

Eine Fachthemenreihe der DZ HYP | November 2024

DEUTSCHE PFANDBRIEFE

Fragen und Antworten zum rechtlichen Rahmen

dzhyp.de

INHALT

- 2 **Vorwort**
- 4 **Rechtsrahmen für Pfandbriefe**
- 29 **Aufsichtsrechtliche Behandlung im Europäischen Wirtschaftsraum**
- 36 **Digitale Pfandbriefe**
- 39 **Unsere Einschätzung**
- 41 **Glossar zu Begriffen aus über 250 Jahren Pfandbriefgeschichte**
- 44 **Impressum**
- 49 **Standorte der DZ HYP**

VORWORT

Sehr geehrte Damen und Herren,

vor gut 125 Jahren, am 13. Juli 1899, wurde das Hypothekendarlehenbankgesetz in Deutschland erlassen, womit das Pfandbriefrecht in Deutschland entscheidend weiterentwickelt wurde. Im Juli 2005 wurde es durch das Pfandbriefgesetz abgelöst, welches seither regelmäßig aktualisiert wurde. Die letzten bedeutenden Änderungen traten 2021 und 2022 in Kraft, mit denen die Europäische Covered Bond Richtlinie in deutsches Recht umgesetzt wurde. Für viele europäische Regelungen dürfte das Pfandbriefgesetz Pate gestanden haben. Einige Regelungen, wie beispielsweise die Möglichkeit einer Fälligkeitsverschiebung (Soft Bullet) nach Einsetzung des Sachwalters, wurde über die Europäische Covered Bond Richtlinie in das deutsche Pfandbriefrecht eingeführt.

Das deutsche Pfandbriefrecht stellt die aufsichtsrechtlichen Anforderungen an „European Covered Bond (Premium)“ für Hypothekendarlehenpfandbriefe, Öffentliche Pfandbriefe und Schiffspfandbriefe sicher. Diese gedeckten Anleihen genießen daher regulatorische Privilegien, wie zum Beispiel reduzierte Risikogewichte für Banken oder die Anerkennung als erstklassige liquide Aktiva im Rahmen der Mindestliquiditätsquote (Liquidity Coverage Ratio). Außerdem akzeptiert die Europäische Zentralbank deutsche Pfandbriefe als Sicherheiten für ausgereichte Kredite. Diese Studie enthält eine ausführliche Übersicht zu den regulatorischen Privilegien von Pfandbriefen, die zu deren Attraktivität für Investoren im In- und Ausland beitragen.

Das Pfandbriefgesetz ermöglicht inzwischen auch die Emission von digitalen Pfandbriefen. Anfang August 2024 wurde der erste digitale Pfandbrief aufgelegt. Insgesamt ist derzeit die Zahl von Anleihen, die die Blockchain-Technologie nutzen, noch recht überschaubar. Ende Juni 2024 hatten insgesamt 84 deutsche Finanzinstitute eine Erlaubnis zur Emission von Pfandbriefen und immer wieder kommen neue Emittenten hinzu. Die Attraktivität dieses Refinanzierungsinstruments bei Emittenten und Investoren scheint auch nach vielen Jahren ungebrochen zu sein. Das dürfte damit zusammenhängen, dass die rechtlichen Grundlagen des Pfandbriefs immer wieder an neue Erfordernisse angepasst wurden. Für uns Grund genug, im Rahmen dieser Studie wiederkehrende und grundlegende Fragen zum deutschen Pfandbriefrecht zu beantworten.

Die Studie Fragen und Antworten zum deutschen Pfandbriefrecht liegt auch in der englischen Übersetzung vor. Alle aktuellen Berichte stehen Ihnen im Internet unter www.dzhyp.de/de/ueber-uns/markt-research zum Download zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüßen

DZ HYP

November 2024

- » **Insgesamt 84 Banken haben in Deutschland die Erlaubnis, Pfandbriefe aufzulegen, worin wir einen Beleg für dessen hohe Relevanz erkennen.**
- » **Regulatorische Privilegien, die durch das deutsche Pfandbriefrecht untermauert werden, erhöhen die Attraktivität für Investoren.**
- » **Das Pfandbriefrecht erlaubt inzwischen auch digitale Pfandbriefe, wobei dieses Format noch am Beginn einer langen Reise steht.**

Zusammenfassung

Vor gut 125 Jahren, am 13. Juli 1899, wurde das Hypothekendarlehenbankgesetz in Deutschland erlassen, womit das deutsche Pfandbriefrechtentscheidend weiterentwickelt wurde. Im Juli 2005 wurde es durch das Pfandbriefgesetz abgelöst, welches seither regelmäßig aktualisiert wurde. Die letzten bedeutenden Änderungen traten 2021 und 2022 in Kraft, mit denen die Europäische Covered Bond Richtlinie in deutsches Recht umgesetzt wurde. Ende Juni 2024 hatten insgesamt 84 deutsche Finanzinstitute eine Erlaubnis zur Emission von Pfandbriefen und immer wieder kommen neue Emittenten hinzu. Die Attraktivität dieses Refinanzierungsinstruments bei Emittenten und Investoren scheint auch nach vielen Jahren ungebrochen zu sein. Das dürfte damit zusammenhängen, dass die rechtlichen Grundlagen des Pfandbriefs immer wieder an neue Erfordernisse angepasst wurden. Für uns Grund genug, im Rahmen dieser Studie das aktuelle deutsche Pfandbriefrecht vorzustellen.

Das deutsche Pfandbriefrecht stellt die aufsichtsrechtlichen Anforderungen an „European Covered Bonds (Premium)“ für Hypothekendarlehenpfandbriefe, Öffentliche Pfandbriefe und Schiffspfandbriefe sicher. Diese gedeckten Anleihen genießen daher regulatorische Privilegien, wie zum Beispiel reduzierte Risikogewichte für Banken oder die Anerkennung als erstklassige liquide Aktiva im Rahmen der Mindestliquiditätsquote (Liquidity Coverage Ratio). Außerdem akzeptiert die Europäische Zentralbank deutsche Pfandbriefe als Sicherheiten für ausgereichte Kredite. Diese Studie enthält eine ausführliche Übersicht zu den regulatorischen Privilegien von Pfandbriefen, die zu deren Attraktivität für Investoren im In- und Ausland beitragen.

Das Pfandbriefgesetz ermöglicht inzwischen auch die Emission von digitalen Pfandbriefen. Anfang August 2024 wurde der erste digitale Pfandbrief (Blockchain Pfandbrief) aufgelegt. Insgesamt ist derzeit die Zahl von Anleihen, die die Blockchain-Technologie nutzen, noch recht überschaubar. Für dieses Anleiheformat dürfte allerdings die Reise gerade erst begonnen haben. Wir fassen daher wichtige Eckpunkte zu diesem Thema kurz zusammen und geben einen Überblick zu Unterschieden im Vergleich zu analogen Pfandbriefen.

RECHTSRAHMEN FÜR PFANDBRIEFE

Die nachstehenden Ausführungen in diesem Kapitel beziehen sich hauptsächlich auf die Darstellung des deutschen Pfandbriefrechts im „European Covered Bond Fact Book 2023“ des European Covered Bond Councils (ECBC) und der Studie von Moody's „Germany's legal framework for covered bonds“ vom 27. Juni 2022. Außerdem haben wir die Angaben im Länderbericht für Deutschland auf der Internetseite des Round Table Covered Bond Legislation (RTCBL) des Verbands deutscher Pfandbriefbanken (vdp) berücksichtigt.

Quellen

Unsere Studie soll die wesentlichen Merkmale und die Funktionsweise deutscher Pfandbriefe vorstellen. Sie erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit, insbesondere nicht in Bezug auf die in den Programmdokumentationen dargestellten vertraglichen Regelungen einzelner Emittenten. Sie ist auch nicht als Rechtsgutachten zu verstehen, sondern betrachtet die Eigenschaften der gedeckten Anleihen auf Grundlage öffentlich zugänglicher Informationen und versucht eine Einordnung aus ökonomischer, kreditrelevanter Sicht.

Ziel dieser Studie

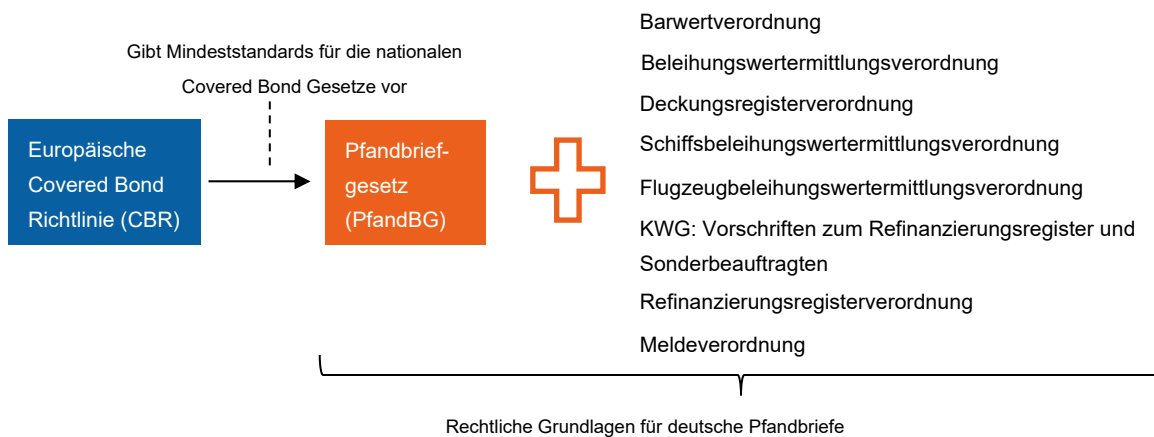
Überblick der Rechtsgrundlagen

Was sind die Rechtsgrundlagen?

Das Pfandbriefgesetz (PfundBG) ist der zentrale Baustein für den Rechtsrahmen von Pfandbriefen in Deutschland. Es wurde im Mai 2021 geändert, um die Europäische Covered Bond Richtlinie (CBR) in deutsches Recht umzusetzen. Die Änderungen erfolgten in zwei Stufen. Zum 1. Juli 2021 wurde ein gesetzlicher Soft Bullet für den Pfandbrief erlassen, indem der Sachwalter ermächtigt wurde, unter bestimmten Voraussetzungen die Laufzeit der ausstehenden Pfandbriefe um bis zu zwölf Monate zu verlängern. Neben dem PfundBG gibt es zusätzlich Verordnungen der BaFin, die die teilweise allgemein gehaltenen Vorgaben des PfundBG näher ausführen. Das Pfandbriefrecht wird immer wieder aktualisiert. Eine aktuelle Fassung des PfundBG und relevanter Verordnungen finden Sie auf der Internetseite des vdp.

PfundBG bildet die gesetzliche Grundlage

ÜBERSICHT ZU DEN EINZELNEN RECHTSGRUNDLAGEN FÜR DEN DEUTSCHEN PFANDBRIEF



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

Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) übt die öffentliche Aufsicht über die Pfandbriefgeschäfte einer Bank aus. Pfandbriefemittenten stehen somit nicht nur als Bank unter der Aufsicht der relevanten Bankaufsichtsbehörde wie zum Beispiel der Europäischen Zentralbank (EZB), sondern auch unter einer besonderen öffentlichen Aufsicht durch die BaFin hinsichtlich des Pfandbriefgeschäfts.

BaFin überwacht das Pfandbriefgeschäft

Wie ist die öffentliche Aufsicht ausgestaltet?

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

Deckungsprüfung durch die BaFin in der Regel nach jeweils drei Jahren

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

Informationsrechte und Eingriffsmöglichkeiten der BaFin

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

Die in der Meldeverordnung festgelegten Daten, die die Pfandbriefbanken der BaFin regelmäßig übermitteln müssen, sollen die Aufsichtsbehörde in die Lage versetzen, eventuelle Risiken zu überwachen und besser beurteilen zu können. Das Tagesgeschäft der Pfandbriefbank wird durch einen Treuhänder überwacht, der unabhängig vom Emittenten ist und ebenfalls an die BaFin berichten darf.

Anforderungen an die Emittenten

Wer darf Covered Bonds emittieren?

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

Erlaubnis der BaFin erforderlich

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

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

Anforderungen zum Erhalt einer Pfandbrieflizenz

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

Regelmäßige Pfandbriefemissionen

Mindestkapital und geeignetes Risikomanagement

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

Anforderungen an das Risikomanagement

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

Limitsystem und Rückführung der Risiken, falls erforderlich

Flexibilität und regelmäßige Überprüfung

Eine einmal erteilte Pfandbrieflizenz kann auch wieder entzogen werden. Dies geht jedoch nur dann, wenn die Bank die qualitativen Anforderungen des PfandBG nicht mehr erfüllt oder nachhaltig gegen dessen Bestimmungen beziehungsweise begleitende Verordnungen verstoßen hat. Der Entzug ist auch möglich, wenn die

Lizenz kann auch wieder entzogen werden

Pfandbriefbank seit zwei Jahren keine Pfandbriefe mehr emittiert hat und die Aufnahme des Pfandbriefgeschäfts innerhalb der nächsten sechs Monate nicht zu erwarten ist. Im Fall des Lizenzentzugs kann die BaFin die Abwicklung der Deckungsmassen durch einen Sachwalter anordnen.

