

Eine Fachthemenreihe der DZ HYP | Oktober 2025

# DER DEUTSCHE PFANDBRIEFMARKT 2025 | 2026

Spreadkompression macht  
Pfandbriefe attraktiver

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

# INHALT

- 2 Vorwort
- 4 Zollstreitigkeiten erhöhen Unsicherheit
- 8 Spreads und Renditen von Pfandbriefen
- 14 Pfandbriefgesetz ermöglicht Änderungen im Markt
- 25 Nachhaltige Pfandbriefe
- 29 Anleiheübersicht
- 30 Impressum
- 35 Standorte der DZ HYP

# VORWORT

Sehr geehrte Damen und Herren,

die Europäische Zentralbank hat im ersten Halbjahr 2025 ihre Leitzinsen um jeweils 100 Basispunkte gesenkt. Der Zinssenkungszyklus dürfte damit kurz vor seinem Ende stehen. Gleichzeitig tritt das deutsche Wirtschaftswachstum ein weiteres Jahr auf der Stelle. Internationale Zollstreitigkeiten und eine erhöhte geopolitische Unsicherheit sind Sand im Getriebe des internationalen Handels, wovon die stark exportorientierte deutsche Wirtschaft besonders betroffen ist. Eine moderate Erholung ist indes für das kommende Jahr zu erwarten.

In diesem Umfeld erholt sich der Markt für wohnwirtschaftlich genutzte Immobilien in Deutschland langsam weiter. Immobilienfinanzierungen sind der Rohstoff, aus dem die Deckungswerte der Hypothekendarlehen sind. Immer mehr Banken in Deutschland machen sich Hypothekendarlehen als günstiges Refinanzierungsinstrument zu nutze. Daneben gibt es Öffentliche Darlehen, bei denen Forderungen gegen die öffentliche Hand als Deckungswerte genutzt werden. Sie haben gegenüber Hypothekendarlehen in den vergangenen Jahren an Bedeutung eingebüßt. Schiffsdarlehen sind innerhalb des deutschen Darlehensmarktes nur eine Randerscheinung.

Wir blicken im Rahmen dieser Studie aus verschiedenen Blickwinkeln auf den Markt für Darlehen, dessen Umlaufvolumen Mitte 2025 über 400 Mrd. Euro betrug. Getragen wird das kleine, aber stete Wachstum in den vergangenen Jahren vor allem durch die Hypothekendarlehen. Das Wachstum ist aber kein Selbstläufer. Renditen und Risikoaufschläge von Darlehen müssen ausreichen, um genügend Investoren an den Markt zu locken.

Auch das Thema Nachhaltigkeit bleibt wichtig für den Darlehensmarkt. Wir geben deshalb einen separaten Überblick über den Markt für nachhaltige Darlehen und wie dieser sich in den vergangenen Jahren entwickelt hat.

Der Darlehensmarktbericht 2025/2026 liegt auch in der englischen Übersetzung vor. Alle aktuellen Berichte stehen Ihnen im Internet unter [www.dzhyp.de/de/ueber-uns/markt-research](http://www.dzhyp.de/de/ueber-uns/markt-research) zum Download zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüßen

**DZ HYP**

Oktober 2025

- » **Risikoaufschläge von Pfandbriefen gegenüber Swap und öffentlichen Emittenten haben sich im ersten Halbjahr verringert.**
- » **Die Spreadabstände im internationalen Covered Bond Markt haben ebenfalls abgenommen, wodurch Pfandbriefe attraktiver geworden sind.**
- » **Der Markt für nachhaltige Pfandbriefe wächst 2025 etwas langsamer als in den Vorjahren. Die Aktivitäten dürften in diesem Segment noch zunehmen.**

## Zusammenfassung

In den ersten drei Wochen **nach der Sommerpause** am Primärmarkt wurden insgesamt 25 großvolumige Covered Bond **Neuemissionen** aufgelegt, von denen **lediglich drei aus Deutschland** stammten. Vor der Sommerpause entfielen satte 31 der 129 (oder 22,5 Prozent) der neuen Benchmark-Anleihen auf den Pfandbriefmarkt. Die deutschen Emittenten scheinen ihre **Primärmarktaktivitäten in das erste Halbjahr vorgezogen** und damit mögliche Emissionsfenster frühzeitig genutzt zu haben. Mit dem Zollstreit, den Neuwahlen in Deutschland und der darauffolgenden Ankündigung von massiv steigenden **schuldenfinanzierten Staatsausgaben** gab es im ersten Halbjahr **genügend Gründe für Unsicherheit**. Um der Gefahr verschlossener Märkte aus dem Weg zu gehen, haben sich nicht nur deutsche Emittenten vor allem am Primärmarkt getummelt. Trotz allem Auf und Ab engten sich im ersten Halbjahr die **Risikoaufschläge** von deutschen Pfandbriefen parallel zum Gesamtmarkt für Covered Bonds nach und nach ein. Gleichzeitig verringerte sich der Renditeabstand zu öffentlichen Emittenten (inklusive deutschen Bundesanleihen).

In dieser Studie weiten wir den Blick über das aktuelle Geschehen am Covered Bond Markt und **ordnen die Auswirkungen der Ereignisse** der vergangenen Monate **auf deutsche Pfandbriefe ein**. Gleichzeitig nehmen wir das zwanzigjährige Jubiläum des deutschen Pfandbriefgesetzes zum Anlass, den Blick in die Zeit vor dem Ausbruch der Finanzkrise schweifen zu lassen, um die aktuellen Entwicklungen auch in einem **langfristigen Kontext** zu präsentieren. Die Einführung des Pfandbriefgesetzes vor gut 20 Jahren hat **tiefgreifende Veränderungen** im deutschen Pfandbriefmarkt ermöglicht. Dazu zählt, dass sich die **Zusammensetzung der Emittenten** in Deutschland in den vergangenen 20 Jahren **grundlegend gewandelt** hat. In demselben Zeitraum fand eine **rasante Globalisierung des internationalen Covered Bond Marktes** statt, in dem Deutschland immer noch eine sehr wichtige, aber nicht mehr so dominierende Rolle wie zuvor einnimmt.

Der **Markt für nachhaltige Pfandbriefe wächst** langsamer als in den Vorjahren. Die künftig höheren **Verteidigungsausgaben** wird der Staat über Schulden finanzieren. Inwieweit diese Kredite Eingang in die Deckungsmassen von **Öffentlichen Pfandbriefen** finden, wird die Zeit zeigen.



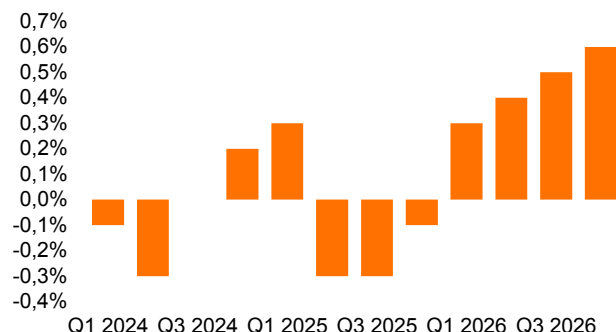
## ZOLLSTREITIGKEITEN ERHÖHEN UNSICHERHEIT

### Politische Unsicherheit in Deutschland um den Jahreswechsel

Am 23. Februar 2025 fand die **vorgezogene Neuwahl** für den Deutschen Bundestag statt. Diese Wahl wurde notwendig, nachdem die Ampelkoalition im November 2024 auseinanderbrach und die **Vertrauensfrage** des damals regierenden Bundeskanzlers Scholz **im Dezember 2024 scheiterte**. Anfang Mai 2025 wurde der neue Bundeskanzler Merz vereidigt, der einer schwarz-roten Koalition vorsteht. Die neue Regierung steht zweifellos vor großen Herausforderungen. Die deutsche Wirtschaft stockt und kommt seit einigen Quartalen nicht von der Stelle [G1]. Die **höheren Zölle**, die die **USA** seit 2025 auf Einfuhren erheben, schaden der exportorientierten deutschen Wirtschaft. Außerdem rächt es sich immer mehr, dass in den vergangenen Jahrzehnten zu wenig in die **öffentliche Infrastruktur** in Deutschland investiert wurde. Der **Sanierungsstau** soll nun durch ein **schuldenfinanziertes Investitionsprogramm** in den nächsten Jahren aufgelöst werden. Zusätzlich werden die **Verteidigungsausgaben stark erhöht**, um die Versäumnisse der vergangenen Jahre auf dem Gebiet der äußeren Sicherheit wettzumachen. Auch dies kann aus den laufenden Einnahmen im Bundeshaushalt nicht finanziert werden, sodass sich die **deutschen Staatsschulden** perspektivisch **deutlich erhöhen** dürften. Das Angebot an Bundesanleihen wird vor diesem Hintergrund in den kommenden Jahren steigen.

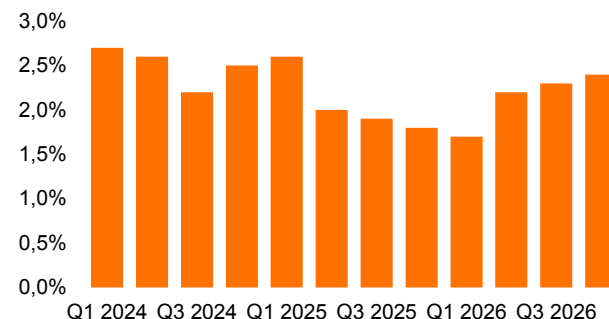
**Schuldenfinanzierte Investitions- und Ausgabenprogramme erhöhen das Angebot an Bundesanleihen**

**[G1] Wachstumsschwäche wird sich in Deutschland erst 2026 bessern**  
Bruttoinlandsprodukt Quartal über Quartal



Quelle: Macrobond, DZ BANK, Werte ab Q3 2025 sind Prognosewerte

**[G2] Inflationsentwicklung dürfte in Deutschland vorerst schwach bleiben**  
Teuerungsrate Jahr über Jahr in Prozent



Quelle: Macrobond, DZ BANK, Werte ab Q3 2025 sind Prognosewerte

Die höheren US-Zölle, die gerade Sand im deutschen Konjunkturgetriebe sind, wurden vom neuen **US-amerikanischen Präsidenten** Trump eingeführt. Im November 2024 wurde Trump gewählt und seit Januar 2025 ist er wieder im Amt. Trumps **erratische Politik**, die unter anderem zuerst die Androhung beziehungsweise später auch die vorübergehende Einführung von **drastischen Zollerhöhungen** beinhaltete, hat die **Unsicherheit an den Märkten** vor allem im ersten Halbjahr 2025 erhöht. Nach langem Hin und Her und weiteren Drohungen, die Zollpolitik zu verschärfen, hat sich aber die Europäische Union (EU) mit den USA Ende Juli 2025 auf die **Grundzüge eines Zollabkommens** geeinigt. Eine am 21. August 2025 dazu veröffentlichte gemeinsame Verlautbarung der EU und den USA machte weitere Details zu den künftigen transatlantischen Handelsbeziehungen publik (siehe [hier](#)). Insgesamt trug diese Vereinbarung zum Abbau der Unsicherheit bei, auch wenn zum damaligen Zeitpunkt noch Detailfragen zur konkreten Zollvereinbarung offen waren. Die neue US-Administration sorgte aber auch auf anderen Politikfeldern für einigen Wirbel. So erhöhte Trump den Druck auf die NATO-Verbündeten der USA, die pro Jahr weniger als 2 Prozent ihres Bruttoinlandsproduktes für Verteidigungszwecke

**USA verhängen Zölle und machen Druck bei den Verteidigungsausgaben**

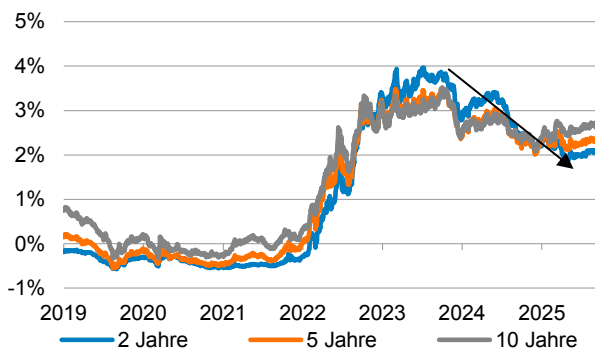
ausgeben. Nach entsprechenden Verhandlungen planen nun viele NATO-Länder ihre Verteidigungsausgaben in der Folge drastisch zu erhöhen, inklusive wie bereits erwähnt Deutschland. Innenpolitisch setzt Trump seine **Wahlversprechen** wo möglich per Dekret um und arbeitete eine tiefgreifende **Steuerreform** aus, die zum Teil durch die höheren Zölle aber auch durch Einsparungen im Haushalt und vermutlich auch durch **neue US-Staatsschulden** finanziert werden soll. Letztlich scheinen die Staatsverschuldungen dies- und jenseits des großen Teichs anzuwachsen, was nicht ohne Folgen für das Renditeniveau geblieben ist.

### Renditen von zehnjährigen Bundanleihen steigen

Die **Rendite zehnjähriger Bundesanleihen** lag Anfang September 2025 bei knapp unter 2,80 Prozent und damit im oberen Bereich der in den Monaten davor etablierten Handelsspanne, die von 2,50 Prozent bis 2,80 Prozent reichte. In dieser Spanne blieb die Bundrendite im Verlauf des Septembers. Auf Jahressicht ergibt sich ein **Anstieg um gut einen halben Prozentpunkt**. Auf den ersten Blick wirkt diese Entwicklung ungewöhnlich, weil die **Europäische Zentralbank (EZB)** ihre **Leitzinsen** seit Anfang 2025 um insgesamt 100 Basispunkte **gesenkt** hat [G5], während die Renditen zehnjähriger Bundesanleihen gestiegen sind. Die **Renditekurve** ist **damit steiler** geworden und sie dürfte noch etwas steiler werden, wenn sich die zehnjährige Bundrendite in den kommenden Monaten weiter erhöht.

