfrage nach Covered Bonds

Die Europäische Bankenaufsichtsbehörde (EBA) hat in einem ihrer aktuellen [Risk Assessment Report](#) vom 18. Juni 2026 unter anderem die Entwicklung der Bestände an Covered Bonds veröffentlicht, die Banken als qualitativ hochwertige liquide Vermögenswerte (HQLA) halten. Covered Bonds im Benchmark-Format können von Banken im Rahmen der Mindestliquiditätsquote (LCR) als HQLA Level 1 verwendet werden. **Laut EBA haben sich die Bestände bei Banken aus dem Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) zum Ende des ersten Quartals 2026 gegenüber dem Vorjahresquartal erhöht.** Auch gegenüber dem Vorquartal ergab sich ein Zuwachs, eine Ausnahme bildeten Banken aus Mittel- und Osteuropa (MOE). Kräftige Steigerungen gab es vor allem bei französischen Kreditinstituten und bei Banken aus dem Benelux-Raum. Bei den Banken aus nordischen Ländern haben Covered Bonds an den LCR-Portfolien in der Regel einen sehr hohen Anteil. Trotz des bereits erreichten hohen Niveaus ging aber auch in dieser Region der Bestandsaufbau weiter. In Dänemark und Schweden sind aufgrund der geringen Staatsverschuldung Staatsanleihen gegenüber Covered Bonds knapp, weshalb den Banken vermutlich nicht viel anderes übrig bleibt, als auf Covered Bonds zurückzugreifen, wenn sie liquide und LCR-fähige Vermögenswerte in lokaler Währung suchen.

Regulatorische Privilegien schaffen
Anreize für Banken

Banken aus dem EWR erhöhten zuletzt ihre Covered Bond Bestände in ihren LCR-Portfolien

	Bestände zum Q1 2025 (in Mrd. Euro)	Bestände zum Q4 2025 (in Mrd. Euro)	Bestände zum Q1 2026 (in Mrd. Euro)	Veränderung gegenüber dem Vorjahr	Veränderung gegenüber dem Vorquartal
Deutschland, Österreich, Liechtenstein	107,6	122,9	127,0	18,1 Prozent	3,4 Prozent
Frankreich	42,7	50,5	58,4	36,9 Prozent	15,7 Prozent
Belgien, Luxemburg, Niederlande	35,8	47,5	49,5	38,1 Prozent	4,2 Prozent
Südeuropa	51,7	58,0	64,0	23,9 Prozent	10,4 Prozent
Nordeuropa	152,9	151,1	165,1	8,0 Prozent	9,3 Prozent
Mittel- und Osteuropa	1,4	2,1	2,0	46,7 Prozent	-6,5 Prozent

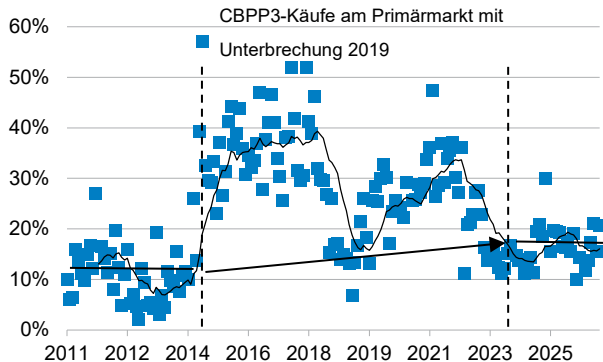
Quelle: EBA, DZ BANK

Die aufsichtsrechtlichen Privilegien von Covered Bonds dürften maßgeblich dazu beitragen, dass Banken traditionell die wichtigste Investorengruppe für Euro-Benchmark-Covered-Bonds sind. Das belegen die Orderbuchstatistiken für Neuemissionen im Euro-Benchmark-Format seit 2011. Für die folgenden Abbildungen [G15 bis G18 und G20 bis G23] haben wir einfache **Monatsdurchschnitte für verschiedene Merkmale** errechnet. Ein Merkmal ist zum Beispiel der Anteil der Nachfrage von Banken im Orderbuch einer Neuemission. Nach dem Ende der Käufe der EZB am Primärmarkt im März 2023 im Rahmen ihres dritten Covered Bond Kaufprogramms (CBPP3) **ist der Anteil von Banken und Vermögensverwaltern wieder angestiegen.** Entsprechend ist der Wert für öffentliche Institute (inklusive Zentralbanken) spürbar zurückgegangen. Nach unserem Eindruck hängt die Nachfrage von Versicherern und Pensionsfonds stark davon ab, wie lang die Laufzeit der Neuemission ist. Deshalb fällt der Anteil von Versicherern (inklusive Lebensversicherungen) und Pensionskassen in Phasen, in denen vermehrt Covered Bonds mit längeren Laufzeiten angeboten werden, etwas höher aus als zu Zeiten, in denen kürzere Laufzeiten am Primärmarkt im Fokus stehen.

Banken und Vermögensverwalter
schlossen die durch das Ende von
CBPP3 entstandene Lücke

[G15] CBPP3-Primärmarktkäufe endeten im März 2023

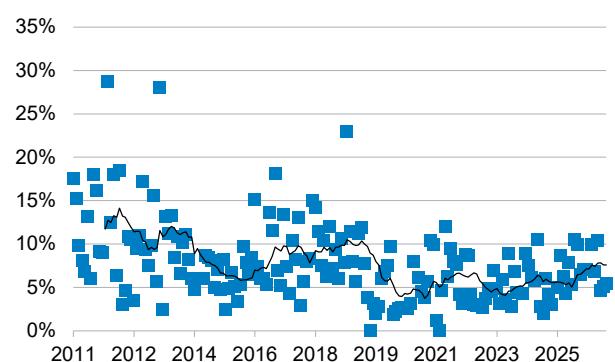
Monatsdurchschnitt, Anteil von öffentlichen Institutionen an Covered-Bond-Neuemissionen aus der Eurozone im Euro-Benchmark-Format



Quelle: IGM, DZ BANK, Stand: 30.06.2026, Trendlinie ist der gleitende Zwölfmonatsdurchschnitt

[G16] Nachfrage von Pensionsfonds hängt stark von der Laufzeit ab

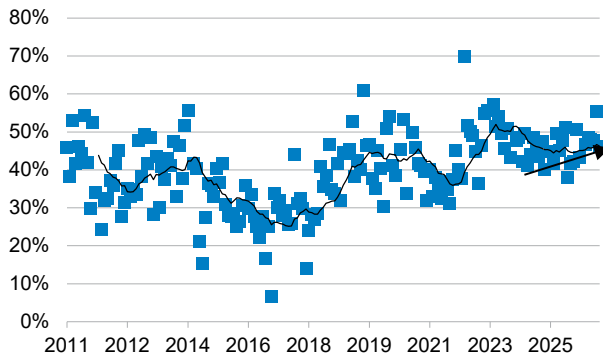
Monatsdurchschnitt, Anteil Versicherer & Pensionsfonds an Covered-Bond-Neuemissionen aus der Eurozone im Euro-Benchmark-Format



Quelle: IGM, DZ BANK, Stand: 30.06.2026, Trendlinie ist der gleitende Zwölfmonatsdurchschnitt

[G17] Nach dem Ende der CBPP3-Primärmarktkäufe stieg der Anteil ...