Existiert ein öffentliches Register aller Pfandbriefbanken/-arten?

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

Öffentliches Register der BaFin

BAFIN VERÖFFENTLICHT REGELMÄßIG AKTUALISIERTE LISTEN ZU DEN PFANDBRIEFBANKEN

The screenshot shows the BaFin website interface. At the top, there is a search bar and navigation tabs for 'Unternehmen', 'Verbraucher', 'Internationales', 'Recht & Regelungen', 'Publikationen & Daten', and 'Die BaFin'. The main content area displays the title 'Liste der Pfandbriefbanken nach § 2 Abs. 6 PfandBG' with a date '08.07.2022, geändert am 03.07.2023'. Below the title, there is a list of links: 'Aktuelles', 'BaFinJournal', 'Risiken im Fokus', 'BaFinPerspektiven', 'Jahresberichte', and 'Statistiken'. A red arrow points to the 'Download (PDF, 189KB, nicht barrierefrei)' link.

Quelle: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (auf der Webseite am 31. Juli 2024 abgefragt)

Ausgestaltung der Transaktionsstruktur

Welche Transaktionsstruktur liegt den Covered Bonds zugrunde?

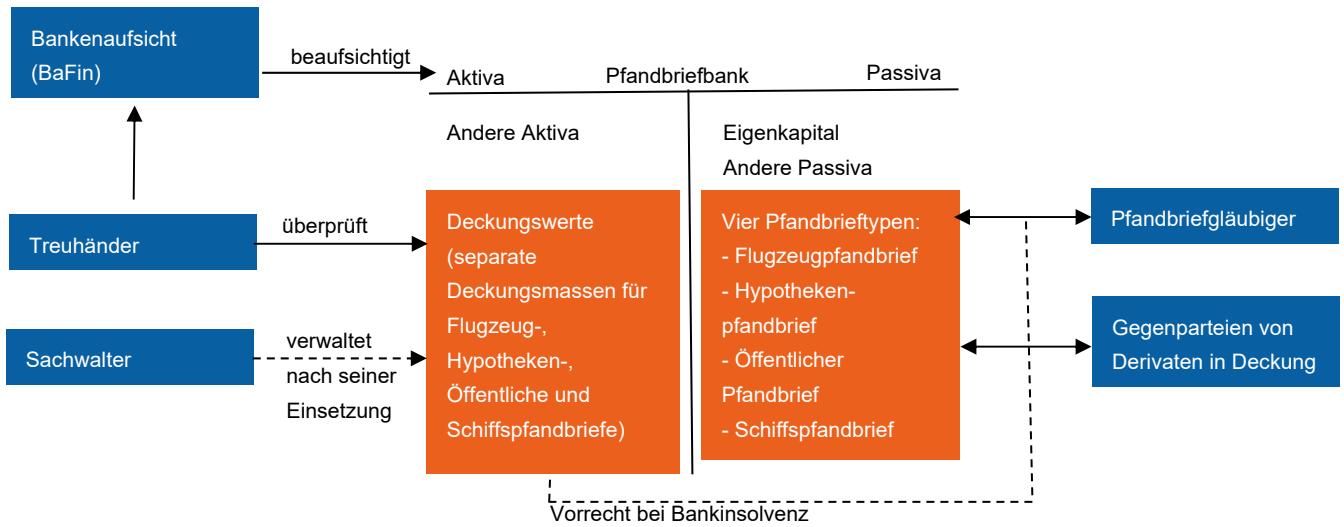
Das deutsche Pfandbriefrecht folgt dem integrierten Modell. Das heißt, die Deckungswerte bleiben auf der Bilanz des Emittenten. Durch die Eintragung aller Deckungswerte in ein Register wird sichergestellt, dass im Fall einer Insolvenz die Deckungsmasse für die Pfandbriefgläubiger eindeutig identifizierbar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

Integriertes Modell; die Deckungswerte bleiben auf der Bilanz des Emittenten

Ist der doppelte Rückgriff gewährleistet?

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

Pfandbriefe sind besicherte Bankanleihen

VERALLGEMEINERTE STRUKTUR EINES PFANDBRIEFS

Quelle: DZ BANK

Wurde ein aufsichtsrechtliches Emissionslimit festgelegt?

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

Keine Umlaufgrenze**Zulässige Deckungswerte****Welche Deckungswerte sind zulässig?****a) Öffentliche Pfandbriefe**

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

**Forderungen gegenüber
Gebietskörperschaften**

- » Forderungen gegenüber inländischen Gebietskörperschaften oder solchen Körperschaften und Anstalten des öffentlichen Rechts, die zur Erhebung von Gebühren, Umlagen oder anderen Abgaben berechtigt sind.
- » Forderungen gegenüber Mitgliedsländern der Europäischen Union (EU) oder Vertragsstaaten des Europäischen Wirtschaftsraums (EWR) sowie deren Zentralbanken und Forderungen gegenüber Regionalverwaltungen und Gebietskörperschaften aus den Mitgliedsländern der EU und des EWR.
- » Forderungen gegenüber Großbritannien, den Vereinigten Staaten von Amerika (USA), Japan, der Schweiz und Kanada sowie deren Zentralbanken, Regionalverwaltungen und Gebietskörperschaften, solange diese aufsichtsrechtlich der Bonitätsstufe 1 zugeordnet werden können.
- » Forderungen gegenüber der Europäischen Zentralbank (EZB) und anderen multilateralen Entwicklungsbanken und internationalen Organisationen laut der Europäischen Eigenkapitalverordnung für Banken (CRR).
- » Öffentliche Stellen eines Mitgliedsstaats der EU oder des EWR.

- » Öffentliche Stellen im Sinne der CRR mit Sitz in den USA, Japan, der Schweiz und Kanada, solange diese der Bonitätsstufe 1 der CRR entsprechen.
- » Forderungen, die von den oben genannten Staaten oder Gebietskörperschaften gewährleistet sind. Dies könnten zum Beispiel auch staatlich garantierte Forderungen gegenüber kleinen und mittelständischen Unternehmen sein.
- » Exportfinanzierungen, deren Erfüllung durch eine öffentliche Stelle garantiert ist.

Der Vertrag zur Einrichtung des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM-Vertrag) sieht vor, dass in den Anleihebedingungen der ESM-Vertragsstaaten Umschuldungsklauseln (Collective Action Clauses) aufgenommen werden. Ähnliche Klauseln gibt es auch in den Anleihebedingungen anderer Länder. Sie ermöglichen, mit Zustimmung der Mehrheit der Gläubiger die Anleihebedingungen nachträglich zu ändern. Das PfandBG stellt in § 4a PfandBG klar, dass die entsprechenden Regelungen in den Staatsanleihen (also begrenzt auf diesen „engen Kreis“ an Emittenten) der Deckung nicht entgegenstehen und diese zur Deckung (sei es ordentliche Deckung wie im Falle von Öffentlichen Pfandbriefen oder als weitere Deckungswerte für alle anderen Pfandbriefarten) geeignet sind.

Deckungsfähigkeit bei Anleihen mit Umschuldungsklausel ist gegeben

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

Bewertungsvorschriften für öffentliche Schuldner fehlen im Pfandbriefgesetz

RATINGABHÄNGIGE BEWERTUNGSABSCHLÄGE IM VDP BONITÄTSDIFFERENZIERUNGSMODELL

| Rating* | Abschläge gültig bis 31. Dezember 2019 | Abschläge gültig bis 31. Dezember 2020 | Abschläge gültig bis 31. Dezember 2021 | Abschläge gültig bis 31. Dezember 2022 | Abschläge gültig bis 31. Dezember 2023 | Abschläge gültig seit 1. Januar 2024 |
|--------------|--|--|--|--|--|--------------------------------------|
| AAA bis BBB- | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| BB+ | 8% | 7% | 7% | 9% | 8% | 8% |
| BB | 10% | 10% | 9% | 11% | 10% | 11% |
| BB- | 13% | 12% | 12% | 14% | 13% | 14% |
| B+ | 16% | 15% | 15% | 17% | 16% | 17% |
| B | 20% | 19% | 18% | 21% | 19% | 21% |
| B- | 24% | 23% | 22% | 25% | 23% | 25% |
| CCC | 34% | 33% | 32% | 35% | 33% | 35% |
| CC | 54% | 52% | 52% | 54% | 53% | 54% |
| C | 79% | 79% | 78% | 80% | 79% | 79% |
| D | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |

Quelle: [vdp](#), DZ BANK, Stand Juli 2024, * Ratingnote von S&P beziehungsweise entsprechende Bonitätsnote von Fitch oder Moody's

b) Hypothekendarfandbriefe

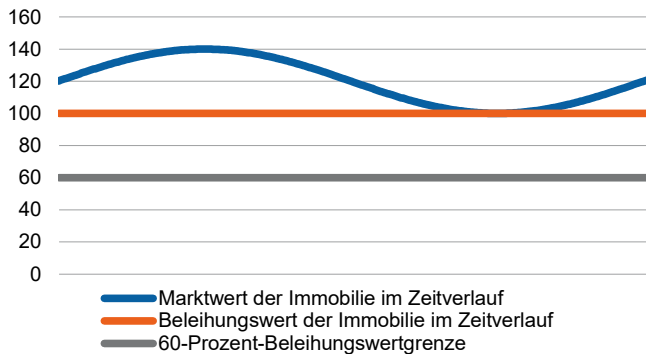
Als Deckungswerte für Hypothekendarfandbriefe kommen nur Hypotheken oder grundpfandrechtlich gesicherte Forderungen in Frage, die bestimmte Anforderungen erfüllen. So können unter anderem nur Hypotheken als Deckungswerte eingesetzt werden, die auf Grundstücken, grundstücksgleichen Rechten oder solchen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

Hinsichtlich der Berechnung des Beleihungswerts wird nur der langfristige, nachhaltige Substanz- oder Sachwert sowie der Ertragswert einer Immobilie berücksichtigt. Der Beleihungswert ist nur auf Grundlage der dauernden Eigenschaften des Grundstücks beziehungsweise Gebäudes und des daraus nachhaltig zu erzielenden Ertrags abzuleiten. Für den Beleihungswert ist der Ertragswert ausschlaggebend. Dieser Wert darf nicht überschritten werden. Bleibt der Sachwert um mehr als 20 Prozent unter dem Ertragswert, müssen die bei der Ertragswertermittlung zugrundeliegenden Annahmen auf ihre Nachhaltigkeit überprüft und gegebenenfalls korrigiert werden.

Grundpfandrechtlich gesicherte Forderungen

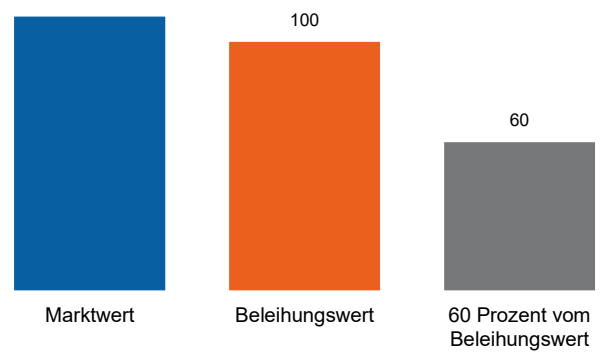
Sachwert versus Ertragswert

BELEIHUNGSWERT BERÜCKSICHTIGT NUR NACHHALTIGE EIGENSCHAFTEN EINER IMMOBILIE



Quelle: vdp, Darstellung DZ BANK

60-PROZENT-BELEIHUNGSWERTGRENZE BIETET ZUSÄTZLICHEN SCHUTZ



Quelle: DZ BANK

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

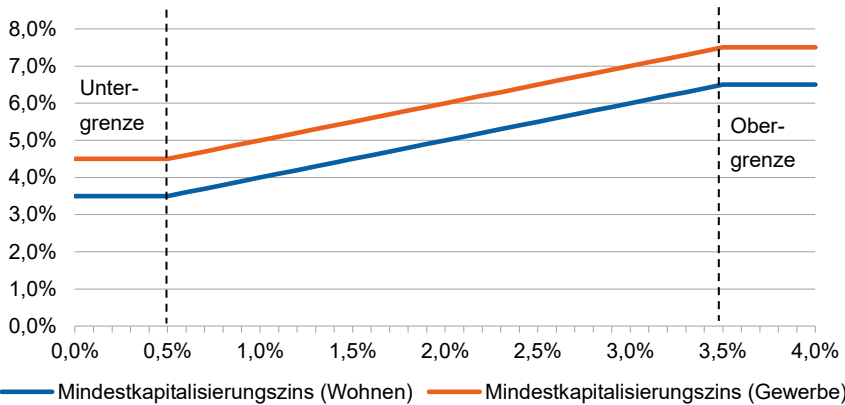
Beleihungswert berücksichtigt nur die nachhaltigen Eigenschaften einer Immobilie

Die Vorschriften zum Beleihungswert zielen darauf ab, eine vorsichtige, langfristig nachhaltige Bewertung der Immobilie zu erreichen. Die Vorgehensweise bei der Beleihungswertermittlung für Immobilien wird durch eine Verordnung der BaFin näher bestimmt, die im Oktober 2022 geändert wurde (Beleihungswertermittlungsverordnung, BelWertV). Zu den Änderungen zählt ein neues Verfahren für die Festlegung von dynamisierten Ankerwerten für die Mindestkapitalisierungssätze

Dynamische Mindestkapitalisierungssätze ...

im Ertragswertverfahren. Grundlage für die neuen Mindestkapitalisierungssätze ist die Rendite von dreißigjährigen Bundesanleihen zum 30. November des jeweiligen Jahres. Für die Bewertung von Wohnimmobilien müssen hierauf 3 Prozentpunkte und für Gewerbeimmobilien 4 Prozentpunkte addiert werden.