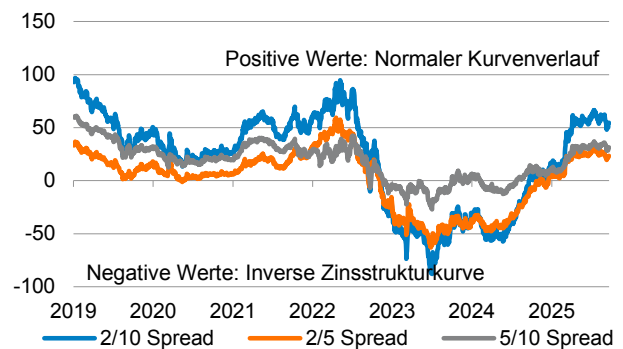
**Renditekurve wurde im ersten Halbjahr 2025 steiler**

[G3] Renditerückgang vor allem am kurzen Ende der Kurve  
Swapsätze in Prozent



Quelle: Bloomberg, DZ BANK, Stand: 26.08.2025, 11:30 Uhr

[G4] Kurvensteilheit hat im Frühjahr 2025 deutlich zugenommen  
Steilheit der Swapkurve in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, DZ BANK, Stand: 26.08.2025, 11:30 Uhr

US-Präsident Trump hatte mit Beginn seiner neuen Amtszeit immer wieder darauf gedrängt, dass die US-Leitzinsen reduziert werden. Dazu hat er wiederholt **politischen Druck** auf die **US-amerikanische Zentralbank (Fed)** ausgeübt. Die Fed hatte im Gegenzug immer wieder ihre **Unabhängigkeit** betont. Allerdings mehrten sich Mitte des Jahres auch innerhalb der Fed die Stimmen, die sich für eine **Leitzinssenkung** aussprachen. Auf ihrer Sitzung Mitte **September 2025** hatte die Fed dann schließlich ihre **Fed-Fund-Rate um 25 Basispunkte** auf einen neuen Korridor von 4,00 Prozent bis 4,25 Prozent **reduziert**. Dieser Schritt wurde zu diesem Zeitpunkt bereits von der Mehrheit der Marktteilnehmer erwartet. Bis Jahresende wird mit weiteren Zinsschritten der Fed gerechnet. Die Versuche der politischen Einflussnahme auf die Fed-Politik durch den US-Präsidenten schafft jedoch **Unsicherheit unter den Marktakteuren**. Präsident Trump hat im Sommer 2025 mit Stephen Miran einen erklärten Kritiker der Fed zumindest vorübergehend in den Vorstand des Offenmarktausschusses der Fed (FOMC) berufen. Zudem dürfte der US-Präsident nach dem **Ende von Jerome Powells Amtszeit im Mai 2026** einen neuen Vorsitzenden der Fed ernennen, der eine expansivere Linie verfolgen dürfte. Damit wächst nicht nur die **Wahrscheinlichkeit weiterer Zinssenkungen** in

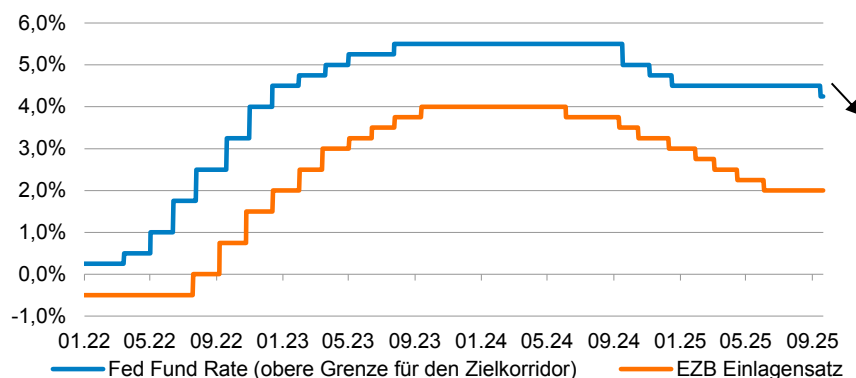
**Leitzinssenkung in den USA**

den USA, sondern auch dafür, dass unkonventionelle geldpolitische Maßnahmen wie der Kauf von Staatsanleihen erneut auf die Tagesordnung der Fed gesetzt werden. Eine Diskussion darüber könnte für weitere Unruhe im Markt sorgen. Die **Grundannahme** sollte jedoch bleiben, dass die US-Notenbank ihre **institutionelle Unabhängigkeit** wahren wird und ihre Entscheidungen nicht an kurzfristigen politischen Interessen ausrichtet dürfte, sondern anhand ihres **geldpolitischen Auftrags**.

In diesem Umfeld hatte die **EZB** ihre Leitzinsen nach der EZB-Ratssitzung am 11. September 2025 unverändert gelassen. Sie hatte ihren **Einlagensatz** im Laufe des Jahres 2025 bereits auf 2,0 Prozent heruntorgeschleust. Seit der Zinssenkung der EZB im Juni hat sich das **makroökonomische Umfeld stabilisiert**, weshalb sich die EZB eine **abwartende Haltung** leisten kann. Die EZB wird weiterhin datenabhängig handeln. Für die Leitzinssenkung spricht, dass die Inflation im Winterhalbjahr leicht unter das Ziel der EZB von 2 Prozent fallen könnte, weil sinkende Energiepreise und ein starker Euro den Preisdruck künftig dämpfen werden [G2]. Zwar **belasten** die jüngst vereinbarten **Zölle** zwischen der EU und den USA die **wirtschaftliche Dynamik weniger stark** als ursprünglich befürchtet. Die Handelsstarife wirken aber dennoch als Bremse für den Außenhandel und hemmen damit das deutsche Wirtschaftswachstum. Insgesamt bleiben die globalen Wirtschaftsaktivitäten von geopolitischen Unsicherheiten geprägt, was die EZB zu einer vorsorglichen geldpolitischen Unterstützung veranlassen könnte.

**EZB bleibt datenabhängig**

**[G5] Weitere Leitzinssenkungen in den USA 2026 wahrscheinlich, EZB dürfte nach einem weiteren Zinsschritt im Herbst ihren Zinssenkungszyklus vorerst abgeschlossen haben**



Quelle: Bloomberg, DZ BANK, Stand: 22.09.2026

In diesem Jahr sollte die EZB aufgrund der oben erwähnten Erwägungen unserer Meinung nach noch eine weitere Zinssenkung durchführen, sodass ihr Einlagensatz bei 1,75 Prozent zum Halten kommen dürfte. Dies wäre auch das **untere Ende einer neutralen geldpolitischen Bandbreite**. Damit wäre der Zinssenkungszyklus der EZB auch beendet. Die **Leitzinsen** dürften danach über das Jahr 2026 hinweg stabil bleiben. Zwar wird die Inflationsrate innerhalb des Euroraums 2026 zeitweise leicht unter der Zielmarke der EZB von 2 Prozent liegen, es gibt jedoch **keine Anzeichen für deflationäre Tendenzen**. Bis dahin sollten die aktuellen Handelskonflikte weitgehend gelöst sein, wodurch die Unruhe an den Märkten abnehmen dürfte. Zudem treibt die allmähliche wirtschaftliche Erholung, gestützt durch eine festere Inlandsnachfrage und stabilere Exportaussichten, die Renditen am längeren Ende der Zinsstrukturkurve in die Höhe. Insgesamt ist die Kurve der Swapsätze im Frühjahr 2025 deutlich steiler geworden, seitdem bewegt sich die Differenz aus zehn- und zweijährigen Swapsätzen (2/10 Spread) auf seinem aktuellen Niveau seitwärts [G4]. Vor einem Jahr war die Zinsstrukturkurve noch invers. Diese Zeiten sind jedoch vorbei.

**Wohl keine weiteren Leitzinssenkungen der EZB im Jahr 2026**

## Auswirkungen auf den Bund-Swapspread

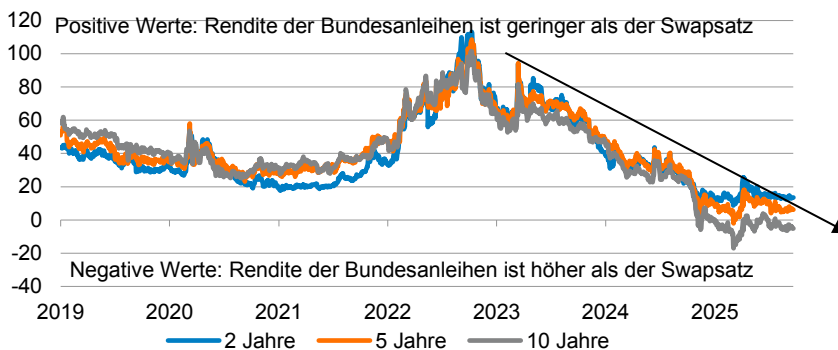
Die durch den Zollstreit zwischen der EU und den USA ausgelöste Verunsicherung der Marktteilnehmer hat den Verlauf des zehnjährigen Bund-Swapspreads im zweiten Quartal 2025 geprägt. Aus Sorge über eine mögliche Eskalation des Handelsstreits hatten Marktakteure temporär verstärkt Bundesanleihen nachgefragt. Aufgrund der Erleichterung über die Handelsvereinbarung zwischen der EU und den USA sind Bundesanleihen in der Gunst der Marktakteure seit Juli wieder etwas gesunken. In der Folge ist der **zehnjährige Bund-Swapspread wieder in den negativen Bereich** gerutscht. Das heißt, die Renditen von zehnjährigen Bundesanleihen sind höher als die der zehnjährigen Swapsätze.

Unsicherheit am Markt auch im Bund-Swapspread abzulesen

Es ist zu vermuten, dass sich die Marktakteure in den kommenden Monaten wieder verstärkt mit der zunehmenden Verschuldung der Bundesrepublik Deutschland beschäftigen werden. Angesichts der zahlreichen **fiskalischen Herausforderungen** für Deutschland bezüglich der Finanzierung von Investitionen in die öffentliche Infrastruktur und die Verteidigungsfähigkeit von Deutschland ist auch **in den kommenden Quartalen mit einer hohen Schuldenaufnahme des Bundes** zu rechnen. In diesem Umfeld dürfte der zehnjährige **Bund-Swapspread** noch etwas **tiefer in den negativen Bereich** vorstoßen. Im negativen Bund-Swapspread spiegelt sich aufgrund der zunehmenden Staatsverschuldung die abnehmende relative Attraktivität von Bundespapieren gegenüber den Swapsätzen wider. Einem Absinken unterhalb eines Niveaus von minus 15 Basispunkten steht jedoch entgegen, dass die deutsche Verschuldung im internationalen Vergleich nach wie vor noch recht niedrig ausfällt.

Hohe Bonität Deutschlands dürfte die Underperformance von Bundesanleihen gegenüber Swap begrenzen

**[G6] Bund-Swapspread engt sich immer weiter ein, am langen Ende der Kurve bieten Bundesanleihen höhere Renditen als die Swapsätze**  
Bund-Swapspread in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, DZ BANK, Stand: 22.09.2025, 11:30 Uhr

Das **deutsche Pfandbriefgesetz** (PfandBG) wurde im Juli 2025 genau **20 Jahre** alt. Das Pfandbriefrecht in Deutschland ist natürlich schon viel älter. Eines seiner **Vorgängergesetze**, das **Hypothekendarlehenbankgesetz**, trat zum Beispiel am 13. Juli **1899** in Kraft. Am 19. Juli 2005 wurden jedoch die damaligen Gesetze für Pfandbriefe von Hypothekendarlehenbanken, Landesbanken und Schiffsfinanzierern zu einem Gesetz vereint. Eine ausführliche Darstellung des deutschen Pfandbriefrechts finden Sie in unserer Studie „[Fragen und Antworten zum deutschen Pfandbriefrecht](#)“ von November 2024. Das runde Jubiläum nehmen wir zum Anlass, im nächsten Abschnitt eine kleine **Rückblende** in die Zeit zum Start des PfandBG zu unternehmen und die **aktuellen Entwicklungen** in diesen Kontext einzuordnen.

Das Pfandbriefgesetz löste vor 20 Jahren drei Spezialgesetze ab



## SPREADS UND RENDITEN VON PFANDBRIEFEN

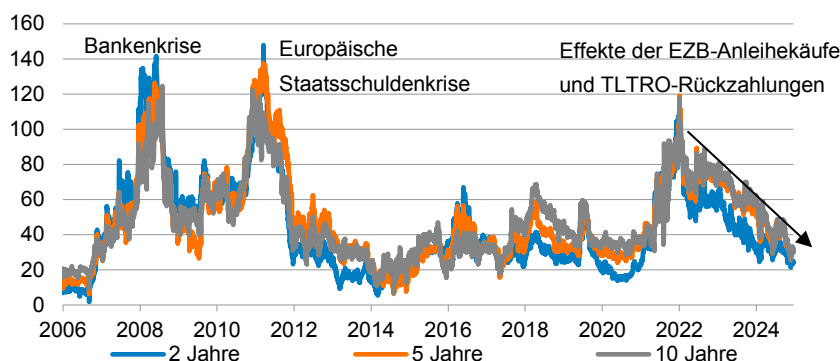
### Risikoaufschlag gegenüber Bundesanleihen wird immer enger

Seit 2022 engt sich der **Bund-Swapsread** trendmäßig ein [G6]. Dies hat auch **Auswirkungen** auf den **Risikoaufschlag von Pfandbriefen** gegenüber deutschen Staatsanleihen (Bund-Spread). Ende August 2025 lag der generische Bund-Spread für zweijährige Pfandbriefe bei etwa 23 Basispunkten. Im Fall von zehnjährigen Pfandbriefen waren es etwa 29 Basispunkte. Vor 20 Jahren waren die vergleichbaren Risikoaufschläge etwas geringer. Im Fall von zehnjährigen Pfandbriefen notierte der Bund-Spread im Mai 2005 bei etwa 18 Basispunkten. In der Zwischenzeit ist jedoch viel passiert.

**Pfandbriefgesetz löste drei Vorgängergesetze ab**

#### [G7] Bund-Spread von Pfandbriefen wird seit 2022 trendmäßig geringer

Generischer Risikoaufschlag von Pfandbriefen gegenüber Bundesanleihen in Basispunkten

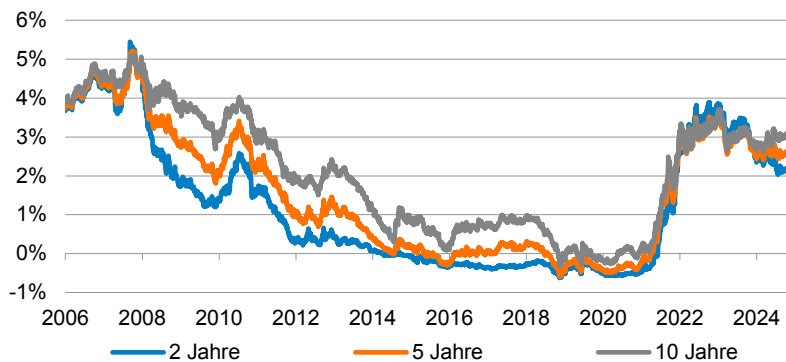


Quelle: Bloomberg, DZ BANK, Stand 19.09.2025, 17:00 Uhr

Die **Finanzkrise** nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers und die **europäische Staatsschuldenkrise** wenige Jahre danach lassen sich im Verlauf des Bund-Spreads der Pfandbriefe deutlich erkennen [G7]. Damals erhöhten sich die Risikoaufschläge zu Bundesanleihen, weil Letztere von einer Flucht in sichere Häfen profitierten. Die **EZB** hat mit ihren **Anleihekaufprogrammen (APP)**, die im Oktober 2014 mit dem dritten Covered Bond Kaufprogramm (CBPP3) begannen, die Auswirkungen der **Staatsschuldenkrise eingedämmt**. Die Kaufprogramme liefen bis Mitte 2023. Im Laufe der gut neun Jahre mit zum Teil erheblichen Anleihekäufen durch die EZB waren **Staatsanleihen** vergleichsweise **knapp am Sekundärmarkt** geworden. Hinzu kamen noch die gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (**TLTRO**) der EZB, bei denen sich Banken günstig über Zentralbankkredite refinanzieren konnten. Für diese Kredite dürften auch **Staatsanleihen als Sicherheiten** gestellt worden sein, wodurch die Liquidität am Sekundärmarkt für Staatsanleihen zusätzlich belastet wurde. Im Jahr 2022 liefen noch die EZB-Käufe unter APP und der Bankensektor hatte gerade erst damit begonnen, die TLTRO-Kredite zurückzuzahlen. Zusätzlich wurde durch den Ukraine-Krieg eine veritable **Energiepreiskrise** ausgelöst. Insgesamt erreichten die **Bund-Spreads** im Verlauf des Jahres **2022** ihr **zyklisches Hoch**. Mit dem Auslaufen der Käufe unter APP und der sukzessiv getilgten TLTRO-Kredite normalisierten sich auch die Bund-Spreads wieder. Im November 2024 zerbrach – wie bereits erwähnt – die deutsche Bundesregierung. Die neue Bundesregierung hatte im ersten Halbjahr 2025 umfangreiche schuldenfinanzierte Staatsausgaben angekündigt und die verfassungsrechtlichen Voraussetzungen dafür geschaffen, wodurch sich das **Angebot an Bundesanleihen in den kommenden Jahren signifikant erhöhen** wird. In dieser Gemengelage engten sich die Bund-Spreads von Pfandbriefen immer stärker ein.