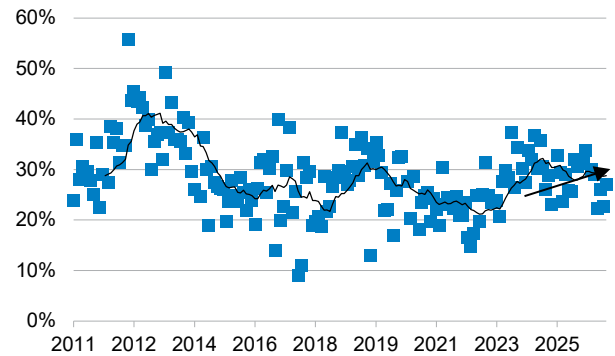
Monatsdurchschnitt, Anteil von Banken an Covered-Bond-Neuemissionen aus der Eurozone im Euro-Benchmark-Format



Quelle: IGM, DZ BANK, Stand: 30.06.2026, Trendlinie ist der gleitende Zwölfmonatsdurchschnitt

[G18] ... von Banken und Vermögensverwaltern wieder (leicht) an

Monatsdurchschnitt, Anteil von Vermögensverwaltern an Covered-Bond-Neuemissionen aus der Eurozone im Euro-Benchmark-Format



Quelle: IGM, DZ BANK, Stand: 30.06.2026, Trendlinie ist der gleitende Zwölfmonatsdurchschnitt

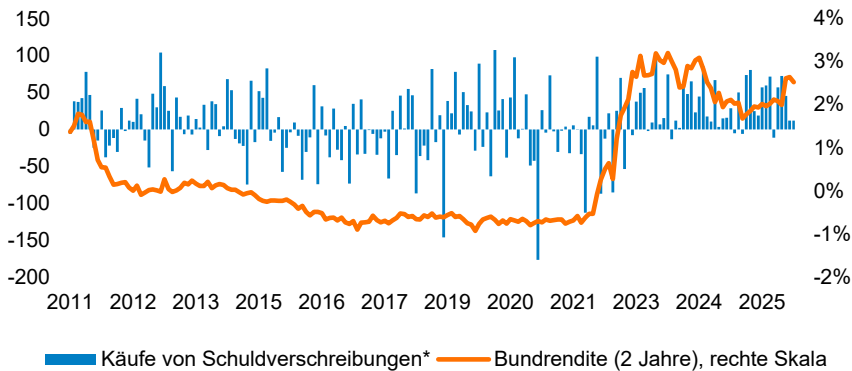
Einfluss der Nachfrage von Investoren außerhalb der Eurozone

Die EZB hob wegen der stark gestiegenen Energiepreise infolge des Ende Februar 2022 ausgebrochenen Ukraine-Kriegs ihre Leitzinsen ab Sommer 2022 in mehreren großen Schritten schnell an und beendete damit die Phase der negativen Zinsen in der Eurozone. **Mit dieser Zinswende der EZB stieg anscheinend auch das Interesse ausländischer Investoren an Anleihen aus der Eurozone.** Dies legen zumindest die Zahlen aus der Kapitalbilanz der Eurozone nahe, die die EZB Monat für Monat veröffentlicht. Demnach ist das **Volumen der Käufe** von Schuldverschreibungen aus Ländern außerhalb der Eurozone **in den Jahren 2023 bis 2025 auf 353 bis 456 Mrd. Euro pro Jahr angestiegen.** In den Jahren davor (bis einschließlich 2011) pendelte der entsprechende Vergleichswert zwischen minus 179 Mrd. Euro und plus 237 Mrd. Euro.

Das Ende der negativen Zinsen scheint ausländische Investoren angelockt zu haben

[G19] Mit den höheren Renditen im Anleihemarkt stiegen auch die Kapitalzuflüsse in die Eurozone aus dem Ausland

Linke Skala in Mrd. Euro, rechte Skala zweijährige Bundrenditen in Prozent



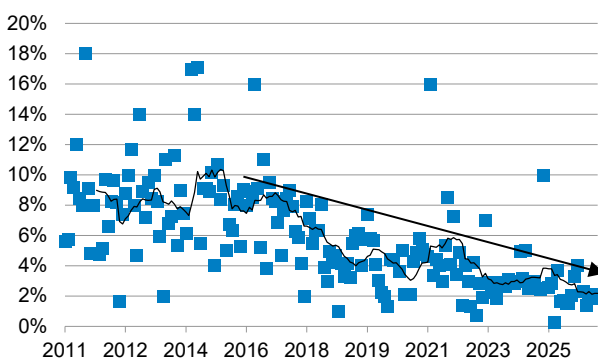
Quelle: Bloomberg, EZB, DZ BANK; * Nettokäufe ausländischer Investoren aus Staaten außerhalb der Eurozone (inklusive Anleihen, aber ohne Aktien oder Ähnliches) von Schuldverschreibungen von Emittenten aus der Eurozone, die Zahlen basieren auf Daten der EZB zur Kapitalbilanz der Eurozone, Stand: 31.05.2026 (Bundrendite), 30.04.2026 (EZB-Daten)

Inwieweit sich in den in der Grafik [G19] gezeigten Zahlen auch eine De-Dollarisierung widerspiegelt, können wir nicht abschließend beurteilen. Der Anteil von **öffentlichen Institutionen und Zentralbanken** in den Orderbüchern ist seit 2023 im Vergleich zur Zeit vor CBPP3 **leicht höher** (siehe [G15]). In die genannte Kategorie fallen alle Notenbanken aus der Eurozone, aber auch ihre weltweiten Pendanten sowie andere offizielle Investoren wie Staatsfonds. Zentralbanken suchen für ihre Währungsreserven liquide, aber auch sichere Vermögenswerte, sodass Euro-Benchmark-Covered-Bonds durchaus in ihr Beuteschema passen würden. Allerdings spricht der seit Jahren fallende **Anteil außereuropäischer Investoren** unserer Meinung nach gegen einen positiven Nachfrageeffekt durch die De-Dollarisierung auf den europäischen Covered-Bond-Markt (siehe [G20]). Gleichzeitig lassen diese Zahlen keinen endgültigen Schluss darüber zu, ob die weltweiten Investoren (inklusive der europäischen Investoren aus der Eurozone) Teile ihrer Dollar-Positionen zugunsten von Euro-Investments aufgelöst haben.