BELWERTV LEGT UNTER- UND OBERGRENZEN FÜR MINDESKAPITALISIERUNGSSÄTZE FEST
Y-ACHSE: MINDESKAPITALISIERUNGSSÄTZE, X-ACHSE: BUNDRENDITE (30 JAHRE)



Quelle: DZ BANK

Diese Mindestkapitalisierungssätze können vom Immobiliengutachter im Rahmen der individuellen Bewertung des Gebäudes noch leicht modifiziert werden. Allerdings müssen sie für Wohnimmobilien letztlich zwischen 3,5 Prozent und 5,5 Prozent und für Gewerbeimmobilien zwischen 4,5 Prozent und 6,5 Prozent liegen. Die auf Basis der Bundrenditen festgelegten neuen Mindestkapitalisierungssätze gelten immer ab dem 1. Januar des Folgejahres. Sie werden nur dann angepasst, wenn sich der neue Referenzzins um mehr als 0,5 Prozentpunkte im Vergleich zum Vorwert verändert hat. Seit Januar 2024 gilt für Wohnimmobilien ein Mindestkapitalisierungssatz von 5,5 Prozent und für Gewerbeimmobilien von 6,5 Prozent.

... werden immer Ende November überprüft

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

| Ertragswertverfahren (erste Säule) | | Sachwertverfahren (zweite Säule) | |
|--|------------------------|--|------------------------|
| Bodenwert | | Bodenwert | |
| 600 Quadratmeter à 5.200 Euro pro Quadratmeter | 3.120.000 Euro | 600 Quadratmeter à 5.200 Euro pro Quadratmeter | 3.120.000 Euro |
| Rohrertrag | | Gebäudewert | |
| 2.000 Quadratmeter Bürofläche à 30 Euro pro Quadratmeter und Monat nachhaltige Miete | 720.000 Euro | Herstellungskosten der baulichen Anlage: 11.500 Kubikmeter à 520 Euro pro Kubikmeter | 5.980.000 Euro |
| 15 PKW-Tiefgaragenstellplätze à 110 Euro pro Stellplatz und Monat | 19.800 Euro | Wertminderung (0 Euro, da Neubau) | 0 Euro |
| Jahresrohertrag (Jahresnettomiete) | 739.800 Euro | Zwischensumme | 5.980.000 Euro |
| Abzüglich Bewirtschaftungskosten, die nicht auf die Mieter umgelegt werden können | | Zuzüglich Kosten der Außenanlage | 179.400 Euro |
| - Verwaltungskosten | 22.194 Euro | Zwischensumme | 6.159.400 Euro |
| - Instandhaltungskosten | 31.125 Euro | Abzüglich Sicherheitsabschlag | 615.940 Euro |
| - Mietausfallwagnis | 29.592 Euro | Zwischensumme | 5.543.460 Euro |
| Summe Bewirtschaftungskosten | 82.911 Euro | Zuzüglich Baunebenkosten gemäß | 886.954 Euro |
| Entspricht in Prozent des Rohertrags | 11,2 Prozent | Gebäudewert | 6.430.414 Euro |
| Bewirtschaftungskosten | 15,0 Prozent | Bodenwert | 3.120.000 Euro |
| Anzusetzende Bewirtschaftungskosten | 110.970 Euro | Sachwert | 9.550.414 Euro |
| Jahresreinertrag | 628.830 Euro | Sachwert (abgerundet) | 9.550.000 Euro |
| Kapitalisierungszins: 6 Prozent | | | |
| Bodenwertverzinsung | 187.200 Euro | Ertragswert / Sachwert - 1 | 6,83 Prozent |
| Gebäudereinertrag | 441.630 Euro | Da der Sachwert mit nur 6,83 Prozent unter dem Ertragswert liegt, ist der Ertragswert (abgerundet) ausschlaggebend für den Beleihungswert der Immobilie (das heißt, die Nachhaltigkeit der Einnahmen aus der Immobilie braucht nicht gesondert überprüft zu werden, weil der Sachwert den Ertragswert um nicht mehr als 20 Prozent unterschreitet) | |
| Gebäudeertragswert* | 7.136.741 Euro | | |
| Bodenwert | 3.120.000 Euro | | |
| Ertragswert | 10.256.741 Euro | Beleihungswert (Ertragswertobjekt) | 10.250.000 Euro |
| Ertragswert (abgerundet) | 10.250.000 Euro | Deckungswert (Beleihungsgrenze 60 Prozent) | 6.150.000 Euro |

Quelle: vdp, Darstellung DZ BANK, * Kapitalisierungszins 6 Prozent und Restnutzungsdauer 60 Jahre in diesem theoretischen Beispiel

Das deutsche Pfandbriefrecht erlaubt eine Ausnahme für inländische Eigenheime (Kleindarlehensregel), wobei das Gebäude auch teilweise gewerblich genutzt werden darf. Falls das Gebäude teilweise gewerblich genutzt wird, darf der Ertragsanteil durch die gewerbliche Nutzung ein Drittel des gesamten aus der Immobilie erwirtschafteten Rohertrags nicht überschreiten, wenn diese Ausnahme angewendet werden soll. Außerdem darf das Kreditvolumen nicht mehr als 600.000 Euro betragen. Wenn die Grundschuld zuzüglich eventuell bestehender Vorlasten diesen Höchstbetrag nicht überschreitet, können Banken ein vereinfachtes Verfahren zur Beleihungswertermittlung verwenden. In der BelWertV wurde auch die Nutzung statistischer und computerunterstützter Verfahren bei der Wertermittlung von Ein- und Zweifamilienhäusern sowie Eigentumswohnungen regulatorisch als Vergleichswertverfahren verankert.

Erleichterungen für Darlehen, die unter die Kleinkreditgrenze fallen

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

Einheitliche Beleihungswertgrenze von 60 Prozent

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

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

c) Schiffspfandbriefe

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

Auch für die Ermittlung der Beleihungswerte für Schiffe und Schiffsbauwerke gibt es explizite Vorschriften, wobei ebenfalls wie bei Hypothekenpfandbriefen eine Beleihungswertgrenze von 60 Prozent für die Deckungswerte gilt. Der Beleihungswert für die Schiffe oder Schiffsbauwerke muss von einem unabhängigen und sachverständigen Gutachter bestimmt werden. Bei der Wertermittlung müssen die langfristigen, dauernden Merkmale des Schiffes sowie dessen Alter und Einsatzmöglichkeiten berücksichtigt werden. Im Rahmen der Wertermittlung ist das Schiff zu besichtigen. Bei der Schiffsbeleihungswertermittlung müssen die folgenden vier Marktwerte beziehungsweise Preise berücksichtigt werden:

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

Der Schiffsbeleihungswert darf nicht höher als der aktuelle beziehungsweise der durchschnittliche Marktwert des Schiffes sein. Wenn der durchschnittliche Marktwert nicht für die vergangenen zehn Jahre ermittelt werden kann, müssen zusätzliche Sicherheitsabschläge in Höhe von 15 Prozent (wenn sich der Durchschnitt auf weniger als zehn, aber mehr als drei Jahre bezieht) beziehungsweise 25 Prozent (wenn sich der Durchschnitt auf drei Jahre oder weniger bezieht) berücksichtigt werden. Sind weder aktueller noch durchschnittlicher Marktwert zu ermitteln, so ist ein angemessenes Verfahren zu verwenden, wobei der Schiffsbeleihungswert nicht

Geografische Restriktionen

Gebäudeversicherungen sind Pflicht

Rechte an Schiffen und Schiffsbauwerken sowie Versicherungspflicht

Beleihungswertgrenze von 60 Prozent

Aktueller Marktwert

Durchschnittlicher Marktwert

Neubaupreis

Kaufpreis

Schiffsbeleihungswertermittlung nutzt das Niederstwertprinzip

den um 25 Prozent verminderten Neubaupreis beziehungsweise Kaufpreis übersteigen darf. Der Schiffsbeleihungswert sollte den langfristigen Wert des Schiffs widerspiegeln.

d) Flugzeugpfandbriefe

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

Wie bei Immobilien- und Schiffsfinanzierungen besteht auch für Flugzeugfinanzierungen eine Beleihungswertgrenze von 60 Prozent für die in der Deckungsrechnung anrechenbaren Forderungen. Auch für den zugrundeliegenden Beleihungswert der Sicherheiten bei Flugzeugpfandbriefen gibt es explizite Vorschriften, wobei diese analog zu denen für Schiffe sind. Der Beleihungswert für die Flugzeuge muss von einem unabhängigen und sachverständigen Gutachter bestimmt werden. Bei der Wertermittlung müssen die langfristigen Merkmale des Flugzeugs im Vordergrund stehen. Im Unterschied zu der Beleihungswertermittlung von Schiffen werden bei Flugzeugen im Wesentlichen der Marktpreis und der durchschnittliche Marktpreis der vergangenen zehn Jahre betrachtet sowie der Wert bei ausgeglichenen Marktbedingungen und einem durchschnittlichen Zustand des Flugzeugs (geschätzter Wert des Flugzeugs, der den Wartungszustand der Maschine berücksichtigt). Der Beleihungswert darf keinen dieser drei Werte überschreiten. Wenn der durchschnittliche Marktpreis nicht für die letzten zehn Jahre vorliegt, wird der Wert auf Basis des durchschnittlichen Zustands des Flugzeugs für den Beleihungswert zugrunde gelegt, wobei hiervon ein Abschlag von 10 Prozent zu berücksichtigen ist.

e) Weitere Deckungswerte (für alle Pfandbrieftypen)

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

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

Rechte an Flugzeugen, die sich auch auf die Triebwerke erstrecken

Unabhängiger Sachverständiger ermittelt den Wert des Flugzeugs

Weitere Deckungswerte neben der ordentlichen Deckung

Forderungen gegenüber Zentralbanken und Kreditinstituten ...

... sowie öffentlichen Schuldnern

Derivate

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

Begrenzung für den Barwert der Zahlungsverpflichtungen aus Derivaten in Deckung

WEITERE DECKUNGSWERTE: ÜBERSICHT

1. Bis zu 8 Prozent des Gesamtbetrags des jeweils umlaufenden Pfandbrieftyps

- Ansprüche aus den bei vorzeitiger Beendigung der Rahmenverträge für Derivate einheitlich an die Pfandbriefbank zu zahlenden Beträgen (bezüglich der von der BaFin aufgrund einer Allgemeinverfügung erlaubten Banken)

2. Bis zu 10 Prozent des Gesamtbetrags des jeweils umlaufenden Pfandbrieftyps, wobei Forderungen aus 1. anzurechnen sind

- Geldforderungen gegen und Guthaben bei Kreditinstitute/n (Bonitätsstufe 2)
- Ansprüche aus den bei vorzeitiger Beendigung der Rahmenverträge für Derivate einheitlich an die Pfandbriefbank zu zahlenden Beträgen (bezüglich Gegenparteien der Bonitätsstufe 2)

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

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

Quelle: Pfandbriefgesetz, DZ BANK

Insgesamt ist der Anteil der Forderungen an Kreditinstitute als weitere Deckungswerte nach Bonitätsstufen gestaffelt (siehe vorstehende Abbildung). Das PfandBG erlaubt einen Anteil der weiteren Deckungswerte für Hypotheken-, Schiffs- und Flugzeugpfandbriefe von insgesamt bis zu 20 Prozent des Umlaufvolumens, wobei der Anteil der Forderungen gegenüber Kreditinstituten auf höchstens 15 Prozent begrenzt ist. Zusätzlich ist der Anteil von Forderungen gegenüber anderen Instituten aus derselben Gruppe wie der Pfandbriefbank auf höchstens 2 Prozent beschränkt. Sollte die Pfandbriefbank darüber hinaus zusätzlich weitere Deckungswerte in ihr Deckungsregister eintragen, können gegen diese Vermögenswerte keine Pfandbriefe aufgelegt werden. Bei den Öffentlichen Pfandbriefen ist der Anteil der weiteren Deckungswerte generell auf 15 Prozent des Umlaufvolumens der Öffentlichen Pfandbriefe begrenzt.

Anteil der weiteren Deckungswerte gesetzlich geregelt

Anforderungen an die Deckungsrechnung

Welche Anforderungen gibt es an die Deckungsrechnung und die Überdeckung?

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

Falls sich Risiken für die Werthaltigkeit der Deckungsmasse ergeben, kann die BaFin eine höhere individuelle Überdeckungsanforderung an die jeweilige Pfandbriefbank stellen. Mit dieser Regelung kann die Aufsichtsbehörde im Bedarfsfall einer drohenden Verschlechterung der Deckungsmasse entgegenwirken. Diese Regelung kann sich für eine Pfandbriefbank ähnlich wie ein Emissionsverbot auswirken. Allerdings glauben wir, dass im Vergleich zu einem Emissionsverbot die Ermächtigung der BaFin zur Festlegung eines bestimmten Überdeckungslevels die Interessen der Pfandbriefgläubiger besser schützt. Das PfandBG stellt außerdem klar, dass die Vermögenswerte, die über die gesetzliche oder die von der BaFin verordneten Überdeckung hinausgehen, im Insolvenzfall der Pfandbriefbank zur Befriedigung der Pfandbriefgläubiger vorrangig zur Verfügung stehen.