**Wendepunkt für die Bund-Spreads von Pfandbriefen im Jahr 2022**

**[G8] Gegenläufige Entwicklung bei den Pfandbriefrenditen am kurzen und langen Ende der Kurve**  
Generische Pfandbriefrenditen in Prozent



Quelle: Bloomberg, DZ BANK, Stand 19.09.2025, 17:00 Uhr

Der inverse Verlauf der Zinsstrukturkurve hat sich Mitte 2024 aufgelöst. Der **Abstand der zwei- und zehnjährigen Pfandbriefrenditen erhöhte sich** schrittweise, wodurch sich der Kurvenverlauf normalisierte, und erreichte Ende 2024 ein Niveau von 45 Basispunkten. Dieser 2/10-Spread erhöhte sich im Verlauf der ersten acht Monate des Jahres **2025 in der Spitze auf 93 Basispunkte**. Ende August betrug der 2/10 Spread bei deutschen Pfandbriefen rund 84 Basispunkte. Die stärkere Spreizung der Renditen war hauptsächlich durch die **Talfahrt der zweijährigen Pfandbriefe** verursacht. Die zehnjährigen Pfandbriefrenditen pendelten in den ersten acht Monaten des Jahres 2025 um die Marke von 3 Prozent. Ende 2006 lag die Rendite von zehnjährigen Pfandbriefen mit etwa 4,1 Prozent auf einem höheren Niveau, die Pfandbriefkurve war damals deutlich flacher.

**Renditekurve von Pfandbriefen wurde 2025 steiler**

Seit Januar 2025 engten sich die Swapsreads von deutschen Pfandbriefen peu á peu ein. Diese Entwicklung war am langen Ende der Kurve sogar etwas stärker ausgeprägt als am kurzen Ende, sodass per Saldo die **Credit-Kurve** des Pfandbriefmarktes insgesamt um wenige Basispunkte **flacher geworden** ist. Die generischen **Swapsreads für zwei- und zehnjährige Pfandbriefe** lagen Ende August 2025 bei rund **11 und 33 Basispunkten**. Das ist mehr als bei Einführung des PfandBG. Zu diesem Zeitpunkt war der zehnjährige Swapsread bei etwa 6 Basispunkten.

**Swapsreads engten sich seit Jahresbeginn trendmäßig ein**

**Pfandbriefe** wie auch gedeckte Anleihen internationaler Banken profitieren als **sicheres Anlageprodukt** von ihren **hohen Ratings**. Die überwiegende Mehrheit der ausstehenden Pfandbriefe und Covered Bonds sind außerdem mit Immobilienfinanzierungen besichert und deshalb **nicht direkt mit Risiken gegenüber dem öffentlichen Sektor verbunden**. Dies ermöglichte es zum Beispiel französischen Covered Bonds im Sommer 2025 in mittleren und langen Laufzeiten auf einem geringeren Renditeniveau als französische Staatsanleihen zu notieren. Letztlich unterstützt auch das aktuelle **Renditeniveau** die Nachfrage nach Covered Bonds, wenn die Mindestverzinsungsansprüche von institutionellen Investoren wie Versicherungen oder Pensionskassen erreicht werden.

**Unterstützungsfaktoren für Pfandbriefspreads**

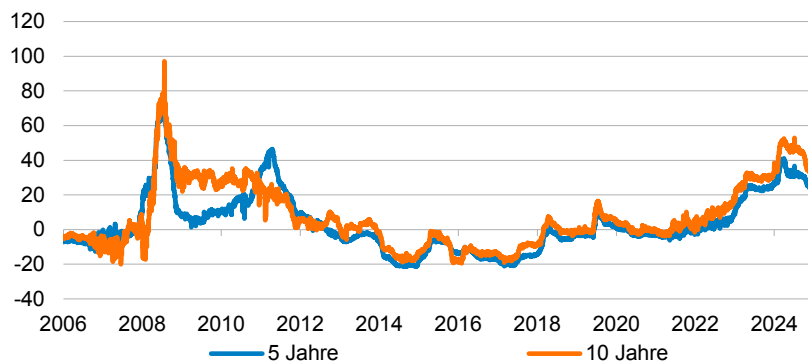
### Angebot für Privatanleger

In diesem Zusammenhang gibt es eine interessante Neuerung: Seit Spätsommer 2025 bietet der Verband deutscher Pfandbriefbanken (vdp) **Privatanlegern** auf seiner [Internetseite](#) einen neuen Service. Dort finden sich **alle Pfandbriefe** mit einem ausstehenden Volumen von mindestens 500 Mio. Euro, einer Restlaufzeit von mindestens zwölf Monaten und einer **Stückelung von 1.000 Euro**. Aufgrund des geringen Anlagebetrags würden sich diese Pfandbriefe grundsätzlich auch für

**Anteil von Privatanlegern dürfte gering sein**

Privatanleger eignen. Historisch gesehen (deutlich vor Einführung des PfandBG) waren Pfandbriefe als Alternative für Spareinlagen für Privatanleger gedacht und wurden auch entsprechend so beworben. Uns liegen allerdings keine aktuellen Zahlen darüber vor, wie viel des Pfandbriefumlaufvolumens von Privatanlegern gehalten wird. Wir vermuten aber, dass ihr Anteil sehr gering sein dürfte, weil Privatanleger auch über **Anleihefonds** indirekt in den Pfandbriefmarkt investieren können.

**[G9] Pfandbrief-Swapspreads engten sich seit Jahresbeginn ein**  
Generische Swapsreads von Pfandbriefen in Basispunkten

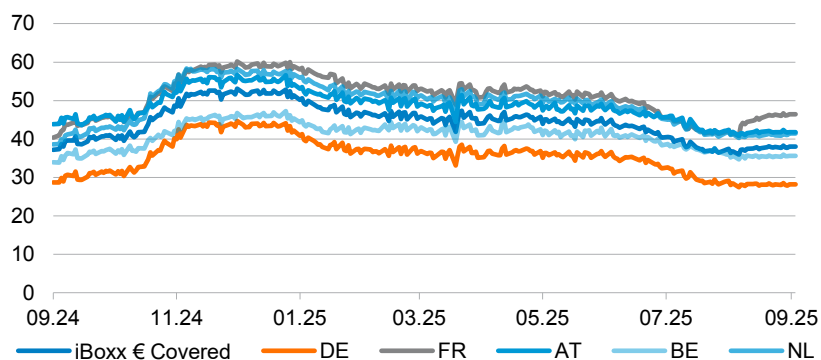


Quelle: Bloomberg, DZ BANK, Stand 19.09.2025, 17:00 Uhr

Im **internationalen Vergleich** rangieren die Risikoaufschläge deutscher **Pfandbriefe** am unteren Ende der Skala und sind damit **gegenüber dem Gesamtmarkt teuer**. Eine gebräuchliche Benchmark für liquide Covered Bonds ist der **iBoxx € Covered Index**, in dem alle gedeckten Bankanleihen mit einem Umlaufvolumen von mindestens 500 Mio. Euro, einer Restlaufzeit von mindestens zwölf Monaten und einem durchschnittlichen Rating von mindestens Investmentgrade (sprich BBB- oder besser) versammelt sind. Dieser Index deckt den weltweiten Covered Bond Markt ab. Der **Anteil deutscher Pfandbriefe** an diesem Index betrug Anfang September 2025 **knapp 20 Prozent**.

**Anteil von Pfandbriefen im liquiden Marktindex beträgt etwa 20 Prozent**

**[G10] Deutsche Pfandbriefe notieren im internationalen Vergleich auf recht teurem Spreadniveau**  
Swapsread (Z-Spread) des iBoxx € Covered Index und dessen Subindices in Basispunkten



Quelle: Markit, DZ BANK, Stand: 03.09.2025; 17:00 Uhr

Innerhalb des iBoxx € Covered Index ist der **Swapsread** des Subindex für Deutschland in den vergangenen Monaten geringer gewesen als bei seinen Pendanten für Belgien, Frankreich, Österreich und den Niederlanden.

**Pfandbriefe notieren im internationalen Vergleich auf engem Spreadniveau ...**

Im Fall der Niederlande muss jedoch berücksichtigt werden, dass die **Duration** des niederländischen Subindex knapp zwei Jahre länger ist als die des deutschen Subindex. Je länger die Duration, desto höher ist bei einer normal verlaufenden Credit-Kurve auch der Swapsread.

Im **Ländervergleich** haben die Subindizes für **Finnland, Kanada und Schweden** in den vergangenen Monaten **zum deutschen Spreadniveau aufgeschlossen**, wobei die Subindizes der genannten Länder eine etwas kürzere Duration als der deutsche Subindex aufweisen (im Fall Kanadas sogar 1,4 Jahre). Außerdem haben sich auch die **Risikoaufschläge** von **südeuropäischen Covered Bonds** seit einiger Zeit zum Teil **stark reduziert**, aber das Spreadniveau deutscher Pfandbriefe noch nicht erreicht. Allerdings haben sie den Abstand verringern können.

... andere Länder schließen aber auf

**Welche Rolle spielt die Umsetzung der Europäische Covered Bond Richtlinie bei der aktuellen Spread-Kompression?**

Die Europäische Covered Bond Richtlinie musste bis Juli 2022 in allen EU-Ländern umgesetzt werden. Damit bestehen erstmals einheitliche Mindeststandards unter den europäischen Covered Bond Gesetzen, die in vielen Ländern zu einer Verbesserung der rechtlichen Grundlagen geführt haben. Allerdings gibt es immer noch Qualitätsunterschiede zwischen den Gesetzen, die aufgrund zahlreicher Wahlrechte bei der Umsetzung der Richtlinie möglich wurden. Zum Beispiel ist die besondere öffentliche Aufsicht für deutsche Pfandbriefe sehr streng. Auch nach Umsetzung der Richtlinie ist die öffentliche Aufsicht nach unserer Einschätzung in vielen anderen EU-Mitgliedsländern weniger streng. Ob dieser Punkt Auswirkungen auf die Spreadentwicklung hat, ist jedoch fraglich. Wenn überhaupt, so dürfte der Einfluss nur gering sein und sich vermutlich erst in Marktphasen mit einer deutlich höheren Spreadvolatilität zeigen.

Quelle: DZ BANK

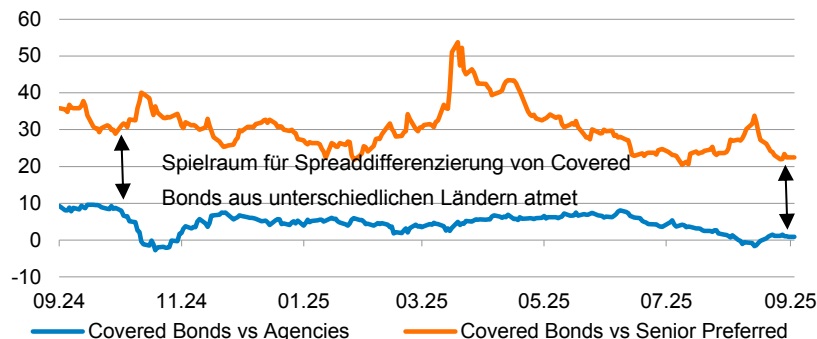
## Vergleich mit benachbarten Assetklassen

Das **Zusammenrücken der Risikoaufschläge** der Länder-Subindizes im iBoxx € Covered Index hat verschiedene, zum Teil länderspezifische Gründe. Im Fall von Italien und Spanien ist das **Angebot an Neuemissionen** bis Ende August 2025 deutlich knapper als das deutscher Pfandbriefe gewesen. Auch Bonitätsthemen dürften eine Rolle gespielt haben. Das italienische **Staatsrating** hat beispielsweise von den Agenturen zuletzt Rückenwind bekommen. In Spanien lief außerdem die **Wirtschaft 2025** bislang deutlich besser als im EU-Durchschnitt. Neben den individuellen Gründen für die Spreadentwicklung der Länderindizes ist unserer Meinung nach aktuell von entscheidender Bedeutung, dass der **Raum für die Spreaddifferenzierung immer kleiner wird**. Die Risikoaufschläge von **unbesicherten Bankanleihen** schrumpften im ersten Halbjahr 2025 zum Teil deutlich schneller als die von Covered Bonds. Andererseits sind die Swapsreads von **staatsnahen Emittenten** wie der KfW oder Gebietskörperschaften wie deutsche Länder von der Einengung des Bund-Swapsreads stärker betroffen als Covered Bonds. Der Abstand zwischen Covered Bonds und Anleihen von öffentlichen Emittenten hat sich deshalb in den vergangenen Monaten ebenfalls verringert.

Spread-Kompression im globalen  
Covered Bond Markt

[G11] Der Spielraum für Spreaddifferenzierungen innerhalb des iBoxx € Covered Index war im Sommer 2025 recht gering, hat sich jedoch im August wieder erhöht

Differenz der Swapsreads der iBoxx-Indizes für Agencies (Förderbanken und öffentliche Institutionen, ohne deutsche Länder) und Senior Bankanleihen zu Covered Bonds in Basispunkten



Quelle: Markit, DZ BANK, Stand: 19.09.2025; 17:00 Uhr

Der **Vergleich der Risikoaufschläge der iBoxx-Indizes** für die relevanten Assetklassen [G11] ist **nur eingeschränkt möglich**, weil sich die **Zusammensetzung** der Indizes aufgeteilt nach Ländern (Agencies versus Covered Bonds) und zusätzlich hinsichtlich der berücksichtigten Emittenten (Senior Preferred Bonds versus Covered Bonds) **deutlich unterscheidet**. Der Vergleich der Swapsreads der Indizes ist deshalb nur eine Indikation, die die **Richtung einer bestimmten Entwicklung** anzeigt. Die Messung der absoluten Höhe der Spreadunterschiede zwischen den Assetklassen sollte besser anhand von konkreten Anleihen vorgenommen werden. In der Vergangenheit haben Covered Bonds im Normalfall einen gewissen Aufschlag gegenüber Agency-Anleihen geboten. Im Fall von **Frankreich** schrumpfte der Risikoaufschlag von Covered Bonds seit Beginn der **politischen Krise im Sommer 2024** gegenüber Anleihen von Cades oder Unedic immer weiter zusammen. Im Sommer 2025 waren die Swapsreads von französischen Covered Bonds mit Laufzeiten von fünf und zehn Jahren sogar geringer als die der genannten französischen Agencies. Dies ist mit der **Sondersituation in Frankreich** aufgrund der politisch angespannten Lage zu erklären. Im Fall von **fünf- und zehnjährigen Pfandbriefen** betrugen die Abstände zu **Benchmark-Anleihen der KfW** mit vergleichbarer Laufzeit Anfang September etwa **10 bis 12 Basispunkte** beziehungsweise **8 Basispunkte**. Der Abstand hat sich aber in den vorherigen Monaten verringert. Der Spread zwischen Benchmark-Pfandbriefen und liquiden Länder-Anleihen ist im gleichen Zeitraum auf wenige Basispunkte zusammengeschmolzen. Pfandbriefe bieten aber immer noch einen kleinen Aufschlag gegenüber den deutschen Ländern.