Anteil außereuropäischer Investoren an den Orderbüchern geht seit Jahren zurück

[G20] Langfristig fallender Trend spricht gegen De-Dollarisierungseffekt

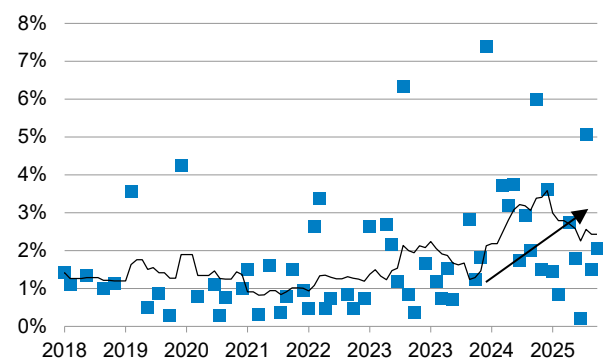
Monatsdurchschnitt, Anteil außereuropäischer Investoren an Covered-Bond-Neuemissionen aus der Eurozone im Euro-Benchmark-Format



Quelle: IGM, DZ BANK, Stand: 30.06.2026, Trendlinie ist der gleitende Zwölfmonatsdurchschnitt

[G21] Wachstum auf niedrigem Niveau in der MOE-Region

Monatsdurchschnitt, Anteil von MOE-Region an Covered-Bond-Neuemissionen aus der Eurozone im Euro-Benchmark-Format



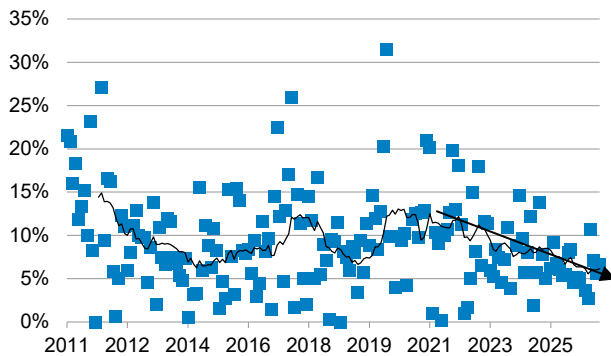
Quelle: IGM, DZ BANK, Stand: 30.06.2026, Trendlinie ist der gleitende Zwölfmonatsdurchschnitt

Investoren aus der **Region Deutschland, Österreich und der Schweiz** bleiben mit einem Anteil von etwa 50 Prozent die **größte geografische Gruppe** in den

Anteil Frankreichs liegt leicht über der Marke von 5 Prozent

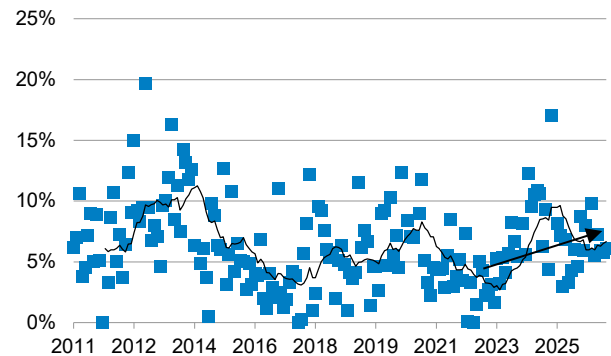
Orderbüchern. Der Anteil von Investoren aus der **MOE-Region** hat in den **vergangenen Jahren zugelegt**, allerdings ausgehend von einem sehr **niedrigen Niveau** (siehe [G21]). Der Effekt auf die Gesamtnachfrage dürfte deshalb gering sein. Trotz steigender Covered Bond Bestände in den LCR-Portfolien französischer Banken nimmt der **Anteil Frankreichs** in den Primärmarktbüchern aber seit einigen Jahren ab und **pendelt leicht über der Marke von 5 Prozent**. Demgegenüber ist der Anteil von Investoren aus Irland und Großbritannien derzeit auf einem aufsteigenden Ast. Allerdings schwankt der Anteil immer noch innerhalb der seit 2011 beobachteten Bandbreite, die von einem niedrigen einstelligen Prozentbereich bis typischerweise unter 15 Prozent reicht. Auch wenn der kurzfristige Trend positiv ist, würden wir hier deshalb noch keine Trendwende sehen. Außerdem gehört Irland zur Eurozone, während der Drittstaat Großbritannien eine eigene Währung hat. Die uns vorliegenden Zahlen erlauben daher leider nicht immer, zwischen diesen beiden Ländern in und außerhalb der Eurozone exakt zu unterscheiden.

[G22] Anteil französischer Investoren bleibt rückläufig
Monatsdurchschnitt, Anteil von Frankreich an Covered-Bond-Neuemissionen aus der Eurozone im Euro-Benchmark-Format



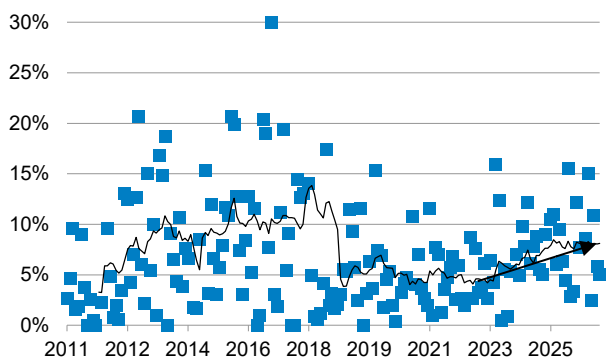
Quelle: IGM, DZ BANK, Stand: 30.06.2026, Trendlinie ist der gleitende Zwölfmonatsdurchschnitt

[G23] UK & Irland sind im Moment auf einem aufsteigenden Ast
Monatsdurchschnitt, Anteil von UK & Irland an Covered-Bond-Neuemissionen aus der Eurozone im Euro-Benchmark-Format



Quelle: IGM, DZ BANK, Stand: 30.06.2026, Trendlinie ist der gleitende Zwölfmonatsdurchschnitt

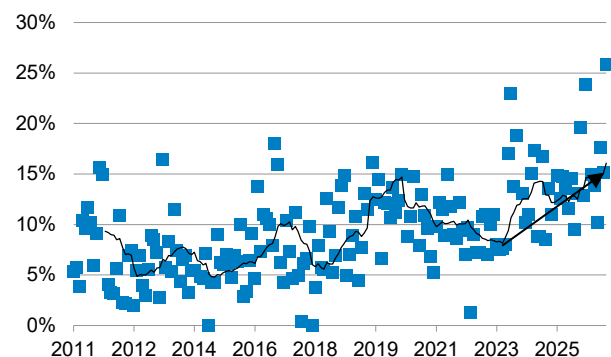
[G24] Sorgen südeuropäische Banken für vermehrte Nachfrage?
Monatsdurchschnitt, Anteil von Südeuropa an Covered-Bond-Neuemissionen aus der Eurozone im Euro-Benchmark-Format



Quelle: IGM, DZ BANK, Stand: 30.06.2026, Trendlinie ist der gleitende Zwölfmonatsdurchschnitt

[G25] Nordische Investoren gewinnen trotz starker Kronenmärkte auch im Euro an Bedeutung

Monatsdurchschnitt, Anteil von Nordeuropa an Covered-Bond-Neuemissionen aus der Eurozone im Euro-Benchmark-Format



Quelle: IGM, DZ BANK, Stand: 30.06.2026, Trendlinie ist der gleitende Zwölfmonatsdurchschnitt

Die größten Veränderungen sehen wir bei Investoren aus Süd- und Nordeuropa. Es scheint uns, dass die Anteile südeuropäischer Investoren an den Orderbüchern in den vergangenen Jahren eine zumindest **leicht steigende**

Nachfrage aus Nord- und Südeuropa nimmt zu

Tendenz aufwiesen. Bei den nordischen Investoren ist der positive Trend sogar etwas ausgeprägter. In Dänemark, Norwegen und Schweden gibt es große Covered Bond Märkte in lokalen Währungen. In den hier genannten Zahlen (siehe [G25]) geht es aber ausschließlich um die Nachfrage nordischer Investoren nach Euro-Benchmark-Neuemissionen. Covered Bonds in lokalen Währungen gehen in diese Betrachtung nicht ein.