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

Überdeckung steht den Pfandbriefgläubigern zur Verfügung

ZUSAMMENSPIEL AUS BAR- UND NENNWERTIGER ÜBERDECKUNG

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

| | Zahlungsstrom der Deckungsmasse | Zahlungsstrom der Pfandbriefe | | In Euro | In Prozent | |
|--------------------------------------|---------------------------------|-------------------------------|---|--|----------------------|--------------|
| Jahr 1 | 2 | -2 | → | Barwertrechnung | | |
| Jahr 2 | 7 | -5 | | Barwertige Überdeckung | 9,6 | 11,2 Prozent |
| Jahr 3 | 8 | -6 | | Sichernde Überdeckung (mindestens 2 Prozent) | 1,7 | 2,0 Prozent |
| Jahr 4 | 5 | -4 | | | In Euro | In % |
| Jahr 5 | 68 | -66 | | Berechnung der nennwertigen Überdeckung | | |
| Jahr 6 | 7 | -6 | | Pfandbriefumlauf | 80,0 | -- |
| Jahr 7 | 8 | -7 | | + Sichernde nennwertige Überdeckung (min.) | 1,6 | 2,0 Prozent* |
| Jahr 8 | 5 | -3 | | + Sichernde barwertige Überdeckung (min.) | 1,7 | 2,0 Prozent |
| Barwert (2 Prozent Marktzens) | 95,3 | -85,7 | Minimum Deckungsmasse (Nennwert) | 83,3 | 4,1 Prozent** | |

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

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

Überdeckung muss auch in Stressszenarien eingehalten werden

ÜBERDECKUNGSANFORDERUNGEN IM VERGLEICH

| | Mindestüberdeckung |
|--|--------------------|
| Deutschland (Nenn- und gestresster Barwert) | |
| - Hypothekendarlehen, Öffentliche Pfandbriefe | 2 Prozent |
| - Flugzeugpfandbriefe, Schiffspfandbriefe | 5 Prozent |
| Europäische Covered Bond Richtlinie (CBR) | |
| 0 Prozent* | |
| Europäische Eigenkapitalverordnung für Banken (CRR) | |
| 5 Prozent** | |

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

Muss der Emittent ein Deckungsregister führen?

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

Getrenntes Deckungsregister für jeden Pfandbrieftyp

Gibt es einen unabhängigen Kontrolleur der Deckungsmasse?

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

Treuhänder prüft fortlaufend die Einhaltung der gesetzlichen Vorgaben

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

Weitreichende Informationsrechte

Veröffentlichungspflichten

Müssen die Emittenten bestimmte Veröffentlichungspflichten einhalten?

Ja. Jede Pfandbriefbank ist verpflichtet, in einer öffentlich zugänglichen Form einmal pro Quartal den gesetzlichen Mindestkatalog an Informationen über die umlaufenden Pfandbriefe und deren Deckungswerte zu veröffentlichen. Das PfandBG verlangt zum Beispiel, dass die Pfandbriefbank für jede Pfandbriefart den Gesamtbetrag der begebenen Pfandbriefe sowie der dazugehörenden Deckungsmassen in Höhe des Nennwerts und Barwerts sowie einen Risikobarwert aus der Barwertrechnung anzugeben hat. Beim Risikobarwert ist nur das Ergebnis aus dem Stressszenario anzugeben, das zur geringsten Überdeckung führt. Darüber hinaus sind die Laufzeitstruktur (nach Zinsbindung) der Pfandbriefe sowie der Deckungsmassen nach vorgegebenen Laufzeitbändern aufzuführen. Die Deckungswerte und Pfandbriefe mit einer Zinsbindungsfrist von bis zu 24 Monaten werden in vier Abschnitten von je sechs Monaten ausgewiesen. Danach folgen drei weitere Laufzeitenbänder von je einem Jahr bis zur Zinsbindung von höchstens fünf Jahren. Die letzten zwei

Gesetzlicher Standard bei Pflichtangaben

Laufzeitenbänder sind fünf bis zehn Jahre und mehr als zehn Jahre. Außerdem müssen die Auswirkungen einer möglichen Laufzeitverlängerung durch den Sachwalter bei der Darstellung des Fälligkeitsprofils der Pfandbriefe berücksichtigt werden. Um den Investoren außerdem ein Gefühl für eventuell bestehende Zins- oder Währungsinkongruenzen im Rahmen des Pfandbriefgeschäfts der Bank zu geben, enthalten die Pflichtveröffentlichungen die Verteilung der Deckungsmasse und der umlaufenden Pfandbriefe nach fester und variabler Verzinsung. Ferner muss der Nettobarwert offener Währungspositionen zwischen Pfandbriefen und Deckungswerten veröffentlicht (je Fremdwährung) sowie der aktuelle Wert (Nettobarwert) der Derivate in den Deckungsmassen ausgewiesen werden.

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

Informationen zu leistungsgestörten Forderungen und geografische Verteilung

ALLGEMEINE TRANSPARENZANGABEN FÜR ALLE PFANDBRIEFARTEN

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

Die mit der Umsetzung der CBR erweiterten Transparenzvorgaben mussten erstmals für das dritte Quartal 2022 erfüllt werden.

Quelle: Pfandbriefgesetz, DZ BANK

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

ISIN Liste und die Höhe der Liquiditätsreserve

Die Verteilung der Immobilienkredite in der Deckungsmasse für Hypothekendarlehen muss nach Objekttyp und nach Volumen der Darlehensforderungen in vorgegebenen Volumenklassen erfolgen. Für die Kredite in der Deckungsmasse muss auch der volumengewichtete Durchschnitt der seit der Kreditvergabe verstrichenen Laufzeit der Darlehen angegeben werden (Kreditalter oder Seasoning). Diese Zahl wird nicht aufgeteilt nach Eigenheim- und Gewerbeimmobilienfinanzierungen, sondern für alle Immobilienfinanzierungen insgesamt ausgewiesen. Sie ist

Spezielle Angaben zu Hypothekendarlehen

vor allem bei Eigenheimfinanzierungen eine interessante Kenngröße. Die Pfandbriefbanken sind außerdem verpflichtet, für die Deckungsmasse ihrer Hypothekendarlehen den durchschnittlichen Beleihungsauslauf regelmäßig zu berichten. Aufgrund der Berechnungsvorschriften zum Beleihungsauslauf wird dieser nie über der gesetzlich festgelegten Höchstgrenze von 60 Prozent liegen. Damit weicht das PfandBG von internationalen Standards bezüglich der LTV-Darstellung ab. Die Kennzahl bleibt dennoch eine interessante Information für Investoren.

Für Öffentliche Pfandbriefe muss die Verteilung der Kommunal- und Staatskredite in der Deckungsmasse nach Kreditnehmertyp entsprechend der Gliederungsebene der Gebietskörperschaft erfolgen. Außerdem muss offengelegt werden, wie hoch der Anteil von Exportfinanzierungen mit öffentlicher Garantie in der Deckungsmasse ist. Es wird dabei nicht explizit zugeordnet, welche staatliche Ebene die Exportfinanzierungen garantiert. Ferner müssen alle Forderungsvolumina aufgliedert werden, allerdings gilt dabei im Vergleich zu den Hypothekendarlehen eine andere Einteilung dieser Größengruppen.

Anteil von öffentlich garantierten Exportfinanzierungen muss offengelegt werden

SPEZIELLE TRANSPARENZVORGABEN FÜR UNTERSCHIEDLICHE PFANDBRIEFARTEN

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

Quelle: Pfandbriefgesetz, DZ BANK

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

Wenig Details bei Flugzeug- und Schiffsdarlehen

FREIWILLIGE ERGÄNZUNG DER GESETZLICHEN PFLICHTANGABEN**Berichtspflichten gemäß Pfandbriefgesetz**

- Stellt Mindestanforderungen der CBR sicher

Freiwillige Berichte, zum Beispiel im HTT-Format

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

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

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

**Informationen zentral über
Internetseite des vdp verfügbar**

PFANDBRIEF-MELDEVERORDNUNG REGELT BERICHTSPFLICHTEN AN DIE BAFIN

Neben den Veröffentlichungspflichten gemäß § 28 PfandBG müssen die Pfandbriefbanken der BaFin regelmäßig Daten zu ihren Deckungswerten schicken. Den Umfang dieser Berichtspflichten regelt die im Oktober 2022 veröffentlichte Meldeverordnung. Die Meldeverordnung sieht mehrere Tabellenblätter mit einigen tausend Datenfeldern vor, von denen eine Pfandbriefbank natürlich nur die für sie relevanten Angaben zu machen hat. Für ein Programm von Hypothekendarlehen ohne Derivate, aber mit Auslandsgeschäft kommen bis zu 1.767 Datenfelder zusammen. Neben dem schieren Datenumfang hat die Meldeverordnung von 2022 auch den Detaillierungsgrad der Angaben ausgeweitet. Im Fall von Hypothekendarlehen dürfen die Daten zu gemischt genutzten Immobilien beispielsweise nicht der Kategorie ihrer überwiegenden Nutzungsart zugeordnet werden, wie es bei den Veröffentlichungspflichten nach § 28 PfandBG erfolgt. Im Rahmen der Meldungen an die BaFin müssen die Angabe getrennt nach Nutzungsart entsprechend des Rohertrags des Gebäudes gemacht werden. Hierbei geht es nicht nur um die Trennung von Wohn- und Gewerbegebäuden, sondern auch innerhalb der Kategorie Gewerbe um eine Aufteilung nach beispielsweise Hotel und Büro, wenn die Immobilie entsprechend genutzt wird.

Quelle: vdp, DZ BANK

Regelungen für den Insolvenzfall des Emittenten und bestehende Risiken**Was passiert bei der Insolvenz des Emittenten?**

Die Deckungsmassen einer Pfandbriefbank werden in der Insolvenz des Emittenten zu Pfandbriefbanken mit beschränkter Geschäftstätigkeit. Der ursprüngliche Emittent bleibt trotz seiner Insolvenz Rechtsträger der Deckungsmasse. Diese wird in der Insolvenz der Pfandbriefbank nicht mehr durch dessen Vorstand, sondern durch einen Sachwalter vertreten. Das zuständige Insolvenzgericht ernennt auf Antrag der BaFin bis zu drei natürlichen Personen als Sachwalter. Diese können auch bereits vor Insolvenz der Pfandbriefbank durch das zuständige Gericht bestellt werden, wenn die BaFin dies für nötig erachtet. Der Sachwalter führt das Pfandbriefgeschäft

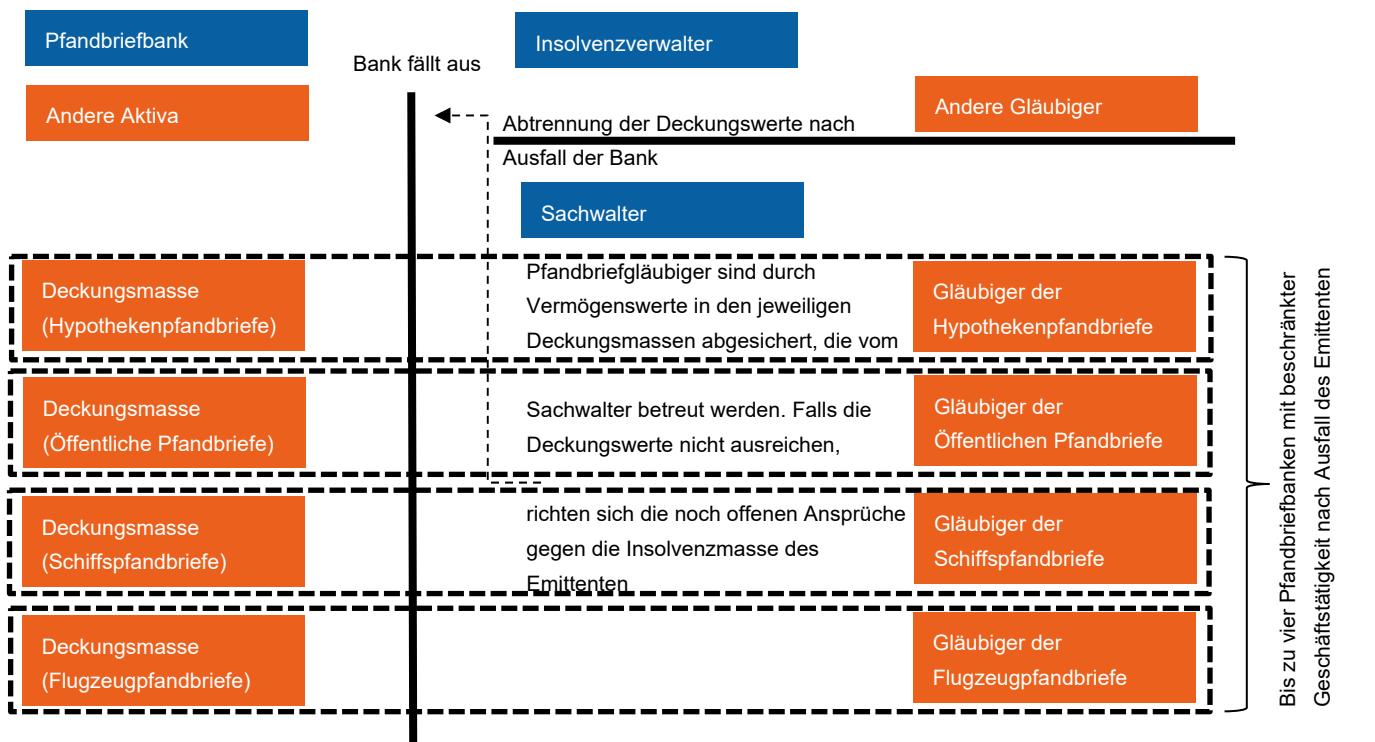
**Sachwalter führt das Pfandbrief-
geschäft des insolvenzfreien
Vermögens fort**

der Pfandbriefbank unabhängig von der Insolvenzmasse der Bank als insolvenzfreies Vermögen fort. Die Pfandbriefe werden mit Eröffnung des Insolvenzverfahrens gegen die Pfandbriefbank nicht automatisch fällig gestellt.