**Spreadvergleich anhand von Anleihen ist aussagekräftiger als auf Basis von Indizes**

### Covered Bonds teurer als Agency-Anleihen: Neues Normal?

Warum sollten Covered Bonds eigentlich einen höheren Risikoaufschlag gegenüber staatsnahen Emittenten bieten? Der Fall Frankreich zeigt, dass gedeckte Anleihen im Vergleich zu Anleihen von staatsnahen Emittenten über Wochen und Monate auf einem teureren Spreadniveau notieren können. Als ein **Grund** dafür kämen **Ratings** in Frage. Die **Hypotheken Covered Bonds** sind nicht direkt mit dem öffentlichen Sektor verbunden und die Ratingagenturen erteilen deshalb solchen gedeckten Anleihen unter bestimmten Voraussetzungen deutlich **bessere Bonitätsnoten**. Im Fall von Frankreich verfügen Hypotheken Covered Bond immer noch über Bestnoten AAA/Aaa und sind damit mindestens drei Stufen besser als das französische Staatsrating. Allein **das scheint als Grund jedoch langfristig nicht auszureichen**, wie ein Blick nach Italien oder Spanien nahelegt. In beiden Ländern gibt es keinen so liquiden Markt für Agency-Anleihen wie in Frankreich. Allerdings zeigt der Vergleich

**Ratings bei Covered Bonds besser und trotzdem sind die Renditen höher**



zwischen den Staatsanleihen und Hypotheken Covered Bonds aus den jeweiligen Ländern, dass sie, obwohl die gedeckten Anleihen **bis zu sechs Stufen höhere Ratings** aufweisen, bis Laufzeiten von etwa sieben Jahren auf einem – wenn auch nur leicht – **höheren Renditeniveau** notieren als vergleichbare Staatsanleihen.

Ein anderer Aspekt betrifft das **Aufsichtsrecht für Banken**. Für ihre Liquiditätsportfolios im Rahmen der **Mindestliquiditätsquote** (LCR) brauchen Banken **geeignete Anleihen**. Covered Bonds und Agency-Anleihen eignen sich für LCR-Zwecke. Deshalb zählen Banken seit Jahren zu den wichtigsten Investoren bei gedeckten Anleihen. Staatsanleihen aber auch Anleihen von staatsnahen Emittenten wie Agencies haben gegenüber Covered Bonds aber aufsichtsrechtliche Vorteile. Sie können im größeren Umfang für LCR-Portfolios verwendet werden und es sind geringere Bewertungsabschläge anzusetzen als bei Covered Bonds. Diese **regulatorischen Vorteile** sollten sich langfristig auch in entsprechend **engeren Spreads** für Anleihen von öffentlichen Emittenten gegenüber Covered Bonds niederschlagen. Darüber hinaus ist die **Liquidität von Agency-Anleihen** in der Regel **besser** und in jedem Fall nicht schlechter als die von Benchmark-Covered-Bonds. Auch dieser Punkt spricht für eher höhere Spreads von Covered Bond gegenüber Agencies.

Es spricht auch einiges für Agency-Anleihen

Als **Fazit** lässt sich an dieser Stelle für uns ziehen, dass **durch die Kompression der Risikoaufschläge** der Abstand von deutschen Pfandbriefen zu anderen Assetklassen wie unbesicherten Bankanleihen oder anderen internationalen Covered Bonds kleiner geworden ist. Dadurch ist die **Attraktivität deutscher Pfandbriefe gestiegen**, weil der **Renditeverlust geringer geworden** ist, den ein Investor erleidet, wenn er in Pfandbriefe investiert statt in die Anlagealternativen mit höheren Spreads. Gleichzeitig ist aber auch der Abstand zu Anleihen von öffentlichen Emittenten kleiner geworden, sodass sich **umgekehrt die gleiche Argumentation** aus Sicht von Investoren in **Agency-Anleihen gegen Pfandbriefe richtet**.

Spreadkompression kann für Pfandbriefe ein Vorteil sein

## PFANDBRIEFGESETZ ERMÖGLICHTE ÄNDERUNGEN IM MARKT

### Zahl der Pfandbriefbanken stark gewachsen

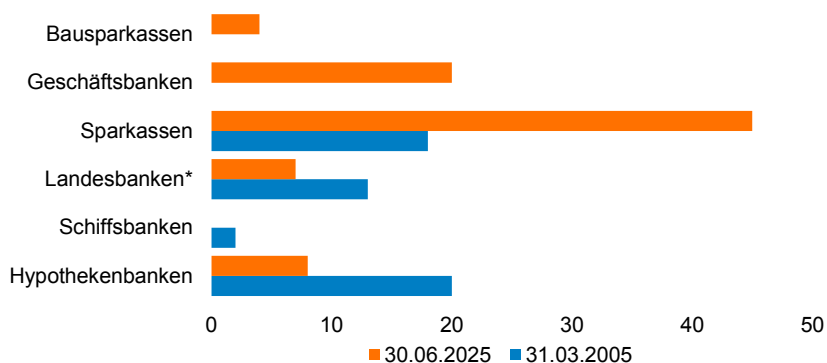
Durch die Schaffung des **PfandBG** wurde das im damaligen Hypothekendarstellungsgesetz verankerte **Spezialbankprinzip aufgehoben**. Dies ermöglichte einen grundlegenden Wandel in der Zusammensetzung der Pfandbriefemittenten in den vergangenen 20 Jahren, wobei dieser Wandel durch die **Finanz- und Staatsschuldenkrise** vermutlich zum Teil noch beschleunigt wurde. Kurz **vor Inkrafttreten des PfandBG** gab es in Deutschland **20 private Hypothekenbanken**, wobei damals in reine Hypothekenbanken, deren Geschäftsaktivitäten gesetzlich stark begrenzt waren, und gemischte Hypothekenbanken unterschieden wurde. Letztere hatten deutlich weniger Einschränkungen bei ihren Geschäftsaktivitäten als reine Hypothekenbanken. Diese Unterscheidung gibt es heute nicht mehr.

**PfandBG ermöglichte grundlegenden Wandel**

Seit Juli 2005 ist die **Anzahl der Banken mit einer Pfandbrieflizenz** (Pfandbriefbank) **von 53 auf 84** zum 30. Juni 2025 gestiegen. In den vergangenen Jahren stagnierte die Zahl der Emittenten in der Nähe des aktuellen Niveaus. Dabei fällt auf, dass die 2005 besonders starke Gruppe **Hypothekenbanken/ Schiffsbanken und Landesbanken** in den vergangenen Jahren **einige Abgänge** zu verzeichnen hatte. Die rückläufige Zahl ist vor allem auf Fusionen zurückzuführen. Einige Hypothekenbanken und Schiffsfianzierer wurden auch in Geschäftsbanken integriert, die mit entsprechender Lizenz seit 2005 gemäß PfandBG ebenfalls Pfandbriefe auflegen dürfen. Dadurch wuchs die Zahl der **Geschäftsbanken** unter den Pfandbriefbanken auf inzwischen 20 an. Den **größten Zuwachs** in absoluten Zahlen hatten jedoch die **Sparkassen** zu verzeichnen, die es zuletzt auf insgesamt 45 Pfandbriefemittenten brachten.

**Zahl der Pfandbriefbanken deutlich gestiegen**

[G12] Zahl der Pfandbriefbanken innerhalb der vergangenen 20 Jahre deutlich gestiegen  
Anzahl Pfandbriefemittenten (Banken mit mindestens einer Pfandbrieflizenz)



Quelle: BaFin, Verband deutscher Pfandbriefbanken, DZ BANK, \* inklusive öffentlich-rechtliche Grundkreditanstalten

Vergleichsweise neu in den Reihen der Pfandbriefbanken sind die **Bausparkassen**. Diese hatten allerdings nicht über die Einführung des PfandBG, sondern erst später über eine Änderung des Bausparkassengesetzes die Möglichkeit bekommen, sich für eine Pfandbrieflizenz zu bewerben. Derzeit gibt es vier Bausparkassen, die Hypothekenpfandbriefe ausstehen haben. Neben Landesbanken waren 2005 öffentlich-rechtliche Emittenten wie beispielsweise die **Förderbanken NRW**. Bank oder L-Bank eine Randerscheinung, deren **Pfandbriefprogramme** inzwischen entweder schon **abgewickelt** wurden oder noch werden. Diese Emittenten und ihre bestandsgeschützten Pfandbriefprogramme sind in den Zahlen der vorstehenden Grafik für 2025 nicht enthalten.

**Vier Bausparkassen mit Hypothekenpfandbriefen**

Die stark gewachsene Zahl an Pfandbriefbanken (immerhin ein Wachstum von 58,5 Prozent über 20 Jahre) ist auch deshalb erstaunlich, weil mit der Einführung des **Refinanzierungsregisters**, das parallel mit dem PfandBG im Juli 2005 in Kraft trat, Kreditinstitute die Möglichkeit bekommen haben, **Deckungswerte** anderen Pfandbriefbanken insolvenzfest **zur Verfügung zu stellen** und so über **Pooling-Modelle** indirekt am Pfandbriefmarkt zu partizipieren. Dies dürfte vor allen für kleinere Banken interessant sein, die selbst nicht genügend Deckungswerte haben, um regelmäßig großvolumige Pfandbriefe öffentlich zu platzieren. Dennoch gibt es eigene eher **kleinere Pfandbriefbanken**, die sich auf Privatplatzierungen mit geringeren Volumen fokussieren. Anscheinend ist die **Unabhängigkeit** bei den **Refinanzierungsentscheidungen** mit einem eigenen Pfandbriefprogramm auch etwas wert.

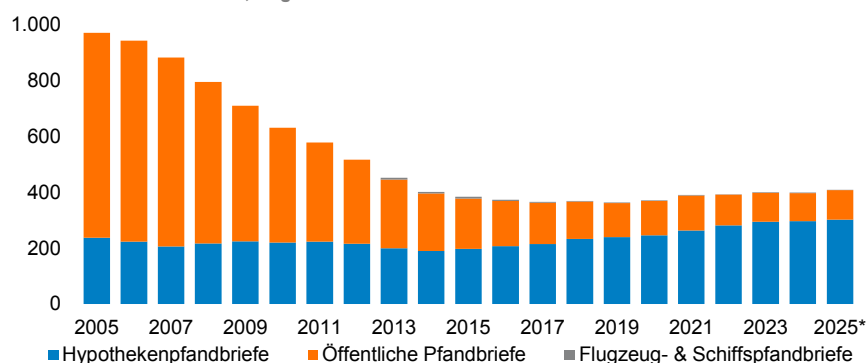
**Zahlreiche kleinere Emittenten, trotz der Möglichkeit zum Pooling**

### Umlaufvolumen zuletzt wieder auf dem aufsteigenden Ast

Um die **Jahrtausendwende** lag das **Umlaufvolumen** des Pfandbriefmarktes in der Spitze über **1 Bio. Euro**. Geänderte Geschäftsmodelle bei den Pfandbriefemittenten sowie das Auslaufen der Anstaltslast und Gewährträgerhaftung für Landesbanken und Sparkassen hatte allerdings in den folgenden Jahren zu einem **deutlichen Rückgang des Umlaufvolumens von Öffentlichen Pfandbriefen** geführt. Forderungen gegen deutsche Landesbanken und Sparkassen, die von der Anstaltslast und Gewährträgerhaftung ihrer öffentlichen Eigentümer profitierten, qualifizierten sich als Deckungswerte für Öffentliche Pfandbriefe. Die **Altbestände** dieser Forderungen waren zwar **bestandsgeschützt**. Allerdings kamen aus diesem Sektor keine neuen Deckungswerte nach, sodass das Umlaufvolumen der Öffentlichen Pfandbriefe Schritt für Schritt mit dem Auslaufen der bestandsgeschützten Forderungen gegen Landesbanken und Sparkassen zurückging. Auf dem aktuellen Niveau hat sich das ausstehende Volumen an Öffentlichen Pfandbriefen allerdings stabilisiert, sodass hier vorerst ein **neues Gleichgewicht** gefunden zu sein scheint.

**Öffentliche Pfandbriefe stabilisieren sich auf ihrem aktuellen Niveau**

**[G13] Umlaufvolumen zuletzt wieder leicht gestiegen**  
Pfandbrief-Umlaufvolumen, Angaben in Mrd. Euro



Quelle: Verband deutscher Pfandbriefbanken, Emittenten, DZ BANK, \* Stand 30.06.2025

Das Umlaufvolumen von **Hypothekendarlehen** hatte sich in den vergangenen 20 Jahren besser gehalten als Öffentliche Pfandbriefe, auch wenn es **bis 2014** ebenfalls **zunächst rückläufig** war. **Danach ging es** aber sukzessive **aufwärts**. Insgesamt gesehen erreichte der deutsche Pfandbriefmarkt zum 30. Juni 2025 ein Volumen von 409,3 Mrd. Euro, wobei Hypothekendarlehen mit 302,8 Mrd. Euro die Nase klar vor Öffentlichen Pfandbriefen (105,5 Mrd. Euro) und Schiffspfandbriefen (1,1 Mrd. Euro) hatten. In den vergangenen 20 Jahren haben die Hypothekendarlehen damit den Öffentlichen Pfandbriefen den Rang abgelassen.

**Umlaufvolumen Mitte 2025 auf 409,3 Mrd. Euro gestiegen**

Das **Wachstum bei den Hypothekendarfandbriefen** dürfte auch damit zusammenhängen, dass sich die **Zusammensetzung der Emittenten** in diesem Zeitraum **stark gewandelt** hat. Zu den volumenstärksten Darfandbriefemittenten zählen zwar immer noch vor allem Hypothekendarfbanken und Landesbanken. Allerdings sind auch einige Geschäftsbanken unter den zehn volumenstärksten Darfandbriefemittenten (Top 10), bei denen der Fokus klar auf Hypothekendarfandbriefen liegt. Die steigende Zahl an Darfandbriefbanken dürfte außerdem geholfen haben, dass sich das Umlaufvolumen bei Hypothekendarfandbriefen zunächst stabilisierte und später in einen moderaten Wachstumspfad einschwenkte. Der **Darfandbriefmarkt** insgesamt **wuchs** zuletzt zum 30. Juni 2025 **gegenüber dem Jahresende 2024** um 2,5 Prozent oder um knapp 10 Mrd. Euro an.

In Deutschland gibt es mit Abstand die meisten Covered Bond/Darfandbriefemittenten (Angaben sind nach Anzahl der Emittenten in einem Land sortiert)

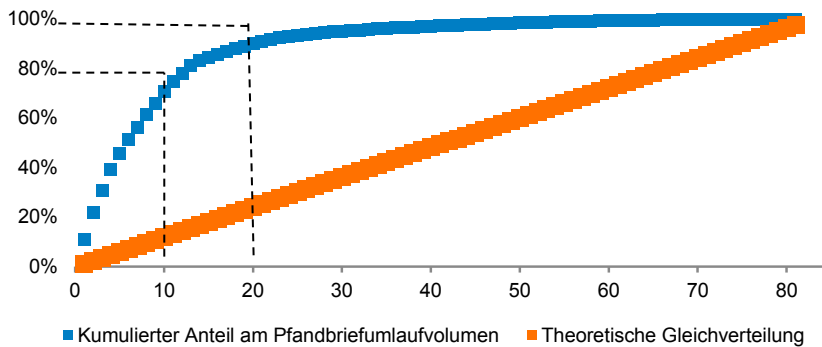
Land	Anzahl der Emittenten	Umlaufvolumen in Mrd. Euro
Deutschland	83	399,5
davon Top 10	10	etwa 284
davon Top 20	20	etwa 360
Österreich	26	113,0
Norwegen	22	147,6
Spanien	20	208,5
Frankreich	19	501,6
Italien	16	160,8
Schweden	12	224,9
Finnland	10	51,4
Kanada	9	205,9
Niederlande	8	222,0
Dänemark	7	459,7
Belgien	5	57,4
Summe der oben aufgeführten zwölf Länder	237	2.752,3
<b>Weltweit</b>	<b>335</b>	<b>3.311,1</b>

Quelle: European Covered Bond Council, DZ BANK, Stand: 31.12.2024

Die **Top 10 Darfandbriefbanken** machten Mitte 2025 bereits **71 Prozent des ausstehenden Umlaufvolumens** aus. Die größten 20 deutschen Darfandbriefbanken (**Top 20**) brachten es auf einen gemeinsamen Marktanteil von **90 Prozent**. Damit herrscht eine recht **hohe Konzentration** des Marktes auf die größten Darfandbriefbanken vor. Allerdings gibt es in keinem Land der Welt so **viele Covered Bond Emittenten** wie in Deutschland. Selbst in den Ländern mit einem sehr hohen Volumen an ausstehenden Covered Bonds (siehe vorstehende Tabelle), ist die Zahl der Emittenten nur selten größer als 20.