Fazit

Die Orderbücher bieten unserer Meinung nach eine gute Orientierung für die allgemeine Nachfragesituation im Covered-Bond-Markt. **Deutsche Pfandbriefe profitieren** im Allgemeinen von ihrer **starken heimischen Investorenbasis**, sodass der Anteil von Investoren aus Deutschland beziehungsweise der DACH-Region bei Pfandbriefneuemissionen im Durchschnitt höher ausfallen dürfte als bei internationalen Covered Bonds. **Banken sind auch bei Pfandbriefen die stärkste Investorengruppe.**

In den vorstehenden Grafiken zu den **Orderbuchstatistiken** haben wir uns außerdem auf **Neuemissionen aus dem Euroraum** beschränkt. Damit decken wir den größten Teil des Primärmarktes ab. Darüber hinaus wird der Effekt von CBPP3 deutlich, ohne durch Neuemissionen aus Drittstaaten verwässert zu werden. Die Daten spiegeln die Nachfrage nach Covered-Bond-Neuemissionen im Euro-Benchmark-Format unserer Meinung nach repräsentativ wider. Bei der Interpretation der Grafiken gilt es allerdings, einige Punkte im Hinterkopf zu behalten:

- » Die **Orderbuchstatistiken liegen uns nicht für alle relevanten Neuemissionen vor**. Die Abdeckung für die Jahre 2012 bis einschließlich 2021 liegt mit über 85 Prozent auf einem noch sehr hohen Niveau. Allerdings sank dieser Wert in den Folgejahren auf 72 Prozent bis 76 Prozent. **Im laufenden Jahr** liegen uns diese Informationen sogar nur für **63 Prozent** aller Neuemissionen im Euro-Benchmark-Format vor.
- » Die Zahlen spiegeln die Orderbücher nach der Zuteilung an die Investoren wider. Das heißt, die Verteilung der Investoren kann vor der Allokation anders ausgesehen haben.
- » Die **geografische Verteilung** der Investoren wird zum Teil nur **aggregiert** veröffentlicht, wobei mehrere Länder zu **größeren Regionen wie Benelux, Nordics oder Südeuropa** zusammengefasst werden.
- » Investoren kaufen natürlich auch **Anleihen am Sekundärmarkt**. Über die Verteilung des Investoreninteresses am Sekundärmarkt lassen die Orderbuchstatistiken keine eindeutigen Rückschlüsse zu.
- » Die Daten beziehen sich auf öffentlich platzierte Covered Bonds im **Euro-Benchmark-Format**. In einigen Ländern gibt es neben diesem Segment aber auch **regelmäßige Aktivitäten bei Privatplatzierungen**, wie beispielsweise Namenspfandbriefe in Deutschland. Diese haben ein kleineres Volumen als Benchmark-Covered-Bonds. Mit Privatplatzierungen können individuelle Investoreninteressen maßgeschneidert und somit besser berücksichtigt werden als mit Anleihen im Benchmark-Format, die gleichzeitig ein größeres Publikum ansprechen. Die hier gezeigten Daten lassen daher keine Rückschlüsse über privat platzierten Covered Bonds zu.

Ergebnisse für Pfandbriefe fallen ähnlich aus

Fokus auf Neuemissionen aus dem Euroraum

Zahlen nicht für alle Neuemissionen verfügbar

Orderbuchstand nach der Allokation

Länder zu Regionen wie Benelux zusammengefasst

Keine Informationen zum Sekundärmarkt

Keine Aussage zu Privatplatzierungen

RENDITEN UND RISIKOAUFSCHLÄGE

Swapsread-Entwicklung an den Rentenmärkten

Die Entwicklung der Swapsreads (als Gradmesser für die Risikoaufschläge an den Kreditmärkten) spiegelte in den vergangenen Monaten auch die veränderte Wahrnehmung staatlicher Risiken wider. Bereits im Herbst 2025 wurde von einigen Marktteilnehmern argumentiert, dass allgemein eine **steigende Staatsverschuldung langfristig höhere Risikoprämien für staatliche Emittenten rechtfertigen** könnte. Gleichzeitig blieben Unternehmens- und Bankanleihen aufgrund des vorherrschenden Renditeniveaus und solider Fundamentaldaten gefragt. Im weiteren Verlauf des Jahres zeigte sich eine bemerkenswerte Stabilität der Creditspreads.

Trotz erheblicher geopolitischer Risiken reagierten die Risikoaufschläge deutlich weniger stark als traditionelle Risikomodelle erwarten ließen. Dies lässt sich auf mehrere Faktoren zurückführen. Dazu zählten höhere Renditeniveaus, robustere Unternehmensbilanzen, eine im Allgemeinen solide Ertragslage bei Banken sowie eine generell starke Nachfrage nach Unternehmens- und Bankanleihen.

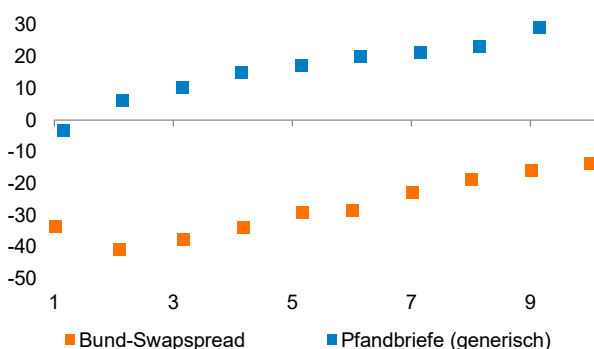
Manche Marktteilnehmer scheinen globale **Unternehmensanleihen im Vergleich zu Staatsschulden einiger Länder als sicherere Anlage wahrzunehmen**. Somit verlagerte sich in den vergangenen Monaten der Schwerpunkt vieler Anleger von klassischen Staatsanleihen hin zu Unternehmens- und Bankanleihen. Bis August 2026 hatten sich die **Creditspreads von Unternehmens- und Bankanleihen sogar weiter eingengt, obwohl geopolitische Risiken unverändert hoch blieben**. Die Rentenmärkte wurden deshalb vor allem durch das Zinsniveau und die Erwartungen an die Zentralbanken gesteuert. Der Ölpreis fungierte dabei zunehmend als wichtiger Frühindikator für die weitere Entwicklung von Inflation, Renditen und Geldpolitik.