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

Sachwalter kann Beirat ins Leben rufen

INSOLVENZVORRECHT DER PFANDBRIEFLÄUBIGER



Quelle: vdp, DZ BANK

Der Sachwalter erledigt die Rechtsgeschäfte, die für die Abwicklung der Deckungsmasse notwendig sind. Eine mehr technische Frage betrifft die operationellen Risiken in der Insolvenz der Pfandbriefbank. Das PfandBG stellt hierzu klar, dass der Sachwalter berechtigt ist, zur Erfüllung seiner Aufgaben auf Mitarbeiter und die betriebliche Infrastruktur der Pfandbriefbank zurückzugreifen. Die dabei tatsächlich anfallenden Kosten gehen zulasten der Deckungsmassen der Pfandbriefe. Die Regelungen zum Sachwalter im PfandBG zielen nach unserer Einschätzung auf die operationellen Risiken ab und versuchen, die Verwaltung der Deckungsmassen in der Insolvenz der Pfandbriefbank möglichst effizient zu gestalten.

Operationelle Risiken

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

Bestellung eines Sonderbeauftragten

Stellt der Sachwalter fest, dass die Werthaltigkeit der Deckungswerte nicht zur vollständigen Befriedigung aller Pfandbriefgläubiger ausreicht, wird über die Deckungsmasse ein gesondertes Insolvenzverfahren eröffnet. In diesem Fall würden die Pfandbriefe fällig gestellt und die Deckungsmasse liquidiert. Die Erlöse hieraus würden an die Pfandbriefgläubiger zu gleichen Teilen ausgekehrt. Das PfandBG schafft außerdem die Möglichkeit, dass eine illiquide oder überschuldete Pfandbriefbank mit beschränkter Geschäftstätigkeit durch den Sachwalter im Rahmen einer Eigenverwaltung weitergeführt werden kann. In diesem Fall kann das Insolvenzgericht auf Antrag der BaFin alternativ zur Insolvenzeröffnung über das Vermögen der Deckungsmasse auch deren Eigenverwaltung anordnen, wenn dies im Interesse der Gläubiger ist. Sollte sich der Gläubigerausschuss gegen die Eigenverwaltung aussprechen, würde das zuständige Gericht darüber entscheiden. Die Abwicklung des Vermögens der Deckungsmasse im Rahmen der Eigenverwaltung ist eventuell langwieriger als ein normales Insolvenzverfahren, dafür sind möglicherweise höhere Verwertungsquoten zu erzielen. Die durch diese weitere Option geschaffene Flexibilität bei einer eventuell notwendigen Abwicklung einer Deckungsmasse dürfte hilfreich sein, wenn es darum geht, einen Notverkauf aufgrund einer Zwangsliquidierung der Vermögenswerte zu vermeiden.

Eigenverwaltung der Deckungsmasse ist ein langwieriges Verfahren

Können Covered Bonds von einem Bail-In betroffen sein?

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

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

Welche Rolle kommt der Aufsichtsbehörde zu?

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

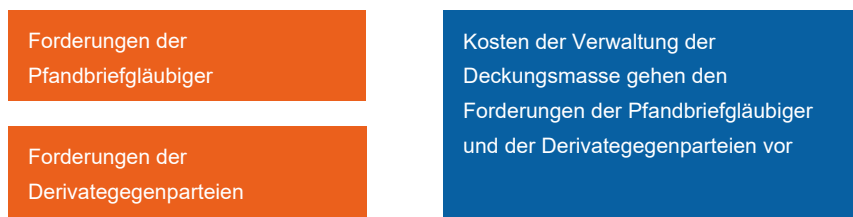
Klare Zuständigkeiten

Gibt es eine spezielle Gläubigerrangfolge?

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

Pfandbriefgläubiger haben den gleichen Rang

RANGFOLGE DER FORDERUNGEN GEGEN DIE DECKUNGSMASSE IN DER INSOLVENZ DES EMITTENTEN



Quelle: DZ BANK

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

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

Übertragung der Deckungsmasse zusammen mit Pfandbriefen an dritte Pfandbriefbanken

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

Weitere Fragen im Zusammenhang mit der Insolvenz der Pfandbriefbank

- » Moody's sieht es als unwahrscheinlich an, dass nach Eröffnung einer Insolvenz des Emittenten ein Zahlungsmoratorium für die Pfandbriefe verhängt wird. Laut Moody's könnten operationelle Risiken entstehen, wenn vor Abtrennung der Deckungsmasse die Pfandbriefbank unter ein Zahlungsmoratorium gestellt wird. Für den Fall, dass über die Deckungsmasse nach Eröffnung des Insolvenzverfahrens gegen den Emittenten ebenfalls ein Insolvenzverfahren eröffnet wird, schließt die Agentur einen Zahlungsstopp für die Pfandbriefe nicht aus.
- » Das PfandBG stellt sicher, dass die Pfandbriefgläubiger vorrangigen Anspruch auf die gesamte Deckungsmasse (inklusive der gesamten Überdeckung) haben. Der Insolvenzverwalter der Pfandbriefbank kann allerdings versuchen, Teile der Überdeckung zurückzufordern. Dazu muss er dem zuständigen Gericht darlegen, dass diese Vermögenswerte offensichtlich nicht notwendig sein werden, um die Forderungen der Pfandbriefgläubiger abzusichern. Die Hürden für eine eventuelle Rückübertragung von Deckungswerten an die Insolvenzmasse der Pfandbriefbank sind damit recht hoch. Vermögenswerte in der Deckungsmasse, die nicht die Anforderungen des PfandBG erfüllen, stehen den Pfandbriefgläubigern nicht vorrangig zur Verfügung. Darunter fallen zum Beispiel die Darlehensteile, die über der Beleihungswertgrenze von 60 Prozent liegen. Diese Forderungen stehen der Insolvenzmasse zu.
- » Kunden der Pfandbriefbank, die sowohl Einlagen bei der Bank als auch einen Kredit bei ihr aufgenommen haben, könnten während der Insolvenz des Emittenten versuchen, gegenläufige Forderungen miteinander aufzurechnen. Diesem Aufrechnungsrisiko aus Sicht der Pfandbriefgläubiger schiebt das PfandBG einen Riegel vor, falls die Forderungen der Pfandbriefbank in der

Zahlungsmoratorium

Rücktransfer von Deckungswerten

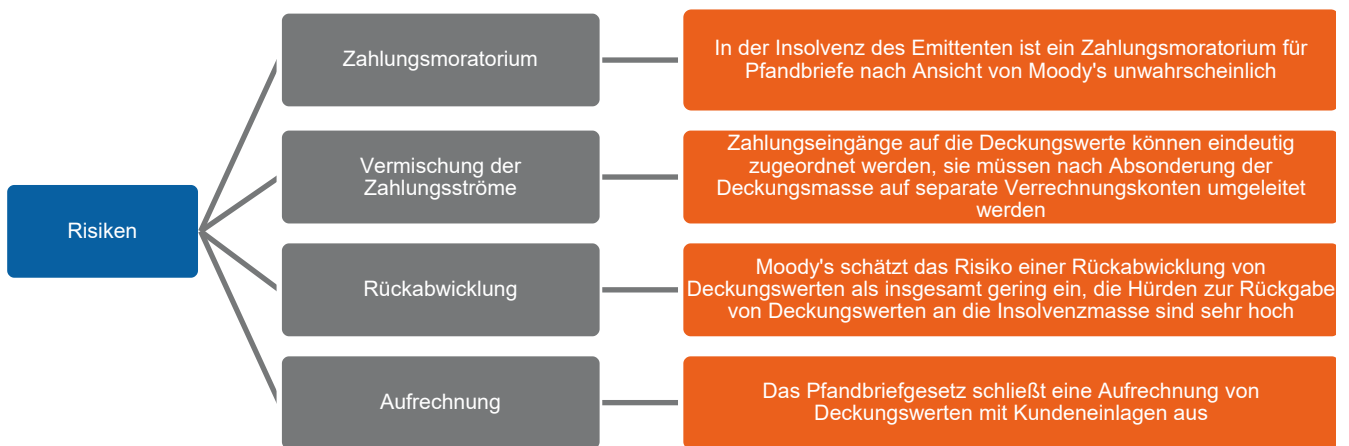
Aufrechnungsrisiken

Deckungsmasse gegen zum Beispiel (fällige) Einlagen in der insolventen Bank verrechnet werden sollen. Fällige Forderungen und Verbindlichkeiten gegen die Deckungsmasse können jedoch aufgerechnet werden.

- » Es dürfte bei den Pfandbriefbanken nicht die Regel sein, dass alle Zahlungsströme, die die Deckungsmasse betreffen, bereits vor Insolvenz des Emittenten in einem eigenen Rechnungskreis erfasst und auf einem separaten Verrechnungskonto verbucht werden. Insofern weisen die Ratingagenturen darauf hin, dass für die Deckungsmassen das Risiko besteht, dass in der Insolvenz der Pfandbriefbank der Sachwalter der Deckungsmasse nicht unmittelbar Zugriff auf alle Zahlungseingänge zugunsten der Deckungsmasse haben könnte. Im schlimmsten Fall könnten sich die Zahlungseingänge untrennbar mit der Insolvenzmasse verbinden und drohen auf diese Weise für die Deckungsmasse gänzlich verloren zu gehen. Dieses Risiko wird aus unserer Sicht dadurch gemindert, dass der Sachwalter bereits vor Insolvenz der Pfandbriefbank bestellt werden kann. Er hätte dann Gelegenheit, entsprechende Vorkehrungen wie beispielsweise die Umleitung der Zahlungsströme rechtzeitig in die Wege zu leiten.

Vermischung der Zahlungsströme

ZUSAMMENFASSUNG DER RECHTLICHEN RESTRIKTIKEN FÜR DEUTSCHE PFANDBRIEFE UND DEREN BEGRENZUNG



Quelle: Moody's, DZ BANK

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

Schutz vor rechtlichen Restriktionen

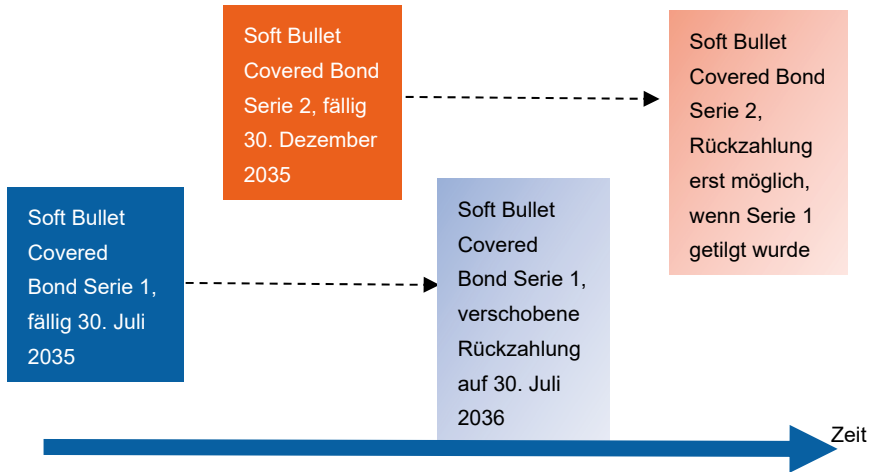
Bleibt die Reihenfolge der Rückzahlung der Pfandbriefe in der Emittenteninsolvenz bestehen?

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

Überholverbot bei Rückzahlung der Pfandbriefe

nachstehende Abbildung). Theoretisch könnte deshalb die Verlängerung eines Pfandbriefs eine Kaskade von Laufzeitverlängerungen auslösen.