**Marktkonzentration trotz vieler Emittenten**

#### [G14] Starke Konzentration: Marktanteile der Pfandbriefbanken ihrer Größe nach sortiert



Quelle: Verband deutscher Pfandbriefbanken, Emittenten, DZ BANK, Stand: 30.06.2025

#### Benchmark-Pfandbriefe bleiben das Rückgrat des Marktes

Der Markt lässt sich auch nach dem **Format der Pfandbriefe** (Sub-Benchmark-/ Benchmark-Pfandbriefe und traditionelle Pfandbriefe/Namenspfandbriefe) sowie nach der **Art der Platzierung** der Anleihe (privat platziert oder öffentlich platziert/ syndiziert) einteilen. Das **Rückgrat des Marktes** ist dabei das Segment für öffentlich platzierte **Benchmark-Pfandbriefe**, die ein Volumen von mindestens 500 Mio. Euro aufweisen. Die Pfandbriefe im Benchmark-Format sind in die Fußstapfen der Jumbo-Pfandbriefe getreten. Das Jumbo-Format für Covered Bonds wurde in Deutschland 1995 erfunden. Der **Jumbo-Pfandbrief** hatte **vor 30 Jahren** zum **rasanten Anstieg des Umlaufvolumens** im Pfandbriefmarkt maßgeblich beigetragen. Mit dem Jumbo-Pfandbrief gelang es besser, internationale Investoren anzusprechen, was wiederum ebenfalls half, dass sich das Konzept von gedeckten Bankanleihen in andere Länder verbreitete. Die ersten großvolumigen Pfandbriefe hatten ein anfängliches Umlaufvolumen von 500 Mio. D-Mark (umgerechnet rund 255 Mio. Euro). Als Marktstandard bildete sich später 1 Mrd. D-Mark und nach der Einführung des Euros in Deutschland 1 Mrd. Euro heraus. **Euro-Benchmark-Covered-Bonds** haben ein Umlaufvolumen von **mindestens 500 Mio. Euro**, Pfandbriefe im Sub-Benchmark-Format mindestens 250 Mio. Euro, aber weniger als 500 Mio. Euro.

Seit 30 Jahren gibt es  
großvolumige Pfandbriefe

#### Jumbo und traditionelle Pfandbriefe

Der Verband deutscher Pfandbriefbanken hat Mindeststandards für Jumbo-Pfandbriefe ausgearbeitet, die seit Einführung großvolumiger Pfandbriefe immer wieder überarbeitet wurden. Die Mindeststandards zielen darauf ab, die Liquidität der großvolumigen Pfandbriefe sicherzustellen. Für Jumbo-Pfandbriefe gilt zum Beispiel ein Mindestvolumen von 1 Mrd. Euro.

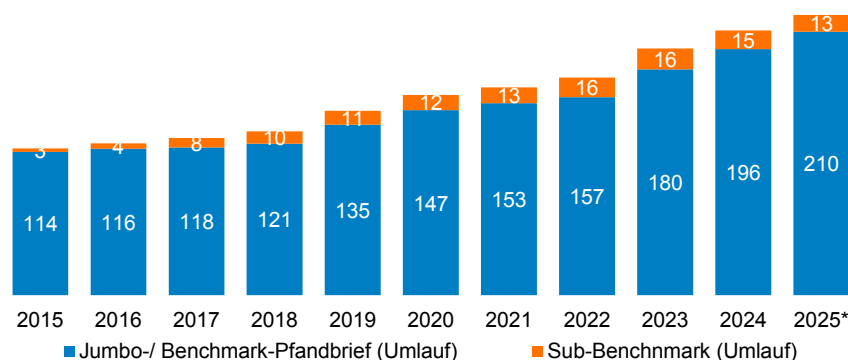
Traditionelle Pfandbriefe unterliegen genauso wie Jumbo-Pfandbriefe dem Pfandbriefgesetz. Sie unterscheiden sich in ihrer Ausgestaltung und können nicht nur als Inhaber- sondern auch als Namenspapier begeben werden. Ihr Umlaufvolumen ist in der Regel deutlich kleiner als bei Jumbo-Pfandbriefen und sie werden auch nicht öffentlich platziert. Die Ausgestaltung traditioneller Pfandbriefe hinsichtlich Laufzeit und Verzinsung orientiert sich in der Regel stark an den Vorstellungen und Wünschen einzelner Investoren, für die die Ausstattung des Pfandbriefs häufig maßgeschneidert wird.

Quelle: [Verband deutscher Pfandbriefbanken](#), DZ BANK



Im Jahr **2005** dominierte der deutsche Pfandbrief den noch recht **jungen internationalen Markt für Covered Bonds im Jumbo-Format**. Im März 2005 entfielen 383 Mrd. Euro (oder 63 Prozent) des Umlaufvolumens dieses Anleihesegments auf deutsche Pfandbriefe. Ende 2024 betrug das Umlaufvolumen deutscher Benchmark-Pfandbriefe rund 196 Mrd. Euro, was gut 18 Prozent aller ausstehenden Covered Bonds im Euro-Benchmark-Format entsprach. Das Volumen von **Jumbo-Pfandbriefen ging** während der **Finanzmarktkrise** und in den Jahren danach stark **zurück**. Inzwischen steigt das Volumen der ausstehenden Benchmark-Pfandbriefe seit über zehn Jahren stetig an und erreichte zur Mitte des Jahres 2025 rund 210 Mrd. Euro (entspricht zu diesem Zeitpunkt einem Marktanteil von etwa 20 Prozent). Das Wachstum bei den Pfandbriefen im **Sub-Benchmark-Format** kann mit diesem Wachstum nicht Schritt halten. Das ausstehende Volumen in diesem Marktsegment war Mitte 2025 rund 13 Mrd. Euro und ist im Vergleich zu den Benchmark-Pfandbriefen eher eine kleinere **Marktnische**.

[G15] Seit über zehn Jahren wächst das Marktsegment für liquide Pfandbriefe ständig an  
Umlaufvolumen in Mrd. Euro

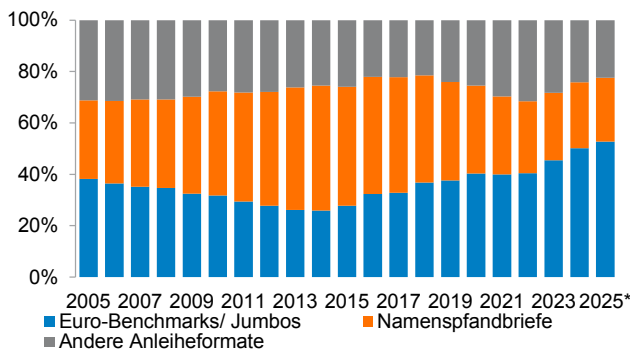


Quelle: Bloomberg, DZ BANK, \* Stand 30.06.2025

Das steigende Umlaufvolumen bei den **Benchmark-Pfandbriefen** spiegelt sich auch in einem **wachsenden Anteil am Umlaufvolumen** in Deutschland wider. Der Anteil von großvolumigen Pfandbriefen am gesamten deutschen Pfandbriefmarkt erreichte mit rund 26 Prozent im Jahr 2014 einen Tiefpunkt. Seitdem hat der Anteil jedoch wieder peu à peu zugelegt und mauserte sich zum **30. Juni 2025** auf einen Wert von **53 Prozent**. Während des Auf und Abs bei den großvolumigen Pfandbriefen veränderte sich der Anteil von **Namenspfandbriefen** fast spiegelbildlich dazu. Auf dem aktuellen Niveau mit einem Marktanteil von etwa **26 Prozent** scheinen sie sich aber wieder recht stabil eingependelt zu haben. Namenspfandbriefe haben den Vorteil, dass sie für die individuellen Bedürfnisse von Investoren maßgeschneidert werden können. Großvolumige Anleihen zielen eher darauf ab, die mutmaßlichen aktuellen Vorlieben der Mehrheit der Investoren bezüglich zum Beispiel der Laufzeit der Neuemission zu treffen. **Namenspfandbriefe** weisen in der Regel kleine Volumen auf und können somit dazu eingesetzt werden, das **Interesse von einzelnen Investoren** gezielt zu bedienen. Den zwischenzeitlich hohen Marktanteil von Namenspfandbriefen mit 49 Prozent im Jahr 2014 erklären wir uns damit, dass sich zu diesem Zeitpunkt das Volumen an Jumbo- und Benchmark-Pfandbriefen gesundgeschrumpft hatte. Der anschließende Anstieg des Umlaufvolumens im Pfandbriefmarkt insgesamt wurde dann wiederum stark von den großvolumigen Pfandbriefen getragen, was sich schließlich in den Schritt für Schritt höheren Marktanteilen niederschlug.

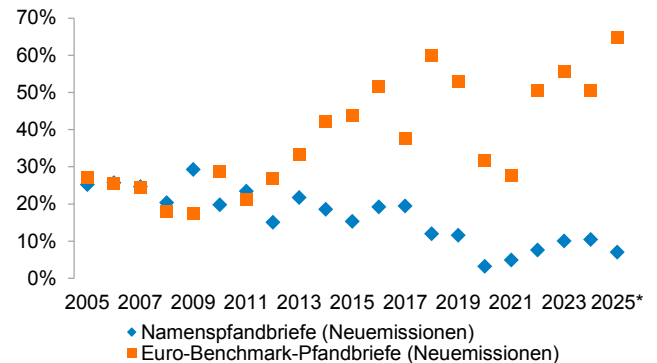
**Mit Namenspfandbriefen können Investorenbedürfnisse gezielt angesprochen werden**

**[G16] Bedeutung von Benchmark-Pfandbriefen stieg seit 2014 deutlich an ...**  
Verteilung des Pfandbriefumlaufvolumens



Quelle: Bundesbank, Bloomberg, DZ BANK, \* Stand 30.06.2025

**[G17] ... steigende Bedeutung spiegelt sich auch bei Neuemissionen wider**  
Anteil am Pfandbrief-Neuemissionsvolumen



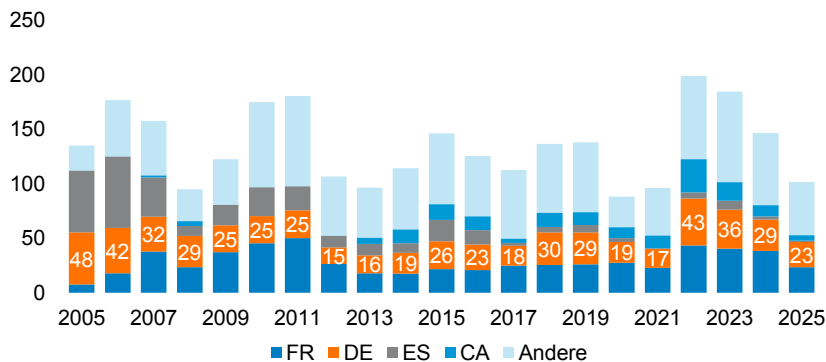
Quelle: Bundesbank, Bloomberg, DZ BANK, \* Stand 30.06.2025

## Pfandbriefe mit stabilem internationalem Marktanteil an Neuemissionen

Im Jahr **2005** war der Jumbo-Status – sprich ein Volumen der Anleihe von mindestens 1 Mrd. Euro – noch das Maß aller Dinge. Bezogen auf diese Anleihegruppe hatten zu diesem Zeitpunkt **spanische Cédulas** mit 42 Prozent und **deutsche Pfandbriefe** mit 35 Prozent die mit Abstand **höchsten Marktanteile**. Dies wandelte sich im Laufe der Zeit. Jahr für Jahr kamen immer mehr Emittenten aus immer neuen Ländern an den Markt für liquide Covered Bonds. Außerdem nahmen die Primärmarktaktivitäten französischer Banken immer stärker zu. Entsprechend ging der Marktanteil von Deutschland und Spanien zurück. Nach dem ersten Covered Bond Kaufprogramm (CBPP1) der EZB etablierte sich mit Benchmark-Covered-Bonds, die ein Volumen von mindestens 500 Mio. Euro aufweisen, im Markt ein **neuer Standard für liquide gedeckte Anleihen**. Deshalb beinhalten die hier gezeigten Zeitreihen ab 2010 neben den Jumbos auch dieses Anleiheformat. Während der europäischen Staatsschuldenkrise, die auf die Finanzkrise nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers folgte, ging das Neuemissionsvolumen von liquiden Pfandbriefen zurück und folgte damit der allgemeinen Marktentwicklung.

**Vor der Finanzmarktkrise dominierten deutsche Pfandbriefe**

**[G18] Anteil von Deutschland am Primärmarkt seit 2018 zwischen 18 Prozent und 22 Prozent**  
Neuemissionen, Covered Bonds mit einem Volumen von mindestens 500 Mio. Euro, in Mrd. Euro



Quelle: Bloomberg, DZ BANK, Angaben für 2025 per 30.06.2025

Inzwischen hat sich **seit 2018** der **Anteil der Pfandbriefe** an den Euro-Benchmark-Neuemissionen **zwischen 18 Prozent und 22 Prozent** eingependelt. Frankreich und Deutschland bilden die volumenstärksten Ländersegmente, denen aktuell im laufenden Jahr mit etwas Abstand Emittenten aus dem nordischen Raum,

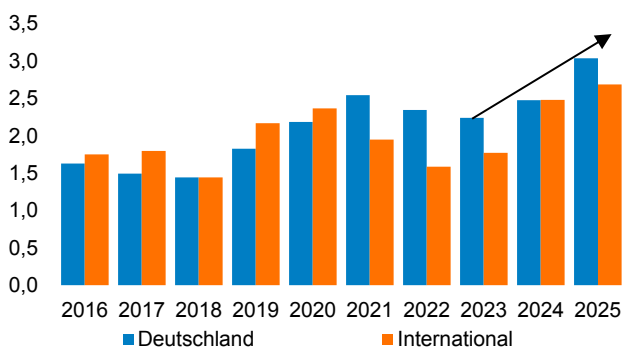
**Marktanteil hat sich zwischen 18 Prozent und 22 Prozent eingependelt**

Österreich, den Niederlanden und Kanada folgen. Als **Fazit** lässt sich deshalb festhalten, dass Deutschland seine **dominierende Rolle** im Covered Bond Markt zwar **eingebüßt**, seine **bedeutende Marktstellung** jedoch erfolgreich **verteidigt** hat.