Staatsanleihen geraten unter Druck

Spreads von (gedeckten) Bankanleihen entwickelten sich besser als Spreads staatsnaher Emittenten

[G26] Pfandbriefe bieten je nach Laufzeit einen Aufschlag von 42 bis 49 Basispunkten gegenüber Bundesanleihen

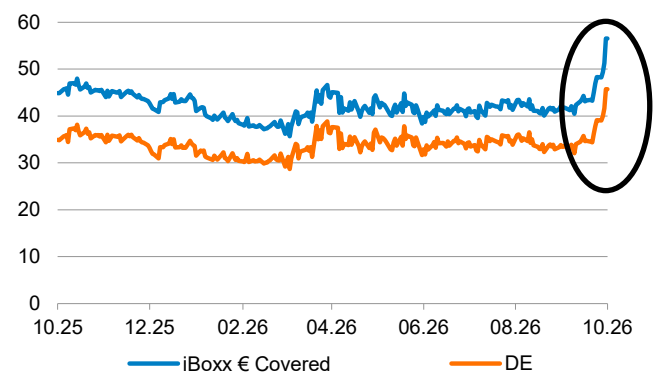
X-Achse: Laufzeit in Jahren, Y-Achse: Indikatorischer Swapsread in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, DZ BANK, Stand: 02.10.2026, 14:00 Uhr

[G27] Der Risikoaufschlag von Pfandbriefen gegenüber Bundesanleihen stieg Anfang Oktober in einem volatilen Marktumfeld stark an

Bundspread in Basispunkten auf Basis des iBoxx € Germany Covered



Quelle: Markit, DZ BANK, Stand: 01.10.2026, 17:00 Uhr

Im Fall von **Covered Bonds** im Allgemeinen und deutschen Pfandbriefen im Besonderen **zeigt sich die gute Nachfrage in stabilen Risikoaufschlägen** gegenüber Bundesanleihen und der Swapkurve. Die Nachfrage wäre unserer Meinung nach nicht zuletzt aufgrund des vorherrschenden und während der ersten acht Monate des Jahres 2026 sogar **gestiegenen Renditeniveaus** ausreichend hoch, um die Swapsreads noch weiter sinken zu lassen. Allerdings hat sich der **Abstand zu den Renditeaufschlägen der staatsnahen Emittenten (Agencies/SSAs) bereits so stark verringert**, dass eine weitere Einengung der Swapsreads von Pfandbriefen bis Ende September 2026 nur in homöopathischen Schritten erfolgt

Starke Nachfrage nach Covered Bonds, aber geringer Spreadabstand zu Agency-Anleihen

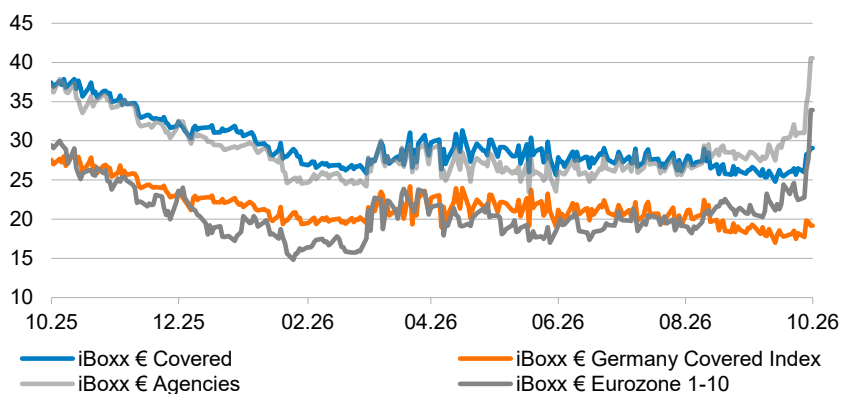
ist. Im Ergebnis ist der **Risikoaufschlag gegenüber Bundesanleihen** in den vergangenen zwölf Monaten **weitgehend unverändert geblieben**. Die Risikoaufschläge gegenüber Bundesanleihen bewegten sich Mitte September für Laufzeiten von einem bis zu zehn Jahren zwischen etwa 26 und 32 Basispunkten. Anfang Oktober weitete sich der Pfandbrief-Bundspread dann in einem sehr volatilen Umfeld auf 42 bis 49 Basispunkte aus.

Steigende Verschuldung lastet auf den Spreads staatsnaher Emittenten

Die **steigende Verschuldung des öffentlichen Sektors lässt sich** unserer Ansicht nach in **einen Markt- und einen Krediteffekt** auf die Risikoaufschläge der Pfandbriefe unterteilen. Beim Markteffekt macht sich das **wachsende Anleiheangebot von Staaten und staatsnahen Emittenten** bemerkbar. Der Abstand zwischen den Risikoaufschlägen von Pfandbriefen oder allgemeiner Covered Bonds und Agencies/ SSAs hat sich deshalb – so vermuten wir – seit längerem trendmäßig reduziert. In der Grafik (siehe [G28]) sind die iBoxx Indizes für Covered Bonds sowie deutsche Pfandbriefe den Indizes für Agency-Anleihen und Staatsanleihen der Eurozone gegenübergestellt. Es zeigt sich, dass der **Swap-spread des iBoxx € Covered Index Anfang September niedriger ist als der des iBoxx € Agencies Index**. Die Swapsreads der beiden Indizes sind schon seit einer Weile sehr eng zusammen, aber nach den schlechten Nachrichten zur Budgetentwicklung in Frankreich weitete sich der Spread des Agencies Index aus, während der Risikoaufschlag des Covered Bond Index weiter seitwärts bis leicht enger tendierte. Gedeckte Anleihen reagieren insgesamt weniger stark auf die Entwicklungen der öffentlichen Budgets als Agency-Anleihen. Deshalb haben sich die Risikoaufschläge Anfang Oktober in einem sehr volatilen Marktumfeld auch deutlich besser geschlagen als die Spreads staatlicher und staatsnaher Emittenten. Im iBoxx € Agencies Index ist der **Anteil französischer Anleihen** außerdem **höher als im iBoxx € Covered Index**, sodass sich Nachrichten zu Frankreich im Agencies Index stärker niederschlagen als im Covered Bond Index.

Covered Bonds mit engeren Spreads gegenüber Agencies/ SSAs

[G28] Spread des Covered Bond Index unterhalb des Agencies-Index, Covered Bond Spreads haben sich im volatilen Marktumfeld besser gehalten als die staatlicher Emittenten
Swapsread (Z-Spread) in Basispunkten



Quelle: Markit, DZ BANK, Stand: 01.10.2026, 17:00 Uhr

Der Swapsread des **Subindex für deutsche Pfandbriefe** notiert schon seit geraumer Zeit auf einem geringeren Niveau als der iBoxx € Agencies Index. Anfang September bewegte sich der Risikoaufschlag aber auch **unterhalb des Swapsreads des iBoxx € Eurozone 1-10** (für Staatsanleihen aus der Eurozone mit einer Laufzeit von einem bis zehn Jahren). Dies könnte neben den Nachrichten zu Frankreich und dem gestiegenen Neuemissionsvolumen öffentlicher Emittenten unserer Meinung nach auch mit einem **Crediteffekt** zu tun haben. Durch die

Ratingstabilität ist ein Pluspunkt für Pfandbriefe

höheren Budgetdefizite und Verschuldungsniveaus sind die Ratings von Ländern wie Belgien oder Frankreich 2026 unter Druck gekommen. Die Ratings dieser beiden Länder liegen je nach Agentur bei **A1/ A+ beziehungsweise Aa3/ AA-** und **damit drei bis vier Stufen unter dem Aaa/ AAA**, das für europäische Hypotheken Covered Bonds aus Belgien und Frankreich, aber auch für Pfandbriefe aus Deutschland die Regel ist. Auch wenn sich die Liquidität des Covered-Bond-Markts nicht mit der des Staatsanleihemarkts messen kann, sind die **höheren Bonitätsnoten und die bisherige Ratingstabilität Pluspunkte auf der Seite der gedeckten Anleihen**.