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



Quelle: DZ BANK

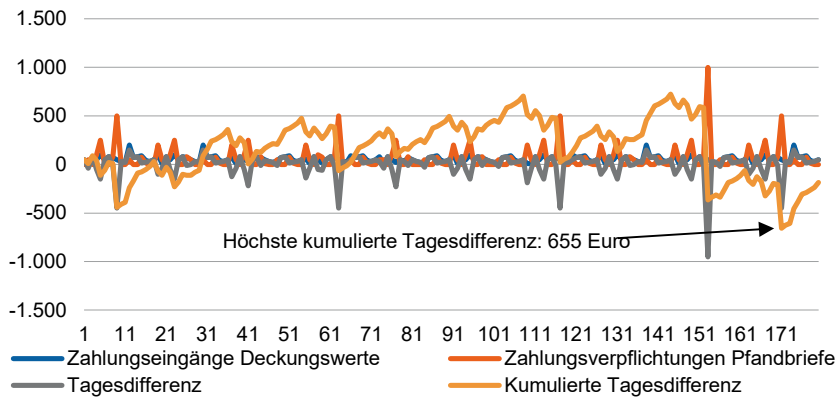
Grundsätzlich besteht bei deutschen Pfandbriefen das Problem der zeitlichen Nachrangigkeit (Subordination), weil – wie bei Covered Bonds üblich – die gedeckten Bankanleihen mit Insolvenz des Emittenten nicht automatisch fällig gestellt werden, sondern in ihrer ursprünglichen Reihenfolge getilgt werden.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

Wie bei Covered Bonds üblich besteht eine zeitliche Subordination

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

Zur Sicherung der Zahlungsfähigkeit der Deckungsmasse unmittelbar nach einer Insolvenz der Pfandbriefbank verlangt das PfandBG, dass für die nächsten 180 Tage fortlaufend ein taggenauer Abgleich fälliger Forderungen aus eingetragenen Deckungswerten und fälligen Pfandbriefen vorzunehmen ist. Für jeden Tag ist die Summe aus den bis zu diesem Tag anfallenden Tagesdifferenzen zu bilden. Der größte sich aus dieser Rechnung ergebende kumulierte Liquiditätsbedarf muss mit liquiden Deckungswerten wie zum Beispiel Bareinlagen oder Staatsanleihen abgedeckt werden. In der nachstehenden grafischen Darstellung finden Sie ein Beispiel, das die Liquiditätsdeckungsanforderung des PfandBG verdeutlicht. Die größte kumulierte Tagesdifferenz (die mit dem Pfeil in der Grafik markierte Linie) ergibt sich in diesem Beispiel gegen Ende der 180-Tage-Periode und beträgt 655 Euro. Dieser Betrag müsste innerhalb der Deckungsmasse in Form von liquiden Vermögenswerten zur Verfügung stehen. Die Regelung zur Absicherung der Liquidität der ersten 180 Tage verschafft dem Sachwalter etwas Spielraum direkt nach Insolvenzeröffnung der Pfandbriefbank.

Zahlungen auf Pfandbriefe für die nächsten 180 Tage müssen sichergestellt werden

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


Quelle: DZ BANK

Bei der Abwicklung der Deckungsmassen können im späteren Verlauf – nach den ersten 180 Tagen – dennoch Liquiditätsrisiken auftreten, wenn die Laufzeit der Deckungswerte länger ist als die der umlaufenden Pfandbriefe. Um die Liquiditätsposition der Deckungsmasse zu stärken, darf der Sachwalter die Laufzeit der ausstehenden Pfandbriefe um bis zu zwölf Monate verlängern. Bei dieser Regelung sind die folgenden Punkte besonders wichtig:

Laufzeitverlängerungen bei Pfandbriefen helfen bei Liquiditätslücken

- » Eine solvente Pfandbriefbank kann die Laufzeit ihrer Pfandbriefe nicht einseitig verlängern. Nur der gerichtlich bestellte Sachwalter ist in klar definierten Situationen befugt, die Rückzahlung von Pfandbriefen zu verschieben.
- » Der Sachwalter darf die Rückzahlung inklusive Zinszahlungen eines Pfandbriefs ohne Begründung um bis zu vier Wochen aufschieben, wenn zum Beispiel die Lage kurz nach seiner Einsetzung noch unübersichtlich ist. Wenn er die Fälligkeit jedoch um mehrere Monate hinausschieben möchte, darf er dies nur, wenn die Deckungsmasse nicht über ausreichend Liquidität für eine anstehende Pfandbrieffilgung verfügt sowie nicht überschuldet ist und er davon überzeugt ist, dass die Rückzahlung nach der Verlängerung erfolgen wird. Die längerfristige Verschiebung gilt nicht für anfallende Zinszahlungen, die während des Verlängerungszeitraums weiter geleistet werden müssen.
- » Falls die Laufzeit eines Pfandbriefs verlängert werden muss, gilt ein gesetzliches Überholverbot für die Rückzahlung nachfolgender Pfandbriefe. Das heißt, andere Pfandbriefe, die nach dem ursprünglichen Fälligkeitsdatum des verlängerten Pfandbriefs fällig werden, dürfen erst zurückgezahlt werden, wenn der verlängerte Pfandbrief getilgt wurde.
- » Die Pfandbriefe werden auch während der Laufzeitverlängerung verzinst. Wenn in den Anleihebedingungen nichts zur Verzinsung während der Verlängerungsphase gesagt wird, dann gelten die bisherigen Regelungen zu den Kuponzahlungen fort. Emittenten können jedoch abweichende Regelungen für eine eventuelle Verlängerungsphase in den Anleihebedingungen treffen.

In vielen europäischen Ländern dürfen Laufzeitverlängerungen bei der Berechnung des Liquiditätsbedarfs für die nächsten 180 Tage berücksichtigt werden. Das heißt, für die Rückzahlung dieser Covered Bonds braucht keine Liquiditätsreserve

Sicher ist sicher: Einfluss des Soft Bullets auf die Liquiditätsreserve

innerhalb der Deckungsmasse gebildet zu werden, weil die Absicherung über den Soft Bullet erfolgt. Im deutschen PfandBG wurde von dieser Möglichkeit jedoch kein Gebrauch gemacht, sodass die Liquiditätsabsicherung für das rollende Zeitfenster von 180 Tagen über eine Liquiditätsreserve innerhalb der Deckungsmasse zusätzlich zum Soft Bullet erfolgt.

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

Weitere Instrumente zur Steuerung der Liquidität der Deckungsmasse

Zusammenfassung der Rechtsgrundlagen

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

| | Deutschland | Europäische Covered Bonds (Premium) |
|--|--|---|
| Covered Bond Typ/Bezeichnung | Hypothekendarlehen, Öffentliche Pfandbriefe, Schiffspfandbriefe, Flugzeugpfandbriefe | Hypothekendarlehen, Öffentliche Covered Bonds, Schiffs Covered Bonds |
| Emittent | Banken mit Pfandbrieflizenz | Kreditinstitute im Sinne von Artikel 4 (1) Nr. 1 CRR |
| Transaktionsstruktur | Integriertes Modell | Keine Vorgaben, Pooling-Strukturen möglich |
| Besondere öffentliche Aufsicht | Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) | Ernennung einer/mehrerer nationaler Behörde(n) |
| Unabhängige, regelmäßige Kontrolle der Deckungsmasse | ✓ (Treuhand) | Wahlrecht (wenn ein Monitor ernannt wird, macht die CBR Vorgaben zu dessen Befugnissen und Aufgaben) |
| Hauptkategorie erlaubter Deckungswerte | Je nach Pfandbrieftyp Hypothekendarlehen, Forderungen gegen öffentliche Stellen, Schiffsforderungen oder Flugzeugfinanzierungen | Je nach Covered Bond Typ: Hypothekendarlehen, Forderungen gegen öffentliche Stellen oder Schiffsforderungen (definiert in Artikel 129 CRR) |
| Weitere erlaubte Deckungswerte | Für alle Pfandbriefgattungen: Derivate, Forderungen gegenüber EZB, Zentralbanken und anderen geeigneten Finanzinstituten (bis zu 15 Prozent); Zusätzlich für Hypotheken-, Schiffs- und Flugzeugpfandbriefe: Forderungen gegenüber öffentlichen Stellen (bis zu 20 Prozent unter Anrechnung oben genannter Forderungen) | Geldforderungen, HQLA Deckungswerte (qualitativ hochwertige Vermögenswerte), Kredite an oder garantiert durch öffentliche Unternehmen, Derivate |
| Geografische Restriktionen für Deckungswerte | Hypothekendarlehen: EWR, Australien, Japan, Kanada, Neuseeland, Schweiz, Singapur, USA, Öffentliche Pfandbriefe: EWR, Schweiz, USA, Kanada, Japan Schiffspfandbriefe/Flugzeugpfandbriefe: weltweit | Artikel 6 und 7 CRR: Grundsätzlich EWR Mitgliedsländer, Deckungswerte außerhalb des EWR sind zulässig, wenn sie den Anforderungen des Artikels 6 CRR entsprechen. |
| Grenzen für den Beleihungsauslauf (LTV-Grenze) | Eigenheimfinanzierungen: 60 Prozent, Gewerbeimmobilienfinanzierungen: 60 Prozent, Schiffsforderungen: 60 Prozent, Flugzeugfinanzierungen: 60 Prozent | Hypothekendarlehen: 80 Prozent, Gewerbliche Immobilienfinanzierungen: 60 Prozent (in Ausnahmefällen: 70 Prozent), Schiffsforderungen: 60 Prozent |
| Grundlage für die LTV Berechnung | Beleihungswert der Immobilie, des Schiffs beziehungsweise des Flugzeugs | Marktwert der Immobilie oder des Schiffs |
| Stehen den Covered Bond Gläubigern auch Darlehensteile oberhalb der LTV-Grenze vorrangig zur Verfügung? | ✗ | Nicht unzulässig (Regelung im jeweiligen nationalen Covered Bond Recht) |
| Besondere Deckungsvorschriften | Barwert der Derivate: höchstens 12 Prozent; Anteil der Länder außerhalb des Europäischen Wirtschaftsraums (EWR), bei denen das Konkursvorrecht der Pfandbriefgläubiger nicht sichergestellt ist: höchstens 10 Prozent | Im Grundsatz Nominalwertdeckung, andere Deckungsrechnungen (zum Beispiel zum Barwert) können ergänzend gefordert werden |
| Gesetzliche Mindestüberdeckung | 2 Prozent (gestresster Barwert) sowie 2 Prozent (Nennwert) für Öffentliche Pfandbriefe und Hypothekendarlehen beziehungsweise 5 Prozent (Nennwert) für Schiffs- und Flugzeugpfandbriefe. | 5 Prozent (Nominalwert), im Ausnahmefall 2 Prozent |
| Stehen den Covered Bond Gläubigern auch Deckungswerte vorrangig zur Verfügung, die über die gesetzliche Mindestüberdeckung hinausgehen? | ✓ | Nicht unzulässig (Regelung im jeweiligen nationalen Covered Bond Recht) |

| | Deutschland | Europäische Covered Bonds (Premium) |
|--|---|--|
| Umlaufgrenze für Covered Bonds | ✘ | ✘ (keine Vorgaben) |
| Deckungsrechnung/Kongruenz- und Liquiditätsvorschriften | Barwertige und nominale Deckungsanforderung, Einhaltung eines 180-Tage-Liquiditätspolsters | Nominalwertprinzip (im Grundsatz), andere Deckungsprinzipien ergänzend zulässig, Einhaltung eines 180-Tage-Liquiditätspolsters |
| Stresstest bei Deckungsrechnung | ✓ | ✘ (nicht von der CBR gefordert, aber zulässig) |
| Besondere gesetzliche Regelungen zu Rückzahlungsmodalitäten der Covered Bonds | ✓ (der Sachwalter darf die Fälligkeit der Pfandbriefe um bis zu 12 Monate verlängern, gesetzlicher Soft Bullet) | ✓ (wenn Soft Bullets möglich sind, muss das Covered Bond Recht u.a. einheitliche Rahmenbedingungen für die Auslöser für die Laufzeitverlängerung vorgeben) |
| Unabhängiger Verwalter der Deckungsmasse nach Insolvenz des Emittenten | ✓ (Sachwalter kann nach Ermessen der BaFin auch vor Insolvenzeröffnung des Emittenten bestellt werden) | Wahlrecht zur Ernennung eines Sonderverwalters |
| Auswirkung einer Emittenteninsolvenz auf Covered Bonds | Weiterbedienung gemäß Emissionsbedingung | Weiterbedienung gemäß Emissionsbedingung |
| Vom Bail-in ausgenommen?* | ✓ | ✓ |

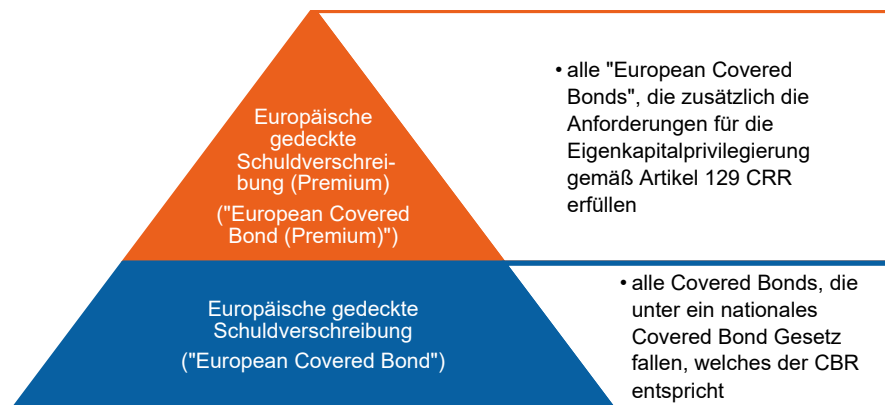
Quelle: European Covered Bond Council (ECBC), Ratingagenturen, DZ BANK, ✓ = ja, ✘ = nein, CBR = Europäische Covered Bond Richtlinie, CRR = Europäische Eigenkapitalverordnung für Banken, EZB = Europäische Zentralbank, EWR = Europäischer Wirtschaftsraum, * unbesicherte Forderungen der Covered Bond Gläubiger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