Die **Nachfrage nach liquiden Covered Bonds** im Allgemeinen und deutschen Pfandbriefen im Besonderen ist **aktuell sehr solide** und hat sich seit 2022 sogar verbessert. Der Trend bei den Zeichnungsquoten (Bid/Cover Ratio), also dem Volumen der Kauforders im Verhältnis zum Volumen der Neuemission, war bezogen auf die Jahresdurchschnitte seit 2022 positiv. Im Fall der deutschen **Pfandbriefe** erhöhte sich der Jahresdurchschnitt für die **Bid/Cover Ratio von 2,2** im Jahr 2022 **auf rund 3,0** in den ersten acht Monaten des Jahres 2025. Parallel dazu sind die Neuemissionsprämien (NIP) rückläufig gewesen. Als NIP ist in der Regel der Renditeaufschlag der Neuemission gegenüber der eigenen Kurve des Emittenten gemeint. Im Markt wird aber auch der sogenannte Fair Value als Vergleichsmaßstab verwendet, bei dem eine Neuemission mit anderen aktuellen Neuemissionen ähnlicher Laufzeit und vergleichbaren Emittenten ins Verhältnis gesetzt wird. Dieses Verfahren bietet sich immer dann an, wenn die ausstehenden Anleihen des betreffenden Emittenten sehr illiquide sind oder die Sekundärmarktkurve nur spärlich besetzt ist. Der Fair Value kann nach unserer Einschätzung jedoch nur selten so präzise sein, wie der Vergleich mit der eigenen Kurve des Emittenten. Die **durchschnittliche NIP für neue Pfandbriefe** lag bezogen auf **2022** noch bei etwas über **4 Basispunkten**. In den ersten acht Monaten des laufenden Jahres ist die NIP jedoch **auf gut einen Basispunkt zurückgegangen**. Bei internationalen Covered Bonds sind diese Entwicklungen im genannten Zeitraum ähnlich verlaufen. Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass sowohl die NIP als auch die Bid/Cover Ratio auf eine solide Nachfrage hindeuten.

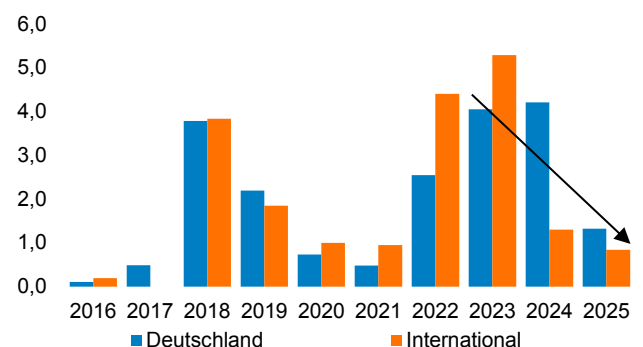
**Bid/Cover Ratio und NIP deuten auf eine solide Nachfrage hin**

[G19] Nachfrage nach Covered Bonds steigt seit drei Jahren, ...  
Durchschnittliche Bid/Cover Ratio pro Jahr



Quelle: Bloomberg, IGM, DZ BANK, Angaben zu 2025 per 30.06.2025

[G20] ... obwohl die Neuemissionsprämien rückläufig sind  
Durchschnittliche Neuemissionsprämien in Basispunkten



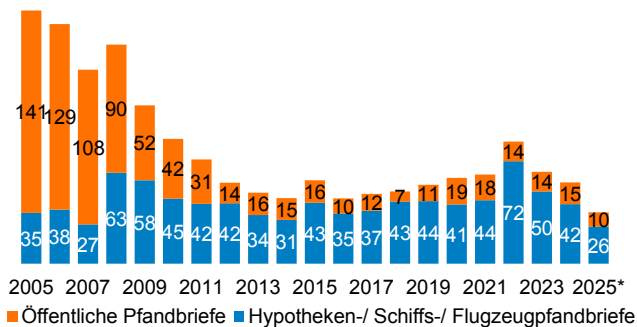
Quelle: Bloomberg, IGM, DZ BANK, Angaben zu 2025 per 30.06.2025

Der vdp geht für **2025** davon aus, dass sich das **Neuemissionsvolumen für Pfandbriefe** auf rund **50 Mrd. Euro** aufsummieren wird. In dieser Zahl sind nicht nur die liquiden und öffentlich platzierten Anleihen enthalten, sondern auch privatplatzierte Neuemissionen mit eventuell kleinem Volumen. Im ersten Halbjahr 2025 wurden von den deutschen Pfandbriefbanken bereits neue Pfandbriefe im Volumen von insgesamt 36,5 Mrd. Euro aufgelegt, wobei die **Primärmarktaktivitäten** (gemessen am Neuemissionsvolumen) **in den ersten zwei Monaten des Jahres am höchsten** waren.

**vdp erwartet für 2025 Neuemissionen im Volumen von 50 Mrd. Euro**

#### [G21] Für 2025 erwartet der vdp ein Neuemissionsvolumen von 50 Mrd. Euro

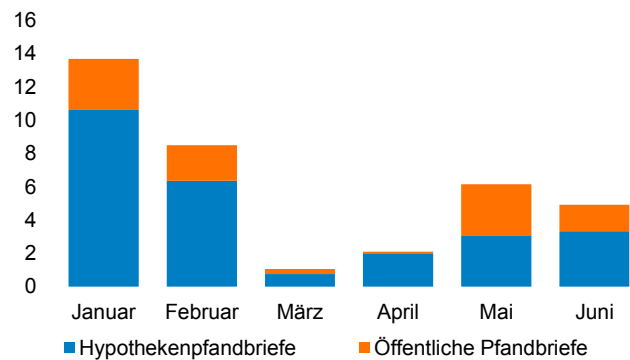
Neuemissionsvolumen aller deutschen Pfandbriefe in Mrd. Euro



Quelle: Deutsche Bundesbank, DZ BANK, \* Stand 30.06.2025

#### [G22] Im ersten Halbjahr 2025 wurden bereits gut 36 Mrd. Euro aufgelegt

Neuemissionsvolumen aller deutschen Pfandbriefe 2025 in Mrd. Euro



Quelle: Deutsche Bundesbank, Verband deutscher Pfandbriefbanken, DZ BANK

### Nicht alle Covered Bonds werden bei Investoren platziert

Einige Emittenten legen Pfandbriefe auf, um sie einzubehalten. Dies betrifft nicht nur deutsche Banken, sondern auch internationale Banken (vor allem in Europa). Es gibt leider keine offiziellen Statistiken zu **einbehaltenen Covered Bonds**. In den entsprechenden Informationssystemen wie Bloomberg werden die Anleihen zwar aufgeführt, aber es gibt keine Information dazu, ob die Anleihe von Investoren gezeichnet wurde. Letztlich könnten Emittenten auch ihre **eigenen Anleihen am Markt zurückkaufen**, was im Ergebnis genauso wirken würde, wie eine Neuemission einzubehalten, wenn der Emittent die Anleihe nicht ausbucht und der Nennwert der Anleihe dadurch herabgesetzt wird. Der Rückkauf erfolgt zum Teil über öffentliche Angebote, könnte aber auch ohne öffentliche Ankündigung erfolgen.

**Banken können eigene Neuemissionen einbehalten**

In **den Niederlanden** und zum Teil auch in **Frankreich** gibt es Emittenten, die für einbehaltene Covered Bonds **separate Programme** eingerichtet haben. In diesen Fällen ist die Sache dann klar. Einbehaltene Covered Bonds fließen unabhängig von ihrem Volumen nicht in unsere Statistiken für liquide Covered Bonds ein (auch wenn einige von ihnen sehr hohe Volumen aufweisen), weil es für diese Papiere keine Market Maker gibt, die regelmäßig Preise für diese Anleihen veröffentlichen. Einbehaltene **Covered Bonds können auch zur Refinanzierung der Bank eingesetzt werden**:

**Refinanzierung über einbehaltene Covered Bonds**

- » Die **EZB** akzeptiert unter bestimmten Voraussetzungen auch eigene Covered Bonds des Emittenten als Sicherheit für ihre **Refinanzierungsgeschäfte**. Die Zentralbank setzt jedoch zusätzliche Bewertungsabschläge für die eigenen Covered Bonds des Emittenten an.
- » Ein Covered Bond Emittent kann für ein besichertes **Geldmarktgeschäft** (Repo) eigene gedeckte Anleihen als Sicherheiten stellen, wenn die andere Bank diese Sicherheiten akzeptiert.

**Sicherheit für Geschäfte mit der Zentralbank ...**

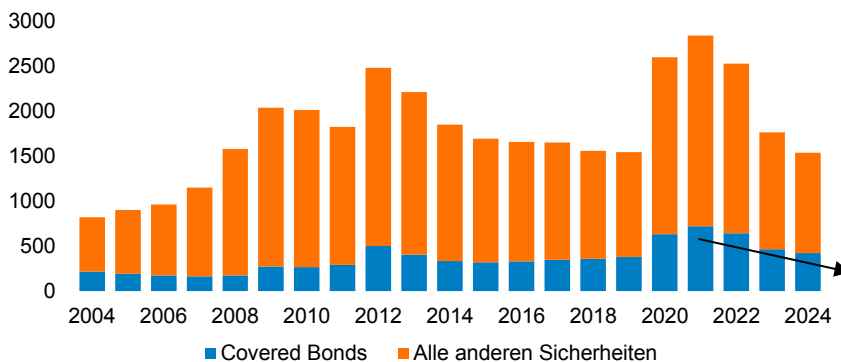
**... oder Geldmarktgeschäfte**

Mit Zentralbankkrediten oder Geldmarktgeschäften kann sich der Covered Bond Emittent refinanzieren. Dies könnte zum Beispiel eine **Alternative für die Emission eines Covered Bonds am Kapitalmarkt** sein, wenn der Kapitalmarkt zu einem bestimmten Zeitpunkt nicht offen steht oder die für die Covered Bond Neuemission angestrebte Laufzeit nicht oder nur zu hohen Refinanzierungskosten realisierbar ist. Mit Zentralbankkrediten oder Geldmarktgeschäften könnten **geplante Neuemissionen für eine Weile aufgeschoben** werden. Für Emittenten, die mit

**Geldmarktkredite in der Regel kein Ersatz für Covered Bond Neuemissionen**

ihren Covered Bonds eine langfristige Refinanzierung sicherstellen möchten, wären die Geldmarktgeschäfte mit kürzeren Laufzeiten jedoch **keine dauerhafte Lösung**. Genauso wenig wären es Zentralbankkredite. Deshalb sehen Banken in der Regel davon ab, auch um Aufsichtsbehörden und Ratingagenturen ihren **Zugang zum Kapitalmarkt unter Beweis zu stellen**. Während der Zeit der gezielten langfristigen Refinanzierungsgeschäfte (TLTRO) der EZB waren die Zentralbankkredite aber so günstig, dass Banken beherzt zugegriffen haben. Damals wurden vermehrt **Covered Bonds bei der EZB als Sicherheiten hinterlegt**. Nach dem Ende von TLTRO gingen diese Bestände allerdings wieder zurück. Dabei dürften vermutlich auch eigene Covered Bonds als Sicherheiten verwendet worden sein. Eigene Covered Bonds gaben den betreffenden Banken damals die Möglichkeit, mehr von den sehr billigen TLTRO-Krediten aufzunehmen.

**[G23] Seit 2021 werden immer 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

Für Emittenten geben einbehaltene Covered Bonds 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 zählt der Covered Bond als zehnjähriges Instrument, auch wenn der Geldmarktkredit für den Emittenten nur zwei Jahre läuft.

**Eigene Covered Bonds als  
Sicherheiten für Geldmarktgeschäfte**

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 von höheren Refinanzierungskosten gegenüber Covered Bonds dürfen nicht höher ausfallen als der Provisionsertrag aus der Wertpapierleihe, damit dieser Geschäftsfall wirtschaftlich Sinn ergibt. Dieser Geschäftsfall dürfte deshalb nur bei Banken vorliegen, die Deckungswerte im Überfluss haben und über alternative und sehr günstige Refinanzierungsinstrumente wie Kundeneinlagen verfügen. **Anleihen könnten** natürlich auch **getauscht werden** beziehungsweise die obige Wertpapierleihe könnte besichert erfolgen. Wenn ein Covered Bond Emittent vorrübergehend eine bestimmte Anleihe benötigt (zum Beispiel für seine Mindestliquiditätsquote, LCR), dann kann eine entsprechende **Anleihe** für eine bestimmte Zeit **am Markt geliehen** werden. 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 gegen die Anleihe auf Zeit getauscht wird, könnte somit in einen LCR-fähigen Vermögenswert umgewandelt werden.

**Wertpapierleihe und  
Wertpapiertausch für  
Provisionserträge**



## Pfandbriefe in fremder Währung bleiben eine Randerscheinung

Bezogen auf die Emissionswährungen hat seit Veröffentlichung des PfandBG im deutschen Pfandbriefmarkt bislang keine Internationalisierung stattgefunden. Rund **97 Prozent der umlaufenden Pfandbriefe lauten in Deutschland auf Euro**, nur etwa 3 Prozent auf fremde Währung (Stand Ende 2024). Unter den verwendeten Fremdwährungen werden der Schweizer Franken, das britische Pfund und der US-Dollar am häufigsten von den Emittenten verwendet. Seit 2005 bewegt sich der **Anteil von Pfandbriefneuemissionen in fremder Währung zwischen 2 Prozent und 12 Prozent** (Median 5 Prozent)

**Euro dominiert als Emissionswährung**

### Die Internationalisierung des Covered Bond Marktes führte 2004 zur Gründung des European Covered Bond Councils (ECBC)

Im Herbst 2004 wurde unter dem Dach des Europäischen Hypothekenverbands das European Covered Bond Council (ECBC) als Interessenvertretung für die internationale Covered Bond Gemeinde gegründet. Mitte 2005 hatte das ECBC bereits 65 Mitglieder. Inzwischen hat das ECBC nach eigenen Angaben mehr als 120 Mitglieder aus über 30 Ländern (Stand 28. August 2025, siehe [hier](#)). Zu Beginn hatte das ECBC das Ziel formuliert, die regulatorischen und wirtschaftlichen Rahmenbedingungen der pan-europäischen Assetklasse Covered Bonds auf EU-Ebene mitzugestalten. Daraus ist in den vergangenen 20 Jahren viel mehr geworden, weil sich das ECBC zur wichtigsten globalen Interessenvertretung für den Covered Bond Markt entwickelt hat.

Die Mitglieder des ECBC kommen zweimal im Jahr zu ihrer Mitgliederversammlung (Plenary Meeting) zusammen, auf denen aktuelle Themen im Covered Bond Markt diskutiert werden. Das ECBC erarbeitet regelmäßig Positionspapiere, die in der Regel in Arbeitsgruppen vorbereitet werden. Als eine der ersten Aufgaben hatte sich das ECBC 2004 vorgenommen, Mindestqualitätsstandards für Covered Bonds zu erarbeiten. Die Bemühungen mündeten in der Europäischen Covered Bond Richtlinie im Dezember 2019. Weitere Themen waren damals die Änderungen in den Ratingmethoden von Moody's und Fitch sowie die Auswirkungen der Umsetzung von Basel II auf den Covered Bond Markt.

Im PfandBG wurden 2005 zum ersten Mal Mindeststandards für Transparenzangaben zum Pfandbriefprogramm und den Deckungswerten gesetzlich festgeschrieben. Dies bildete den Grundstein für weitere Entwicklungen. Das vom ECBC initiierte Covered Bond Label hatte später einen Berichtsstandard (Harmonised Transparency Template, HTT) entwickelt, welches sich inzwischen zum internationalen Standard entwickelt hat und auch von vielen deutschen Emittenten freiwillig als zusätzliche Information zu den gesetzlichen Pflichtangaben veröffentlicht wird.