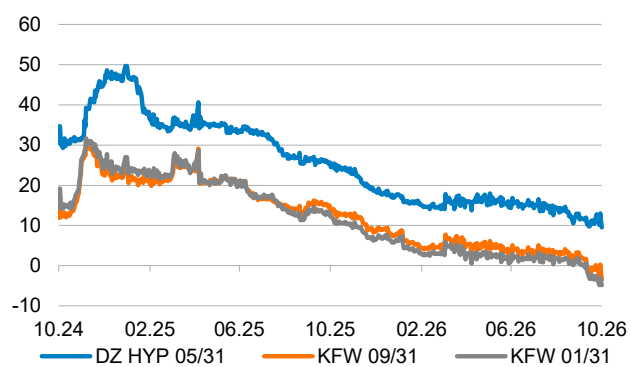
Die engen Spreads gegenüber öffentlichen Emittenten könnten sich aber auch gegen Covered Bonds wenden (**regulatorischer Effekt**). Staatsanleihen und die Anleihen von Agencies/ SSAs haben in der Regel eine noch bessere aufsichtsrechtliche Privilegierung. **Je enger die Risikoaufschläge** von Covered Bonds und öffentlichen Emittenten **zusammenliegen, desto stärker machen sich die Effekte der besseren aufsichtsrechtlichen Privilegien bemerkbar**. Hier sehen wir aktuell die öffentlichen Emittenten in einem Relative-Value-Vergleich klar vorne. Die Nachfrage dürfte sich jedoch aufgrund des Wunsches der Investoren, ihre Portfolios zu diversifizieren, nie völlig zugunsten der einen oder anderen Assetklasse verschieben.

Aufgrund der **unterschiedlichen Zusammensetzung der Indizes** hinken die Spreadvergleiche zwischen dem iBoxx € Covered Index und dem iBoxx € Agencies Index. Wir haben uns deshalb die Spreadentwicklung von Pfandbriefen gegenüber Benchmark-Anleihen der KfW und deutschen Ländern angesehen. Im Rahmen dieser Studie haben wir vergleichbare Anleihen mit einer **Laufzeit von etwa fünf Jahren** beispielhaft herausgegriffen. Es zeigt sich das bekannte Bild. **Pfandbriefe** sind gegenüber Anleihen von staatsnahen Emittenten **weniger liquide**. Deshalb reagieren ihre **Risikoaufschläge langsamer** auf Nachrichten. Die Spreadentwicklung ist daher insgesamt bei Pfandbriefen eher gedämpft. **Seit Januar 2025 hat sich der Spreadabstand zwischen KfW-Anleihen und Pfandbriefen um rund zehn Basispunkte verringert**. Ähnlich sieht die Spreadentwicklung zwischen Pfandbriefen und Benchmark-Anleihen deutscher Länder aus. Inzwischen haben sich die Risikoaufschläge von Pfandbriefen und **Länder-Anleihen in vielen Fällen schon auf rund zwei Basispunkte angenähert** (Stand Anfang Oktober 2026). Daran hat die aktuelle Volatilität in den Märkten bislang auch noch nichts geändert. Bislang wurde dieser Abstand nur kurzfristig und nie dauerhaft unterschritten. Für uns stellt die Nulllinie (sprich Pfandbriefe und Länder-Anleihen haben einen gleich hohen Risikoaufschlag) im übertragenen Sinne die Schallmauer dar, die die Pfandbriefe kaum langfristig überwinden können, solange Deutschland und die Länder ihre aktuellen Bonitätsnoten nicht verlieren. **Erst wenn die Pfandbriefe deutlich bessere Ratings als die öffentlichen Emittenten aufweisen**, so wie aktuell in Frankreich, **sehen wir Potenzial für eine nachhaltige Outperformance der Hypothekenspfandbriefe gegenüber Länder-Anleihen**. Diese Entwicklung dürfte unserer Meinung nach aber auf absehbare Zeit nicht eintreten.

Regulatorische Vorteile von Agencies/ SSAs gewinnen bei engen Spreads an Bedeutung

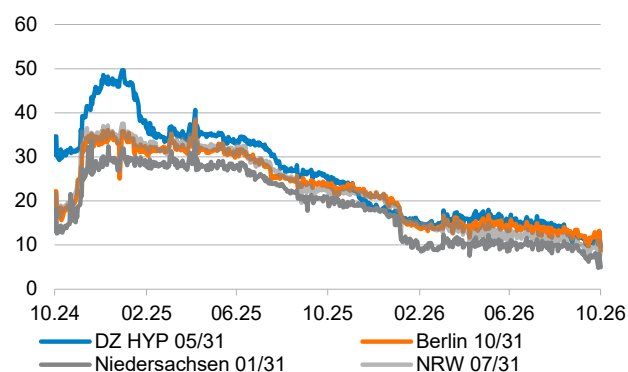
Der Vergleich der Indizes hinkt, deshalb betrachten wir ähnliche Anleihen

[G29] Hypothekendarfandbriefe weisen gegenüber KfW-Anleihen einen Renditeaufschlag von rund zehn Basispunkten auf
Indikative Swapsreads in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, DZ BANK, Stand: 01.10.2026, 17:00 Uhr

[G30] Gegenüber Länder-Anleihen beträgt der Aufschlag von Hypothekendarfandbriefen lediglich null bis vier Basispunkte
Indikative Swapsreads in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, DZ BANK, Stand: 01.10.2026, 17:00 Uhr

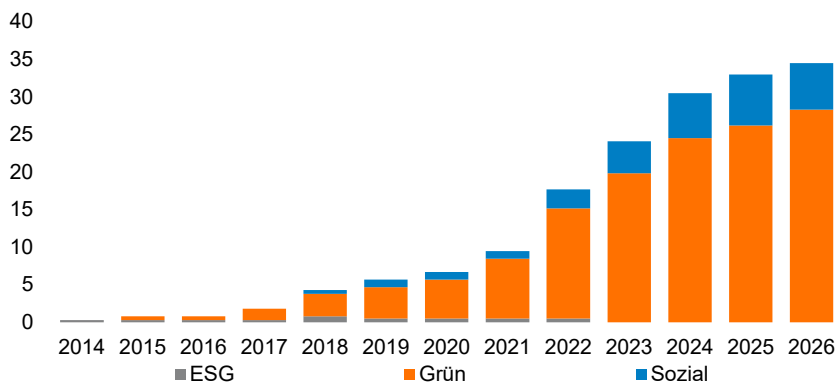
WACHSTUM BEI NACHHALTIGEN PFANDBRIEFEN LÄSST NACH

Laut vdp ist das **Umlaufvolumen nachhaltiger Pfandbriefe** zum 6. August 2026 auf **34,5 Mrd. Euro** angestiegen. Damit liegt der **Anteil nachhaltiger Pfandbriefe** am gesamten Pfandbriefumlaufvolumen weiterhin bei **etwa 8 Prozent**. Mit 32,3 Mrd. Euro entfällt der weitaus **größte Anteil** dabei auf **Hypothekendarlehen**. Die restlichen 2,2 Mrd. Euro machen Öffentliche Pfandbriefe aus. Ähnlich eindeutig ist die Aufteilung der nachhaltigen Pfandbriefe nach grünen und sozialen Verwendungszwecken. Das Volumen **Grüner Pfandbriefe** erreichte zum 6. August 2026 rund **28,3 Mrd. Euro**, die verbleibenden 6,2 Mrd. Euro entfielen entsprechend auf Soziale Pfandbriefe. Die Angaben des vdp beziehen sich auf deutsche Pfandbriefe, die den vom vdp formulierten Anforderungen an nachhaltige Pfandbriefe entsprechen, wobei es unterschiedliche Anforderungen für [Grüne Pfandbriefe](#) und [Soziale Pfandbriefe](#) gibt. Anfang August 2026 gab es insgesamt **16 deutsche Emittenten**, die nachhaltige Pfandbriefe im Umlauf haben.