AUFSICHTSRECHTLICHE BEHANDLUNG IM EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTSRAUM

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

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

DEFINITION DES EUROPÄISCHEN GÜTESIEGELS FÜR COVERED BONDS

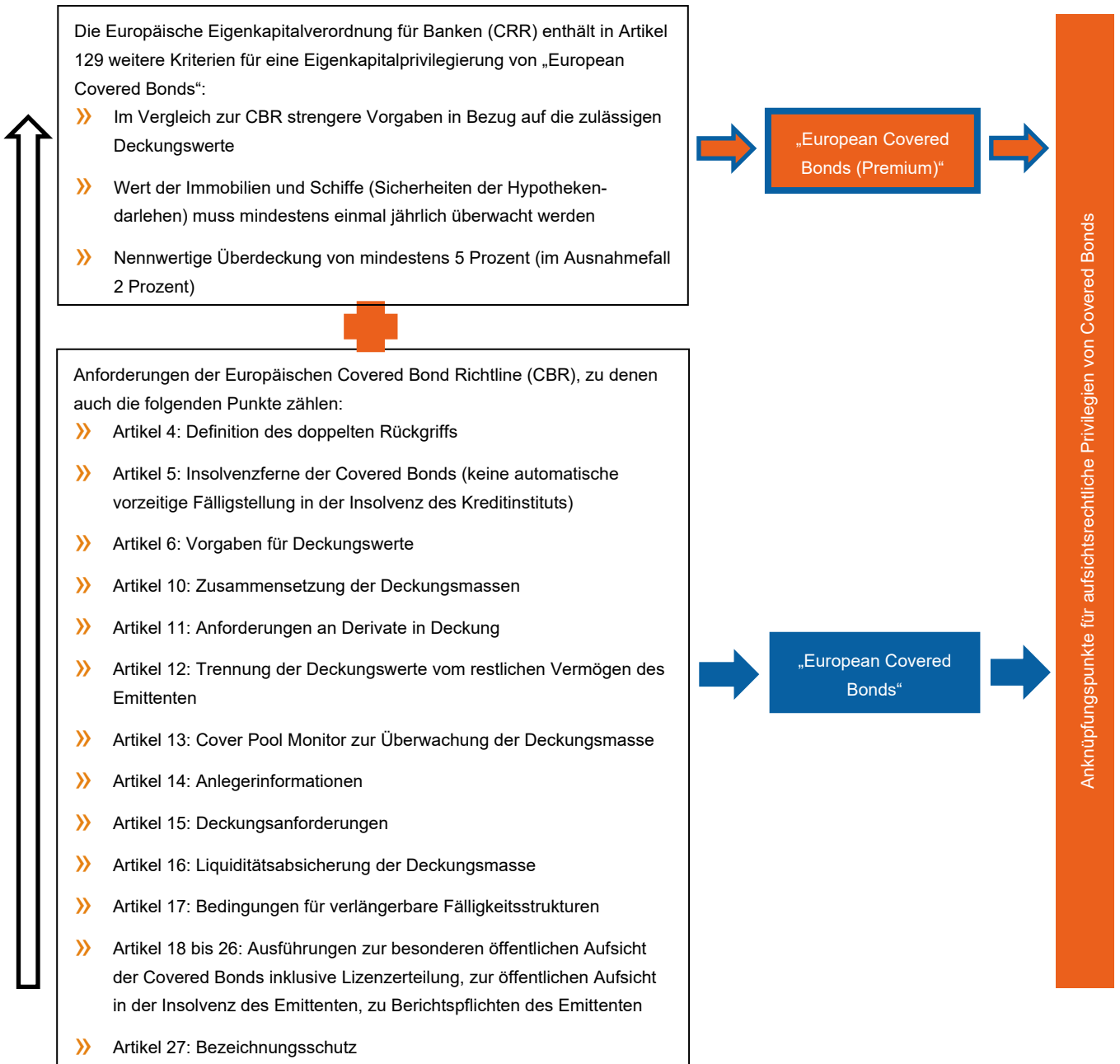


Quelle: Europäische Covered Bond Richtlinie (CBR), Europäische Eigenkapitalverordnung für Banken (CRR), DZ BANK

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

Bestandsschutzregeln für Alt-Anleihen

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



Quelle: DZ BANK

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

Alle Investoren: Schutz gegen Bail-in

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

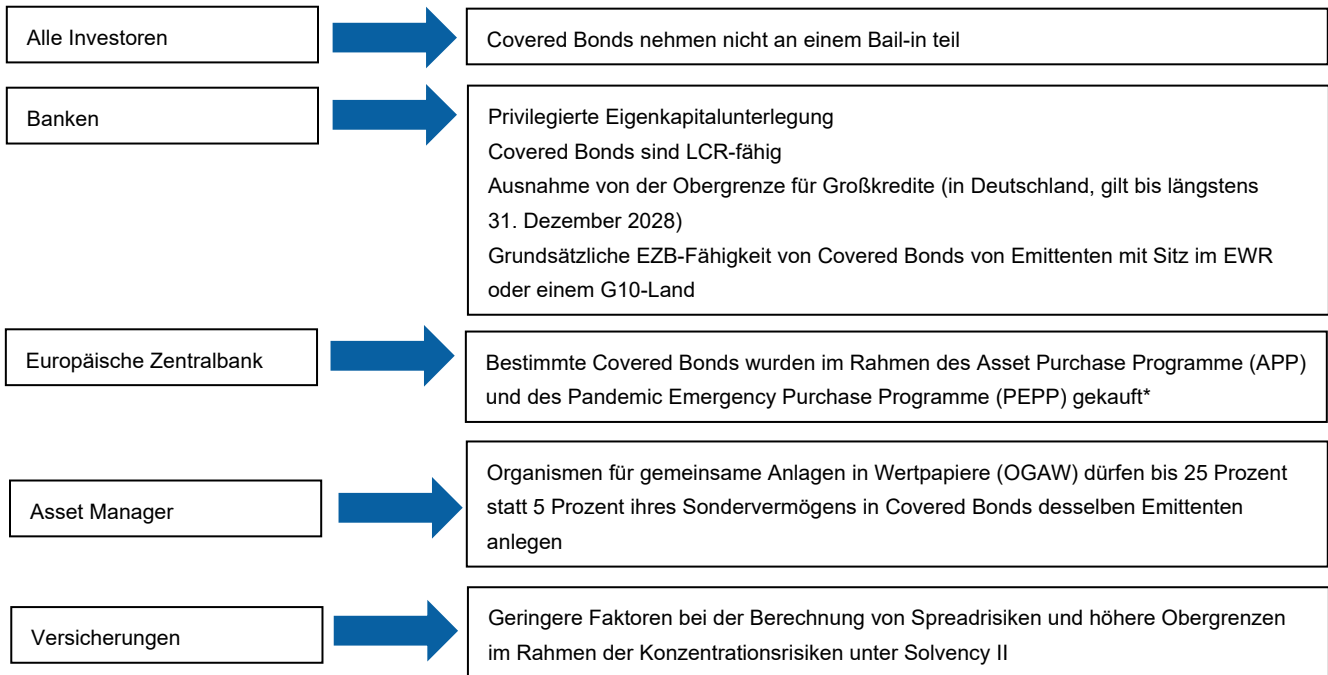
Covered Bonds nehmen nicht an einem eventuellen Bail-in teil

nicht besichert ist. Da aber per Definition Covered Bonds immer vollständig besichert – und im Falle der Pfandbriefe sogar übersichert – sein müssen, sehen wir diese Gefahr für Pfandbriefgläubiger als sehr gering an. Dieser Fall würde voraussetzen, dass die gesetzlichen Deckungsanforderungen nicht erfüllt werden.

Neben dem Schutz vor einem Bail-in profitieren darüber hinaus verschiedene Anlegergruppen von speziellen aufsichtsrechtlichen Privilegien, die wir im Folgenden der Reihe nach skizzieren. Nicht zuletzt wegen dieser Privilegierung dürften Banken die größte Investorengruppe innerhalb des Covered Bond Marktes bilden.

Banken sind größte Investorengruppe, wohl auch wegen der aufsichtsrechtlichen Privilegien

PRIVILEGIEN FÜR COVERED BONDS: EIN ÜBERBLICK NACH INVESTORENGRUPPEN



Quelle: DZ BANK, * Seit Juli 2023 werden keine Anleihen für das CBPP3-Portfolio (Teil des APP) mehr gekauft. Die Covered Bond Reinvestitionen unter PEPP spielen nur eine untergeordnete Rolle (Anleihekäufe unter PEPP enden im Dezember 2024).

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

Damit Banken Covered Bonds mit einem privilegierten Risikogewicht im Rahmen der Eigenkapitalunterlegung (Kreditrisikostandardansatz) berücksichtigen können, müssen die gedeckten Anleihen die Anforderungen von Artikel 129 CRR erfüllen (gleichbedeutend mit dem Status der Covered Bonds als Europäische gedeckte Schuldverschreibung (Premium)). Da im PfandBG die Anforderungen für die Eigenkapitalprivilegierung bereits berücksichtigt sind, profitieren Hypothekendarlehen, Öffentliche Pfandbriefe und Schiffspfandbriefe, die nach dem 7. Juli 2022 begeben auf Basis des deutschen PfandBG es wurden, immer von einem geringeren (sprich privilegierten) Risikogewicht und gelten zudem auch immer als Europäische gedeckte Schuldverschreibung (Premium). Flugzeugpfandbriefe sind aufgrund ihrer Deckungswerte keine Europäische gedeckte Schuldverschreibung (Premium) und können daher nicht mit einem reduzierten Risikogewicht angesetzt werden. Für Pfandbriefe, die vor dem genannten Stichtag aufgelegt wurden, besteht ein Bestandsschutz bezüglich ihrer aufsichtsrechtlichen Privilegien.

Privilegiertes Risikogewicht, außer für Flugzeugpfandbriefe

Das konkrete Risikogewicht hängt darüber hinaus noch von dem Rating der Anleihe ab. Wenn kein Covered Bond Rating vorliegt, kann das Risikogewicht für die gedeckte Schuldverschreibung auch anhand des Risikogewichts für unbesicherte Anleihen des Emittenten abgeleitet werden. Das Risikogewicht für den Covered Bond im Kreditrisikostandardansatz wäre dann 10 Prozent, 20 Prozent, 50 Prozent oder 100 Prozent, wenn das entsprechende Risikogewicht für unbesicherte Anleihen der Bank 20 Prozent, 50 Prozent, 100 Prozent beziehungsweise 150 Prozent beträgt.

Rating beeinflusst ebenfalls das Risikogewicht

ABLEITUNG DER RISIKOGEWICHTE IM KREDITRISIKOSTANDARDANSATZ FÜR PFANDBRIEFE ANHAND EXTERNER RATINGS

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

Quelle: Artikel 129 CRR, BaFin, DZ BANK

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

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

Grundlegende Voraussetzungen für die LCR-Fähigkeit

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

Eigenschaften der Anleihe haben Einfluss auf die LCR-Fähigkeit

Es gibt noch eine weitere Regelung zu beachten: Flugzeug-, Hypotheken- und Schiffspfandbriefe qualifizieren sich im Grundsatz als HQLA, solange sie mindestens mit einem A3/A- bewertet sind. Sollte die Bonitätsnote für Flugzeug- und Schiffspfandbriefe sowie Hypothekenspfandbriefe, die (teilweise) mit Gewerbeimmobilienfinanzierungen besichert sind, unter diese Rating-Schwelle fallen, ist eine Einstufung in die HQLA-Kategorie 2B nicht möglich. Finanzierungen für Flugzeuge, Gewerbeimmobilien oder Schiffe werden für die HQLA-Kategorie 2B ausgeschlossen.

LCR-Fähigkeit ist auch abhängig vom Anleiherating

MÖGLICHE LCR-EINSTUFUNGEN FÜR PFANDBRIEFE

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

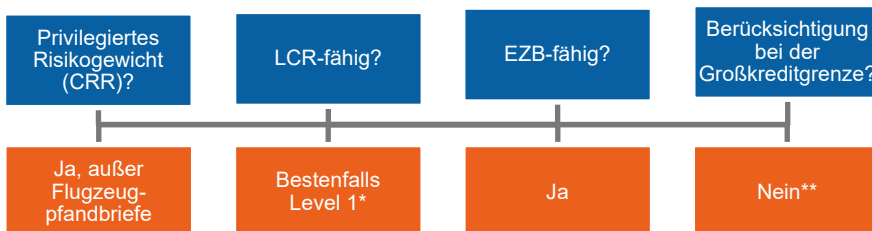
Quelle: LCR-Verordnung, DZ BANK, CBR = Europäische Covered Bond Richtlinie, HQLA = High-Quality Liquid Assets (qualitativ hochwertige Vermögenswerte), LCR = Liquidity Coverage Ratio

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

Ja. Pfandbriefe beziehungsweise ganz allgemein eine auf einem speziellen Gesetz basierende besicherte Bankanleihe eignen sich grundsätzlich als Sicherheiten für Refinanzierungsgeschäfte mit der EZB (strukturierte Covered Bonds sind nicht EZB-fähig). Die EZB verweist in diesem Zusammenhang auf Artikel 52 Absatz 4 der OGAW-Richtlinie, womit sie den Standard als Europäische gedeckte Schuldverschreibung („European Covered Bonds“) fordert. Zusätzlich erwartet die EZB ein Rating von mindestens Baa3/BBB- und sie wendet unterschiedlich hohe Sicherheitsabschläge in Abhängigkeit des Ratings oder der Laufzeit des Covered Bonds an. Unter bestimmten Voraussetzungen können Banken auch eigene Covered Bonds bei der Zentralbank als Sicherheit hinterlegen („Own-Use“). Diese Anforderungen erfüllen Hypothekendarpfandbriefe, Öffentliche Pfandbriefe und Schiffspfandbriefe.