Quelle: DZ BANK

## CBPP3-Bestand der EZB wird 2026 etwas langsamer abschmelzen

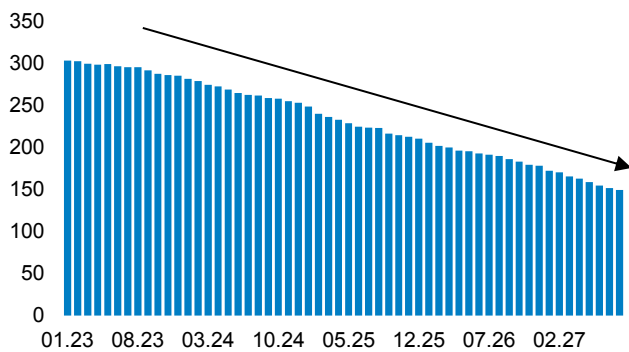
Die EZB hat ihre Käufe unter CBPP3 Mitte 2023 vollständig eingestellt. In den Monaten kurz vor diesem Zeitpunkt wurden fällige Anleihen im Bestand nur noch teilweise reinvestiert. Unter CBPP3 wurden unter anderem auch deutsche Pfandbriefe im großen Stil gekauft. Den **Höchststand** erreichte das **CBPP3-Portfolio Anfang 2023 mit gut 303 Mrd. Euro**, von denen zu diesem Zeitpunkt etwa 24 Prozent auf deutsche Pfandbriefe entfielen. Seit Januar 2023 schmilzt das CBPP3-Portfolio fast kontinuierlich ab. Da die EZB ihre Anleihen im Bestand nicht aktiv verkauft, verringert sich der Bestand nur aufgrund fälliger Anleihen. Der Verlauf des CBPP3-Bestands ist deshalb gut prognostizierbar, zumindest für die EZB. Die EZB hat nach unserem Kenntnisstand nie offengelegt, welche Anleihen sie genau unter CBPP3 gekauft hat, geschweige denn in welchem Volumen.

**Rückgang des CBPP3 Bestands auf 210 Mrd. Euro bis Ende 2025**

Auf Grundlage von Zahlen, die die EZB am 2. September 2025 veröffentlicht hat, belief sich der **CBPP3-Bestand Ende August 2025** auf rund **223 Mrd. Euro** und wird Ende 2025 ein Volumen von gut 210 Mrd. Euro erreichen. Im Verlauf des Jahres 2026 werden insgesamt 32,4 Mrd. Euro im CBPP3-Portfolio fällig, 2025 waren es 42,7 Mrd. Euro. Das heißt, **das durchschnittliche Fälligkeitsvolumen pro Monat geht 2026 auf 2,6 Mrd. Euro zurück, von 3,5 Mrd. Euro im Jahr 2025**. Es wird also noch eine ganze Weile dauern, bis sich das CBPP3-Portfolio der Nulllinie annähert.

#### [G24] Der lange Prozess bergab schreitet voran

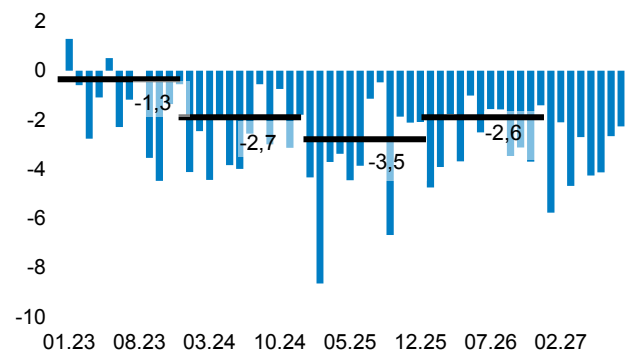
X-Achse: CBPP3 Bestand in Mrd. Euro, Y-Achse: Monat/Jahr



Quelle: EZB, DZ BANK

#### [G25] 2026 werden im Monat durchschnittlich 2,6 Mrd. Euro fällig

X-Achse: monatliche CBPP3 Bestandsänderung in Mrd. Euro, Y-Achse: Monat/Jahr



Quelle: EZB, DZ BANK

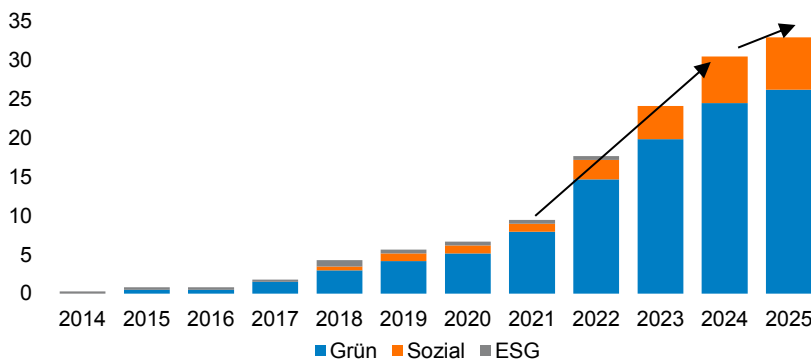
## NACHHALTIGE PFANDBRIEFE

### Zahlen zum Markt für nachhaltige Pfandbriefe

Zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des PfandBG gab es noch keine nachhaltigen Pfandbriefe. Der **erste nachhaltige Pfandbrief** (zugleich der erste nachhaltige Covered Bond überhaupt) wurde **Ende September 2014** aufgelegt (ein sozialer Hypothekendarfandbrief im Volumen von 300 Mio. Euro). Inzwischen wurde im Jahr 2025 der einhundertste nachhaltige Pfandbrief aufgelegt, wie der vdp in seinem „Pfand-Briefing“ berichtete (siehe [hier](#)). Damit stieg das **Volumen der nachhaltigen Pfandbriefe** laut vdp auf **32,9 Mrd. Euro** an. Dies entspricht einem Anteil von rund 8 Prozent aller ausstehenden Pfandbriefe. Die Zahlen beziehen sich auf alle nachhaltigen Pfandbriefe deutscher Emittenten, unabhängig von ihrer Währung oder dem Umlaufvolumen der Anleihe. Die **Geschwindigkeit des Wachstums** des nachhaltigen Marktsegments **ging** damit in den vergangenen Monaten sowohl **absolut als auch relativ zu den Vorjahren zurück**. Allerdings ist dieses Jahr noch nicht zu Ende, sodass sich das Umlauf- und Neuemissionsvolumen noch ändern kann.

Es gibt seit über zehn Jahren nachhaltige Pfandbriefe

[G26] Wachstum hat sich 2025 verlangsamt, sowohl absolut als auch relativ  
Umlaufvolumen aller nachhaltiger Pfandbriefe aus Deutschland, Angaben in Mrd. Euro



Quelle: Verband deutscher Pfandbriefbanken, DZ BANK, Angaben für 2025 per 07.08.2025

Mit einem Anteil am Umlaufvolumen aller nachhaltigen Pfandbriefe von zuletzt 80 Prozent dominieren **Grüne Pfandbriefe**. Die **überwiegende Mehrheit** hat außerdem das Format eines **Hypothekendarfandbriefs**. Der vdp hat für Grüne und Soziale Pfandbriefe Kriterien entwickelt, die die Emittenten einhalten müssen, damit sie ihre gedeckten Anleihen entsprechend bezeichnen dürfen. Informationen zu den **vdp-Mindeststandards** für Grüne und Soziale Pfandbriefe finden Sie [hier](#) und [hier](#). Aktuell gibt es in Deutschland **14 Banken**, die mindestens einen nachhaltigen Pfandbrief ausstehen haben.

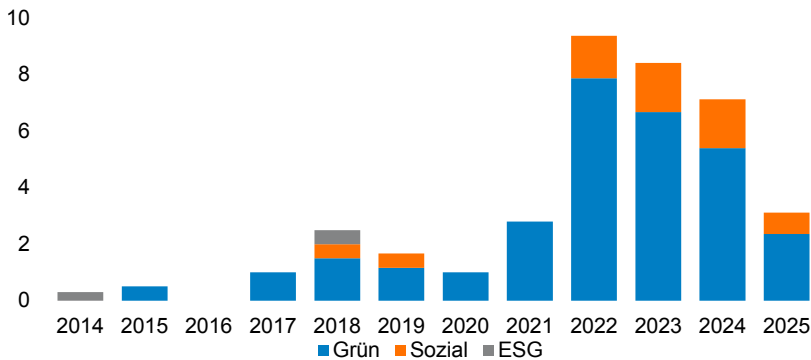
Grüne Hypothekendarfandbriefe dominieren

Das Neuemissionsvolumen von nachhaltigen Pfandbriefen war in den ersten acht Monaten des laufenden Jahres im Vergleich zu den Vorjahren schwach. Bislang sind laut vdp **bis Anfang August nachhaltige Pfandbriefe im Volumen von lediglich 3,1 Mrd. Euro aufgelegt worden**. In den Jahren zuvor (bezogen auf das gesamte Jahr) waren es 9,4 Mrd. Euro (2022), 8,4 Mrd. Euro (2023) und 7,1 Mrd. Euro (2024). Bleibt abzuwarten, ob die **absteigende Tendenz** 2025 fortgesetzt wird. Auch wenn das Jahr noch nicht zu Ende ist, scheint es jedoch danach auszusehen.

Absteigende Tendenz seit 2022 könnte sich im laufenden Jahr fortsetzen

**[G27] Bislang deutlich geringeres Neuemissionsvolumen als in den Jahren 2022 bis 2024**

Neuemissionsvolumen aller nachhaltigen Pfandbriefe aus Deutschland, Angaben in Mrd. Euro



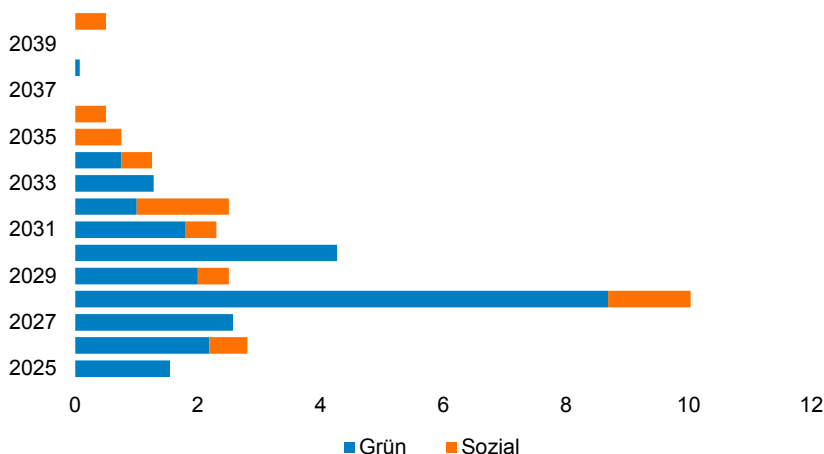
Quelle: Verband deutscher Pfandbriefbanken, DZ BANK, Angaben für 2025 per 07.08.2025

Laut vdp werden **vom 7. August bis Ende des Jahres 2025 noch** nachhaltige Pfandbriefe im Volumen von **1,5 Mrd. Euro zurückgezahlt**. In den nächsten zwei Jahren bleibt das Fälligkeitsvolumen mit 2,2 Mrd. Euro (2026) und 2,6 Mrd. Euro (2027) auf einem recht geringen Niveau. In diesen Jahren dürfte der Markt für nachhaltige Pfandbriefe deshalb weiter wachsen. Einen **Anteil von nachhaltigen Pfandbriefen am Umlaufvolumen** aller deutschen Pfandbriefe von **etwa 10 Prozent** erachten wir in den kommenden Jahren für möglich.

**Markt könnte die nächsten zwei Jahre noch wachsen**

**[G28] Im Jahr 2028 stehen ungewöhnlich viele nachhaltige Pfandbriefe zur Rückzahlung an**

Fälligkeitsprofil der ausstehenden nachhaltigen Pfandbriefe, Angaben in Mrd. Euro



Quelle: Verband deutscher Pfandbriefbanken, DZ BANK, Angaben für 2025 per 07.08.2025

**Internationaler Markt für nachhaltige Covered Bonds wächst weiter**

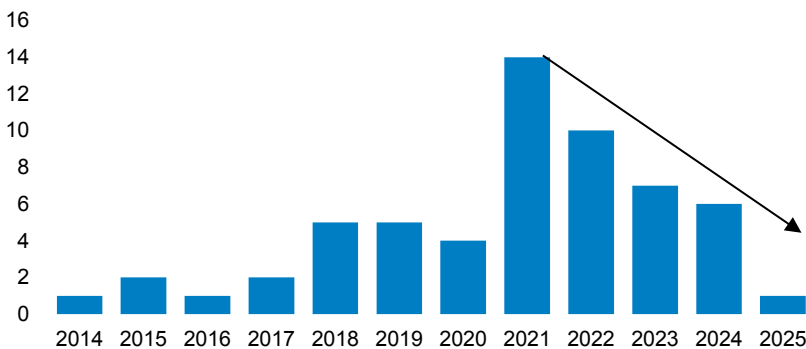
Auch der **weltweite Markt** für nachhaltige Covered Bonds **wächst weiter**. Bezogen auf die öffentlich platzierten und auf Euro lautenden Covered Bonds mit einem Volumen von mindestens 250 Mio. Euro ist das Umlaufvolumen des nachhaltigen Segments auf **rund 105 Mrd. Euro per Ende August 2025** angewachsen. Ende 2024 betrug das Umlaufvolumen noch 96,4 Mrd. Euro. **Deutsche Pfandbriefe haben einen Anteil von 28,4 Prozent** an diesem Markt und belegen damit derzeit **Platz 2 hinter Frankreich**. In diesem Jahr wurden bislang nachhaltige Euro Covered Bonds im Volumen von 15,9 Mrd. Euro öffentlich platziert (Stand: 31. August 2025). Dies entspricht einem Anteil an den liquiden Euro-Benchmark-Neuemissionsvolumen

**Globaler Markt für nachhaltige Covered Bonds wächst, Wachstumsraten nehmen aber ab**

von gut 13 Prozent. Aufgrund des **steigenden Volumens fälliger nachhaltiger Covered Bonds** haben die Wachstumsraten in diesem Markt allerdings nachgelassen. In den kommenden Jahren dürfte der Anteil der nachhaltigen Covered Bonds um den aktuellen Wert schwanken. Auch die **Zahl neuer Emittenten** in diesem Marktsegment **ist rückläufig** und scheint auch in diesem Jahr rückläufig zu bleiben [G29]. Bislang gab es nur eine Bank, die erstmals einen neuen liquiden nachhaltigen Euro Covered Bond aufgelegt hat. Seit 2021 ist hier ein rückläufiger Trend zu beobachten.

**[G29] Der erste Schwung im Aufbau des nachhaltigen Marktsegments scheint (vorerst) vorbei zu sein**

Anzahl neuer Emittenten von nachhaltigen Euro Covered Bonds im Volumen von mindestens 250 Mio. Euro



Quelle: Bloomberg, DZ BANK, Angaben für 2025 per 31.08.2025

Für Emittenten bedeuten nachhaltige Covered Bonds zunächst **mehr Arbeit**. Die Bank muss ein **Rahmenwerk für ihre nachhaltigen Aktivitäten** ausarbeiten, das von unabhängigen Dritten überprüft und bewertet werden muss. Die Emissionserlöse aus den nachhaltigen Anleihen müssen dann in Projektfinanzierungen fließen, die den Nachhaltigkeitskriterien des Rahmenwerks entsprechen. Darüber sind außerdem entsprechende Nachweise zu führen. **Außerhalb Deutschlands** sind die nachhaltigen Finanzierungen **nicht immer auch Teil der Deckungsmasse** der Covered Bonds. Die vdp-Mindeststandards für Grüne und Soziale Pfandbriefe sehen allerdings vor, dass die nachhaltigen Vermögenswerte auch Teil der Deckungsmasse sein müssen. Dadurch sind die **Hürden doppelt so hoch**, weil der **nachhaltige Deckungswert** nicht nur die **Qualitätsvorgaben des PfandBG** erreichen, sondern auch die **Nachhaltigkeitskriterien erfüllen** muss. Ob ein Emittent dann auch tatsächlich spürbar günstigere Refinanzierungskosten für nachhaltige Pfandbriefe oder Covered Bonds erzielt, ist schwer zu sagen, weil ein direkter Vergleich mit einer passenden konventionellen Anleihe häufig nicht möglich ist. So viel scheint jedoch klar: Groß dürften die Einsparungen bei den Refinanzierungskosten auf der Seite des Emittenten vermutlich nicht sein. Allerdings ist die **Anzahl der Investoren in den Orderbüchern** bei nachhaltigen Anleihen in der Regel **höher** als bei ihren konventionellen Pendanten. Die darin zum Ausdruck kommende höhere Nachfrage spricht für ein **geringeres Platzierungsrisiko** bei nachhaltigen Covered Bonds, worin deren größter Vorteil liegen dürfte. Vielleicht ist die Nachfrage nach Covered Bonds im Moment im Allgemeinen so gut, dass die deutschen Emittenten ihr Pulver für neue nachhaltige Pfandbriefe noch ein wenig trocken halten möchten und deshalb derzeit konventionellen Pfandbriefen den Vorzug geben.