Umlaufvolumen wächst weiter, aber nur langsam

[G31] Umlaufvolumen stieg auf 34,5 Mrd. Euro

Umlaufvolumen nachhaltiger Pfandbriefe aus Deutschland, in Mrd. Euro



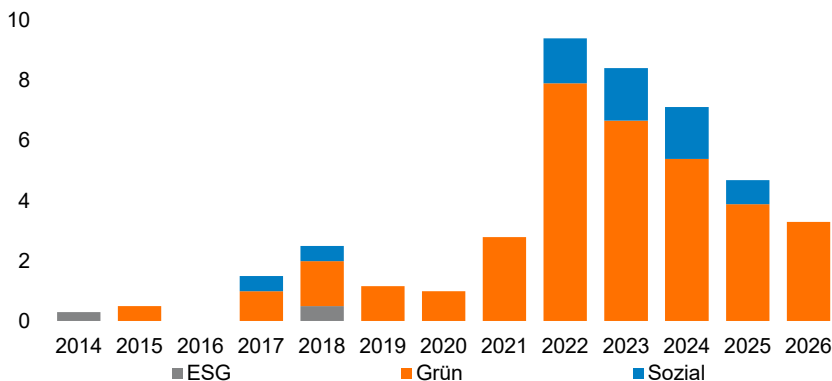
Quelle: [vdp](#), DZ BANK, Stand 06.08.2026

Das Bruttoneuemissionsvolumen nachhaltiger Pfandbriefe war zwischen 2022 (9,4 Mrd. Euro) und 2025 (4,7 Mrd. Euro) laut vdp-Daten rückläufig. Für das laufende Jahr sehen wir noch eine gute Chance, dass das Neuemissionsvolumen des Vorjahres erreicht wird. Der **Anteil der nachhaltigen Pfandbriefe am gesamten Neuemissionsvolumen** betrug in den ersten sieben Monaten des Jahres 2026 nach unserer Schätzung **rund 9 Prozent**. Nach Ansicht von S&P besteht eine große **Herausforderung im Mangel geeigneter grüner oder sozialer Vermögenswerte** für die Deckungsmassen (siehe S&P Studie „German Covered Bond Market Insights 2026“ vom 3. Juli 2026). Um den Bestand an grünen Darlehen zu vergrößern, böten laut der Agentur einige Banken ihren Kunden bereits Zinsnachlässe von 0,1 Prozent bis 0,2 Prozent für energieeffiziente Investitionen an.

Neuemissionsvolumen könnte 2026 erneut den Vorjahreswert erreichen

[G32] Der Mangel an geeigneten nachhaltigen Deckungswerten ist laut S&P ein Hemmschuh für nachhaltige Pfandbrief-Neuemissionen

Neuemissionsvolumen nachhaltiger Pfandbriefe aus Deutschland in Mrd. Euro



Quelle: vdp, DZ BANK, Stand 06.08.2026

EU GBS bleibt vorerst schwer erreichbar

Auf europäischer Ebene gibt es den European Green Bond Standard (EU GBS), der an die EU-Taxonomie anknüpft. Der vdp hat am 28. April 2026 eine [Stellungnahme zu den von der EU-Kommission vorgeschlagenen Änderungen an den delegierten Rechtsakten zur EU-Taxonomie](#) zum Klimaschutz veröffentlicht. Die delegierten Rechtsakte zur EU-Taxonomie legen unter anderem fest, welche Wirtschaftsaktivitäten als ökologisch nachhaltig oder grün gelten. **Finanzierungen von Immobilien** können demnach unter bestimmten Voraussetzungen als **nachhaltig im Sinne der EU-Taxonomie** angesehen werden. Diese Kredite könnten dann als Deckungswerte oder Referenzwerte für grüne Covered Bonds verwendet werden, die auch im EU GBS Format aufgelegt werden könnten. 2026 wurden die ersten nachhaltigen Covered Bonds begeben, die dem EU GBS entsprechen. Darunter war bislang jedoch kein deutscher Emittent. Ein Grund dafür sind die sehr strengen Anforderungen an grüne Immobilienfinanzierungen laut EU-Taxonomie. Die EU-Kommission hat ihre Taxonomie für grüne Immobilienkredite nach eigenen Angaben mit dem **Ziel** überarbeitet, die **Vorschriften einfacher und praktikabler** zu gestalten. Der vdp argumentiert in seiner Pressemitteilung, dass die **Anforderungen immer noch komplex und praxisfern** sind. Der Verband wünscht sich einfachere und praxisnähere Regeln (Stichwort Bürokratieabbau). Im Einzelnen nennt der vdp folgende Punkte:

Anforderungen bleiben komplex und praxisfern

- » Der Primärenergiebedarf von Neubauten und jüngeren Immobilien muss **derzeit** mindestens 10 Prozent unter dem nationalen Standard für **Niedrigstenergiegebäude (NZEB)** liegen, damit Immobilienfinanzierungen als grün gelten. NZEB sind Gebäude, die eine sehr hohe Energieeffizienz aufweisen und deren Energiebedarf zu einem großen Teil aus erneuerbaren Quellen gedeckt wird. Gemäß dem Vorschlag der Kommission soll im Rahmen der **EU-Taxonomie** bereits jetzt auf die **Definition für Nullemissionsgebäude (Zero Energy Buildings, ZEB)** laut der EU-Gebäuderichtlinie (Energy Performance of Buildings Directive, EPBD) verwiesen werden. Die **EPBD** sieht die Einführung dieses Standards in den EU-Mitgliedstaaten jedoch **erst für 2030** vor. Die geplante Vorziehung der Neubau-Standards im Rahmen der EU-Taxonomie lehnt der vdp ab und schlägt vor, dass die **ZEB-Standards erst 2030 nach Umsetzung der EPBD in den Mitgliedsländern auch für die EU-Taxonomie** greifen sollen.