**Nachhaltige Covered Bonds aus Sicht des Emittenten**



## Verteidigungsausgaben sind nicht Bestandteil der vdp-Kriterien

Der vdp hat wie erwähnt Kriterien und Mindeststandards für nachhaltige Pfandbriefe entwickelt, in denen Verteidigungsausgaben oder Investitionen in die äußere Sicherheit eines Landes nicht explizit als Merkmale genannt werden. In den Geldanlagekriterien der katholischen Kirche, die als einer der Vorläufer unserer heutigen Nachhaltigkeitskriterien gelten können, wurden bereits vor vielen Jahren unter anderem **Investitionen in Rüstungsgüter** ausgeschlossen. Die aktuelle Orientierungshilfe für Anlageentscheidungen der Deutschen Bischofskonferenz finden Sie [hier](#). Unabhängig von der Position der katholischen Kirche dürften sich jedoch einige Marktteilnehmer fragen, ob vor dem Hintergrund der **seit 2022 veränderten Sicherheitslage in Europa** das Thema Rüstung oder Ausgaben für die äußere Sicherheit eines Landes in den Kanon von nachhaltigen Investments gehört oder ein Ausschlusskriterium darstellt. So wie es im Moment aussieht, werden die **Verteidigungsausgaben** nicht nur in Deutschland, sondern in weiten Teilen Europas **massiv steigen**, wobei der Anstieg der Ausgaben überwiegend **durch neue Staatsschulden finanziert** werden dürfte. Schulden der öffentlichen Hand sind für Öffentliche Pfandbriefe deckungsfähig und könnten deshalb in den kommenden Jahren in den Deckungsmassen landen. Allerdings sind die **Refinanzierungskosten des Bundes** über eigene Anleihen **geringer als bei Öffentlichen Pfandbriefen**, sodass dieses Instrument keinen finanziellen Vorteil bei der Refinanzierung der steigenden Verteidigungsausgaben bietet. Einen **Wachstumsimpuls für Öffentliche Pfandbriefe** aus der steigenden Staatsverschuldung aufgrund der höheren Ausgaben des Bundes **erwarten wir deshalb nicht**.

**Pfandbriefe zur Finanzierung von steigenden Verteidigungsausgaben einsetzen?**

## ANLEIHEÜBERSICHT

Auf Euro lautende festverzinsliche Covered Bonds mit einem Emissionsvolumen von mindestens 250 Mio. Euro

Emittent	ISIN	Fälligkeit	Rückzahlungstyp*	Kupon (in Prozent)	Ausstehendes Volumen in Mio. Euro	Indikativer Z-Spread in Basispunkten	LCR Kategorie	ESG?
DZ HYP	DE000A2G9HE4	13.11.2025	Soft Bullet	0,500 %	1.000	-6	1	✖
DZ HYP	DE000A3MQUY1	16.01.2026	Soft Bullet	3,000%	500	-9	1	✓
DZ HYP	DE000A161ZQ3	02.02.2026	Soft Bullet	0,750%	875	-1	1	✖
DZ HYP	DE000A14KKM9	31.03.2026	Soft Bullet	0,375%	500	0	1	✖
DZ HYP	DE000A2BPJ78	16.06.2026	Soft Bullet	0,500%	500	2	1	✖
DZ HYP	DE000A2AAX45	31.08.2026	Soft Bullet	0,100%	500	3	1	✖
DZ HYP	DE000A2AAW53	30.09.2026	Soft Bullet	0,500%	500	2	1	✖
DZ HYP	DE000A3E5UY4	26.10.2026	Soft Bullet	0,010%	1.000	3	1	✖
DZ HYP	DE000A2TSDW4	15.01.2027	Soft Bullet	0,010%	1.000	7	1	✖
DZ HYP	DE000A14J5J4	01.04.2027	Soft Bullet	0,500%	750	7	1	✖
DZ HYP	DE000A2G9HD6	30.06.2027	Soft Bullet	0,750%	500	8	1	✖
DZ HYP	DE000A351XS1	30.07.2027	Soft Bullet	3,250%	500	9	1	✖
DZ HYP	DE000A2BPJ86	30.08.2027	Soft Bullet	0,625%	750	9	1	✖
DZ HYP	DE000A3MQU11	29.10.2027	Soft Bullet	3,000%	500	7	1	✖
DZ HYP	DE000A2TSDY0	12.11.2027	Soft Bullet	0,010%	500	12	1	✖
DZ HYP	DE000A351XK8	31.01.2028	Soft Bullet	3,375%	500	7	1	✓
DZ HYP	DE000A2GSP56	22.03.2028	Soft Bullet	0,875%	750	12	1	✖
DZ HYP	DE000A289PA7	23.06.2028	Soft Bullet	0,010%	1.000	13	1	✖
DZ HYP	DE000A351XY9	20.09.2028	Soft Bullet	3,125%	500	14	1	✓
DZ HYP	DE000A289PH2	27.10.2028	Soft Bullet	0,010%	1.000	16	1	✖
DZ HYP	DE000A2G9HL9	30.01.2029	Soft Bullet	0,875%	750	19	1	✖
DZ HYP	DE000A3H2TQ6	20.04.2029	Soft Bullet	0,010%	1.000	19	1	✖
DZ HYP	DE000A2TSDV6	29.06.2029	Soft Bullet	0,050%	750	19	1	✖
DZ HYP	DE000A3825Q0	31.08.2029	Soft Bullet	2,500%	500	17	1	✓
DZ HYP	DE000A3MP619	21.11.2029	Soft Bullet	0,750%	1.000	16	1	✓
DZ HYP	DE000A13SR38	18.01.2030	Soft Bullet	0,875%	750	22	1	✖
DZ HYP	DE000A3H2TK9	29.03.2030	Soft Bullet	0,010%	1.000	23	1	✖
DZ HYP	DE000A3825Z1	30.08.2030	Soft Bullet	2,500%	1.000	21	1	✓
DZ HYP	DE000A3E5UU2	15.11.2030	Soft Bullet	0,010%	750	24	1	✖
DZ HYP	DE000A351XU7	28.02.2031	Soft Bullet	2,750%	750	25	1	✖
DZ HYP	DE000A3825M9	30.04.2031	Soft Bullet	2,625%	500	25	1	✖
DZ HYP	DE000A3MP684	30.05.2031	Soft Bullet	1,625%	750	26	1	✖
DZ HYP	DE000A3MQUX3	28.11.2031	Soft Bullet	2,500%	850	24	1	✖
DZ HYP	DE000A3825P2	27.02.2032	Soft Bullet	2,750%	1.000	28	1	✖
DZ HYP	DE000A351XW3	31.05.2032	Soft Bullet	3,000%	725	29	1	✖
DZ HYP	DE000A3MQUZ8	30.11.2032	Soft Bullet	3,000%	750	27	1	✓
DZ HYP	DE000A3MQU45	31.05.2033	Soft Bullet	3,250%	1.000	31	1	✖
DZ HYP	DE000A351XV5	28.02.2034	Soft Bullet	3,125%	650	31	1	✖
DZ HYP	DE000A2NB841	17.04.2034	Soft Bullet	0,875%	500	31	1	✖
DZ HYP	DE000A2TSDZ7	10.11.2034	Soft Bullet	0,375%	500	32	1	✖
DZ HYP	DE000A3825R8	28.02.2035	Soft Bullet	3,000%	500	33	1	✖
DZ HYP	DE000A3825T4	31.05.2035	Soft Bullet	3,000%	1.000	34	1	✖
DZ HYP	DE000A2BPJ60	23.03.2037	Soft Bullet	1,375%	250	51	2A	✖

Quelle: Bloomberg, DZ BANK, \* Soft Bullet = endfällige Anleihe mit Fälligkeitsverschiebung, CPT = Conditional Pass Through, LCR = Mindestliquiditätsquote (Liquidity Coverage Ratio), ESG = Covered Bond besichert durch nachhaltige (grüne) Deckungswerte, ✓ = ja, ✖ = nein, Spread-Angaben mit Stand 22.09.2025, 15:16 Uhr

## 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](http://www.dzhyp.de)

**E-Mail:** [info@dzhyp.de](mailto: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](http://www.bvr-institutssicherung.de)  
[www.bvr.de/SE](http://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](http://www.dzbank.de/Pflichtangaben).

### 2. Zuständige Aufsichtsbehörden

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

- Europäische Zentralbank - [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)  
Sonnenmannstraße 20 in 60314 Frankfurt / Main bzw.
- Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht - [www.bafin.de](http://www.bafin.de)  
Marie-Curie-Straße 24 - 28 in 60349 Frankfurt / Main

### 3. Unabhängigkeit der Analysten

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

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

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

#### 4.1 Aussagen über isolierte Aspekte einer Investitionsentscheidung

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

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

#### 4.2 Nachhaltigkeitsanalyse

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

#### 4.3 Aktienindizes

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

#### 4.4 Währungsräume

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

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

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

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

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

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

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

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

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

#### 4.6 Derivate

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

#### 4.7 Rohstoffe

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

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

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

#### 4.8 Credit Trend Emittenten

Basierend auf der Einschätzung zur Ratingentwicklung der Agenturen sowie dem DZ BANK CRESTA-SCORE Prognose-Modell gilt:

„Positiv“ wird vergeben bei in den folgenden zwölf Monaten erwarteten Heraufstufungen durch die Agenturen S&P, Moody's und Fitch,

„Negativ“ wird vergeben bei in den folgenden zwölf Monaten erwarteten Ratingverschlechterungen durch die Agenturen S&P, Moody's und Fitch,

„Stabil“ wird vergeben bei in den folgenden zwölf Monaten erwarteten unveränderter Ratings durch die Agenturen S&P, Moody's und Fitch

Hat keine der Agenturen S&P, Moody's und Fitch ein Rating vergeben, erfolgt keine Einschätzung zum Credit-Trend für den betreffenden Emittenten.

#### 5. Aktualisierungen und Geltungszeiträume für Sonstige Research Informationen

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

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

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

#### 5.3 Die Geltungszeiträume für Sonstige Research-Informationen sind bei:

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

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

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

#### 6. Vermeidung und Management von Interessenkonflikten

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

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

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

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

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

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

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

#### 7. Adressaten, Informationsquellen und Nutzung

##### 7.1 Adressaten

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

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

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

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

## 7.2 Wesentliche Informationsquellen

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

Wesentliche Informationsquellen für Research-Publikationen sind:

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

## 7.3 Keine individuelle Investitionsempfehlung

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

## 8. Zusammenfassungen von Methoden und Verfahren

Ausführlichere Darstellungen der vom DZ BANK Research genutzten allgemein anerkannten sowie selbst entwickelten Methoden und Verfahren können kostenfrei unter [www.dzbank.de/Pflichtangaben](http://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 Wertpapiernebenendienstleistungen.  
Anleger sollten davon ausgehen, dass (a) die DZ BANK und ihre verbundenen Unternehmen berechtigt sind oder sein werden, Investmentbanking-, Wertpapier- oder sonstige Geschäfte von oder mit den Unternehmen, die Gegenstand der Analyse in diesem Dokument sind, zu akquirieren, und dass (b) Analysten, die an der Erstellung dieses Dokumentes beteiligt waren, im Rahmen des Aufsichtsrechts grundsätzlich mittelbar am Zustandekommen eines solchen Geschäfts beteiligt sein können.  
Die DZ BANK und ihre verbundenen Unternehmen sowie deren Mitarbeiter könnten möglicherweise Positionen in Wertpapieren der analysierten Unternehmen oder Investitionsobjekte halten oder Geschäfte mit diesen Wertpapieren oder Investitionsobjekten tätigen.
6. Die Informationen und Empfehlungen der DZ BANK in diesem Dokument stellen keine individuelle Anlageberatung dar und können deshalb je nach den speziellen Anlagezielen, dem Anlagehorizont oder der individuellen Vermögenslage für einzelne Anleger nicht oder nur bedingt geeignet sein. Mit der Ausarbeitung dieses Dokuments wird die DZ BANK gegenüber keiner Person als Anlageberater oder als Portfolioverwalter tätig.  
Die in diesem Dokument enthaltenen Empfehlungen und Meinungen geben die nach bestem Wissen erstellte Einschätzung der Analysten der DZ BANK zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokuments wieder; sie können aufgrund künftiger Ereignisse oder Entwicklungen ohne Vorankündigung geändert werden oder sich verändern. Dieses Dokument stellt eine unabhängige Bewertung der entsprechenden Emittenten beziehungsweise Investitionsobjekte durch die DZ BANK dar und alle hierin enthaltenen Bewertungen, Meinungen oder Erklärungen sind diejenigen des Verfassers des Dokuments und stimmen nicht notwendigerweise mit denen der Emittentin oder dritter Parteien überein.  
Eine (Investitions-)Entscheidung bezüglich Wertpapiere, sonstige Finanzinstrumente, Rohstoffe, Waren oder sonstige Investitionsobjekte sollte nicht auf der Grundlage dieses Dokuments, sondern auf der Grundlage unabhängiger Investmentanalysen und Verfahren sowie anderer Analysen, einschließlich, jedoch nicht beschränkt auf Informationsmemoranden, Verkaufs- oder sonstige Prospekte erfolgen. Dieses Dokument kann eine Anlageberatung nicht ersetzen.
7. Indem Sie dieses Dokument, gleich in welcher Weise, benutzen, verwenden und / oder bei Ihren Überlegungen und / oder Entscheidungen zugrunde legen, akzeptieren Sie die in diesem Dokument genannten Beschränkungen, Maßgaben und Regelungen als für sich rechtlich ausschließlich verbindlich.

#### Ergänzende Information von Markit Indices Limited

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

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

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

# STANDORTE DER DZ HYP

## Hauptstandort Hamburg

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

## Hauptstandort Münster

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

## Standort Berlin

Pariser Platz 3  
10117 Berlin

## Standort Kassel

Mauerstraße 11  
34117 Kassel

## Standort Pforzheim

Westliche Karl-Friedrich-Straße 233  
75172 Pforzheim

## Standort Düsseldorf

Ludwig-Erhard-Allee 20  
40227 Düsseldorf

## Standort Leipzig

Richard-Wagner-Straße 9  
04109 Leipzig

## Standort Stuttgart

Heilbronner Straße 41  
70191 Stuttgart

## Standort Frankfurt

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

## Standort München

Türkenstraße 16  
80333 München

## Standort Hannover

Berliner Allee 5  
30175 Hannover

## Standort Nürnberg

Am Tullnaupark 4  
90402 Nürnberg



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**