Kriterien für Neubauten sollten mit der EPBD in Einklang gebracht werden

- » Bei der Finanzierung des Kaufs und der Renovierung eines Gebäudes mit einem Kredit kann häufig nicht die gesamte Finanzierung als taxonomiekonform eingestuft werden. Dies gilt selbst dann, wenn die Renovierung die Kriterien erfüllt, das Gebäude nach der Sanierung aber weiterhin keine Spitzenenergieeffizienzklasse (zum Beispiel NZEB minus 10 Prozent) erreicht. Darin sieht der vdp einen falschen Anreiz. **Die Finanzierung von Sanierungen von Gebäuden mit schlechterer Energieeffizienz sollte attraktiver gemacht werden**, auch wenn die Maßnahmen nicht zur höchsten Energieeffizienzklasse führen. Bei **Renovierungen**, die eine definierte Energieeinsparung erzielen, sollte außerdem **die gesamte Immobilienfinanzierung als taxonomiekonform anerkannt** werden, so die Forderung des vdp.
- » Die aktuellen Vorgaben zur Überprüfung der Energieeinsparungen sind laut vdp zu schwierig. Insbesondere die **getrennte Betrachtung von Maßnahmen** wie Dämmung und Installation erneuerbarer Energien wie Photovoltaik führt dazu, dass **Kredite aufgeteilt** werden müssten, um eine Anerkennung im Rahmen der EU-Taxonomie zu erhalten. Die Energieeinsparung durch erneuerbare Energien wird oft nicht berücksichtigt. Der vdp fordert deshalb klare und messbare Standards. **Eine Senkung des Primärenergiebedarfs um 30 Prozent könnte nach Ansicht des Verbands als Kriterium ausreichen**. Der Beitrag erneuerbarer Energien sollte dabei berücksichtigt werden. Außerdem sollten die verschiedenen Renovierungsmaßnahmen mit einem Darlehen finanziert werden können, ohne dass dadurch die Taxonomiekonformität des Renovierungskredits gefährdet wird. **Eine Aufsplittung in Teilbeträge erscheint laut Verband unnötig aufwendig**.
- » Die sogenannten Do-No-Significant-Harm-Anforderungen (DNSH) sollen sicherstellen, dass eine **Wirtschaftsaktivität kein anderes Umweltziel erheblich beeinträchtigt**. Durch die Pflicht zur Einhaltung der DNSH-Kriterien, zum Beispiel bezüglich Wasserschutz oder Kreislaufwirtschaft, wird eine **Finanzierung** laut vdp **übermäßig komplex**, insbesondere bei kleinen Renovierungsdarlehen. Außerdem ist es in der Praxis **sehr schwierig, entsprechende Nachweise zu bekommen**. Der Ausschluss von selbstgenutztem Wohneigentum aus der DNSH-Prüfung zu Wasserschutz und Vermeidung von Umweltverschmutzung ist aus Sicht des vdp unzureichend. Die Anhebung der Standards für die DNSH-Kriterien bei der Kreislaufwirtschaft erschwert die Anwendung zusätzlich. **Die Prüfpflichten bezüglich der DNSH-Kriterien** für Wasserschutz, Kreislaufwirtschaft und Vermeidung von Umweltverschmutzung **sollten für Renovierungen aufgehoben werden** und stattdessen **nur Beobachtungskriterien** sein. Effizienzgewinne aus erneuerbaren Energien sollten vollständig berücksichtigt werden.
- » Die EU-Taxonomie-Kriterien fokussieren aktuell auf Gebäude, die eine sehr gute Energieeffizienz aufweisen (Einstufung im Energieausweis als A oder das Gebäude zählt zu den 15 Prozent energieeffizientesten Gebäuden in der Region, Top 15 Prozent). Dies soll laut EU-Kommission ergänzt werden. Das neue Kriterium bezieht sich auf die **Steigerung der Energieeffizienz innerhalb der vergangenen zehn Jahre**. Wenn hier eine **Steigerung von 60 Prozent** nachgewiesen werden kann, gilt die Immobilie als taxonomiekonform. Der vdp begrüßt diese Erweiterung zwar. Allerdings sind **Neubewertungen nach Abschluss des Kreditvertrags nicht praktikabel**, so der Verband. Auch sei die Schwelle von 60 Prozent zu ambitioniert. Die Taxonomiekonformität muss zum Zeitpunkt der Kreditvergabe auf Grundlage von Nachweisen, wie einem Renovierungspass oder Energieausweis, feststellbar sein.

Renovierungskriterien sollten Gebäudesanierungen fördern

Vereinfachung der Renovierungskriterien und Anerkennung des gesamten Renovierungskredits

Vereinfachung der DNSH-Kriterien

Prüfung der Energieeffizienzsteigerung praktikabel gestalten

Der vdp stellt nach unserer Einschätzung nicht die Ziele der EU-Taxonomie infrage. Er legt jedoch den Finger in die Wunde. **Die Prüfung und der Nachweis der Einhaltung der Kriterien müssen praxistauglich sein.** Das heißt, die Informationen müssen vorhanden sein und zum Zeitpunkt der Kreditvergabe auch vorliegen. Aufwendige Datenerhebungen (im schlimmsten Fall im Nachhinein) und zu detaillierte Vorgaben wie bei den DNSH-Kriterien erhöhen nur unnötig den **bürokratischen Aufwand**, ohne tatsächlich etwas zur Erreichung der Klimaziele beizutragen. Der **vdp wünscht sich** deshalb **pragmatischere Lösungen**.

Bürokratischer Aufwand trägt nicht zur Erreichung der Klimaziele bei

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: Johannes Koch

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

I. Pflichtangaben für Sonstige Research-Informationen und weiterführende Hinweise

1. Verantwortliches Unternehmen

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

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

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

2. Zuständige Aufsichtsbehörden

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

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

3. Unabhängigkeit der Analysten

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

- 3.2 Jeder Analyst, der in die Erstellung dieser Research-Publikation inhaltlich eingebunden ist, bestätigt, dass
- diese Research-Publikation seine unabhängige fachliche Bewertung des analysierten Objektes unter Beachtung der Conflicts of Interest Policy der DZ BANK wiedergibt sowie
 - seine Vergütung weder vollständig, noch teilweise, weder direkt, noch indirekt von einer in dieser Research-Publikation vertretenen Meinung abhängt.

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

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

4.1 Aussagen über isolierte Aspekte einer Investitionsentscheidung

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

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

4.2 Nachhaltigkeitsanalyse

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

4.3 Aktienindizes

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

4.4 Währungsräume

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

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

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

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

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

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

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

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

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

4.6 Derivate

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

4.7 Rohstoffe

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

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

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

4.8 Credit Trend Emittenten

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

5. Aktualisierungen und Geltungszeiträume für Sonstige Research Informationen

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

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

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

5.3 Die Geltungszeiträume für Sonstige Research-Informationen sind bei:

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

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

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

6. Vermeidung und Management von Interessenkonflikten

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

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

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

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

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

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

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

7. Adressaten, Informationsquellen und Nutzung

7.1 Adressaten

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

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

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

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

7.2 Wesentliche Informationsquellen

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

Wesentliche Informationsquellen für Research-Publikationen sind:

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

7.3 Keine individuelle Investitionsempfehlung

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

8. Zusammenfassungen von Methoden und Verfahren

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

II. Rechtliche Hinweise

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Ergänzende Information von Markit Indices Limited

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

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

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

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 Pforzheim

Westliche Karl-Friedrich-Straße 233
75172 Pforzheim

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