Gesetzesbasierte Covered Bonds sind EZB-fähig

ZUSAMMENFASSUNG DER VORTEILE FÜR BANKEN DURCH DIE AUFSICHTSRECHTLICHE PRIVILEGIERUNG VON PFANDBRIEFEN



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

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

In der CRR werden Grenzen für die Höhe von Exposure gegenüber einzelnen Schuldnern aufgelistet (Großkreditgrenzen). Bei der Berechnung der Risikopositionen räumt die CRR den EU-Mitgliedsstaaten Wahlrechte ein. In Deutschland wurde in der Verordnung zur Ergänzung der Großkreditvorschriften dieses Wahlrecht

unter anderem dazu genutzt, gedeckte Schuldverschreibungen im Sinne des Artikels 129 CRR von der Obergrenze auszunehmen. Laut vdp besteht dieses Wahlrecht noch längstens bis zum 31. Dezember 2028.

Keine Berücksichtigung bei der Großkreditgrenze bis 2028

Europäische Zentralbank: Qualifikationskriterien für das dritte Covered Bond Kaufprogramm?

Bekanntlich kaufte die Europäische Zentralbank im Rahmen ihres dritten Covered Bond Kaufprogramms (CBPP3) gedeckte Bankschuldverschreibungen in großem Umfang. Der CBPP3-Bestand erreichte im Januar 2023 mit 304,1 Mrd. Euro sein Maximum. Für CBPP3 qualifizierten sich ausschließlich sogenannte „Own-Use Covered Bonds“, das heißt gedeckte Anleihen, die der Emittent selbst bei der EZB als Sicherheiten hinterlegen konnte. Neben dem Own-Use-Kriterium, das an die Erfüllung der Vorgaben aus Artikel 129 CRR geknüpft ist, mussten die Covered Bonds auch endfällig sein (Hard Bullet oder Soft Bullet). Gedeckte Anleihen mit einem Conditional Pass-Through (CPT) Mechanismus waren nur zu Beginn Kaufprogramms CBPP3-fähig.

Endfällige Own-Use Covered Bonds waren CBPP3-fähig

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

Vermögensverwalter oder Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) unterliegen vielen Auflagen, darunter auch Obergrenzen, wieviel des verwalteten Vermögens in Wertpapieren eines Emittenten angelegt werden dürfen. Für Europäische gedeckte Schuldverschreibungen („European Covered Bonds“) sieht die OGAW-Richtlinie vor, dass die EU-Mitgliedsstaaten im nationalen Recht die in Artikel 52 OGAW-Richtlinie genannte Obergrenze bezüglich Geldanlagen in Wertpapieren eines Emittenten von 5 Prozent auf 25 Prozent anheben können.

Höhere Obergrenzen für Geldanlagen in Covered Bonds

ARTIKEL 52 OGAW-RICHTLINIE (AUSZÜGE)

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

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

Quelle: OGAW-Richtlinie

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

Versicherungsunternehmen fallen unter die Europäische Richtlinie betreffend die Aufnahme und Ausübung der Versicherungs- und der Rückversicherungstätigkeit (Solvency II). Sie regelt unter anderem die Solvenzkapitalanforderungen für Versicherungsunternehmen, die von zahlreichen Faktoren beeinflusst werden. Europäische gedeckte Schuldverschreibungen („European Covered Bonds“) haben, solange sie mindestens Aa3/AA- oder besser geratet sind, regulatorische Vorteile (Solvency II knüpft an den Artikel 52 der OGAW-Richtlinie an). Bei der Berechnung der Spreadrisiken unterliegen Covered Bonds weniger strengen Faktoren, sodass diese geringere Kapitalanforderungen haben als zum Beispiel Unterneh-

mensanleihen. Außerdem gelten für Europäische gedeckte Schuldverschreibungen im Rahmen der Beschränkungen von Konzentrationsrisiken für Versicherungsunternehmen höhere Obergrenzen als bei Unternehmensanleihen. Beide Privilegien tragen im Rahmen der komplizierten Berechnungen nach Solvency II zur Attraktivität von gedeckten Bankanleihen für Versicherungsunternehmen bei.

Regulatorische Privilegien unter Solvency II

PFANDBRIEFE BLEIBEN IM BETREUUNGSRECHT PRIVILEGIERT

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

Quelle: DZ BANK

DIGITALE PFANDBRIEFE

Was sind die rechtlichen Grundlagen für digitale Wertpapiere in Deutschland?

Im Juni 2021 wurden in Deutschland mit dem Gesetz zur Einführung von elektronischen Wertpapieren (eWpG) die rechtlichen Grundlagen für digitale Wertpapiere geschaffen. Das eWpG wird durch die im Oktober 2022 erlassene Verordnung über die Anforderungen an das elektronische Wertpapierregister (eWpRV) ergänzt. Seitdem hat der Emittent die Wahl seine Wertpapiere in Form einer physischen Urkunde oder als digitalen Datensatz zu begeben. Das eWpG sieht keine bestimmte Technologie vor, die der Emittent für seine elektronischen Wertpapiere verwenden muss. Das digitale Wertpapier entsteht in jedem Fall durch die Eintragung in ein elektronisches Wertpapierregister. Als Register kommen zentrale Register bei Wertpapiersammelstellen beziehungsweise -verwahrern oder Kryptowertpapierregister in Frage. Für das Führen eines Kryptowertpapierregisters wird eine Lizenz benötigt, die die BaFin erteilt. Darüber hinaus ist für die Verwahrung und Verwaltung von Krypto-Werten (Token) eine Kryptoverwahrlicenz erforderlich (siehe „Digitale Pfandbriefe“ auf pfandbrief.market von März 2024).

Anfang Juli 2024 hatte die KfW eine Blockchain-basierte Anleihe aufgelegt (Details siehe hier). Anfang August 2024 folgte die Berlin Hyp mit dem ersten digitalen Pfandbrief (Blockchain Pfandbrief). Laut einer auf der Internetseite der BaFin veröffentlichten Liste aller unter dem eWpG bislang emittierten Anleihen wurden bis zum 9. August 2024 insgesamt 108 Kryptowertpapiere aufgelegt (siehe hier). Die KfW hatte für ihre digitale Anleihe die öffentliche Plattform Polygon verwendet. Für den ersten digitalen Pfandbrief wurde eine private Plattform benutzt, bei der Zugriffsrechte benötigt werden, um bestimmte Informationen einsehen zu können. Dadurch können auf privaten Plattformen die Daten besser geschützt werden. Auf öffentlichen Plattformen können von den Teilnehmenden der Plattform mehr Daten ohne besondere Berechtigungen eingesehen werden.

eWpG legt rechtliche Grundlagen für digitale Pfandbriefe

Der erste digitale Pfandbrief wurde im August 2024 aufgelegt

ERSTER BLOCKCHAIN COVERED BOND WURDE 2019 VON SOCIÉTÉ GÉNÉRALE SFH AUFGELEGT, DANACH WURDE ES ABER ZUNÄCHST WIEDER RUHIG

Der erste Blockchain Covered Bond wurde am 18. April 2019 von Société Générale SFH begeben. Der Emittent hatte die Obligation à l'Habitat im Volumen von 100 Mio. Euro einbehalten. Damals hatte Société Générale SFH für ihr Testgeschäft die öffentliche Blockchain Plattform Ethereum verwendet.

Quelle: DZ BANK

Gibt es besondere Regelungen für digitale Pfandbriefe im PfandBG?

Um den digitalen Pfandbrief zu ermöglichen, musste zuerst noch das PfandBG geändert werden. Der Treuhänder muss vor Emission eines neuen Pfandbriefs bestätigen, dass dafür eine ausreichend hohe Deckungsmasse vorhanden ist. Diese schriftliche Treuhänderbestätigung wird bei analogen Pfandbriefen an den Zentralverwahrer geschickt, bei dem auch die Globalurkunde für den betreffenden Pfandbrief liegt. Für digitale Pfandbriefe wurde nach Erlass des eWpG das PfandBG ergänzt, damit die Treuhänderbestätigung auch elektronisch abgegeben werden kann.

Änderung im PfandBG ermöglicht digitalen Pfandbrief

FÜR DEN DIGITALEN PFANDBRIEF WAR NOCH EINE ÄNDERUNG IM PFANDBRIEFGESETZ NOTWENDIG

§ 8 Absatz 3 PfandBG: „Bei einem Pfandbrief, der als elektronisches Wertpapier (...) begeben werden soll, ist die Bescheinigung (...) vor Eintragung des Pfandbriefs in ein elektronisches Wertpapierregister bei derselben registerführenden Stelle (...) niederzulegen, bei der auch die Emissionsbedingungen des Pfandbriefs niedergelegt sind.“

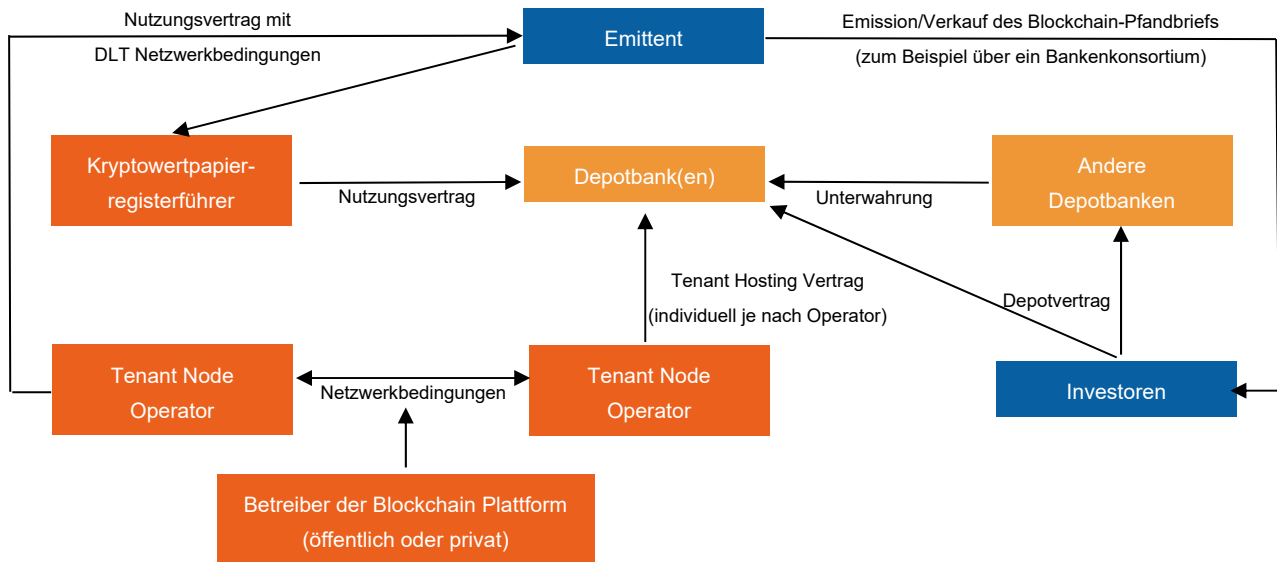
Quelle: Pfandbriefgesetz, DZ BANK

Darf die Blockchain-Technologie für digitale Pfandbriefe genutzt werden?

Weder das eWpG noch das PfandBG geben eine Technologie vor, die für digitale Pfandbriefe benutzt werden muss. Es könnte zum Beispiel, wie bereits erfolgt, die Blockchain-Technologie genutzt werden. Allgemein gesprochen ist eine Blockchain eine Distributed Ledger Technologie (DLT), mit welcher Daten in dezentralen Computer-Netzwerken verwaltet werden. Mit kryptografischen Methoden werden in dieser Datenbank Veränderungen, die zum Beispiel eine Anleihe betreffen, in Blöcken chronologisch geordnet gespeichert. Diese Blöcke sind in einem Register (Ledger) zusammengefasst (siehe DZ BANK Studie „Blockchain: Ein Erklärungsversuch“ vom 24. Januar 2018). Ein Vorteil von Blockchain ist, dass Transaktionen in Echtzeit und damit viel schneller als bei herkömmlichen Abwicklungsverfahren erfolgen können. Die neue Technologie verspricht auch kostengünstiger zu sein, weil die Teilnehmer auf der Plattform direkt untereinander und ohne Intermediäre handeln können (siehe DZ BANK Studie „Einsatz von Blockchain bei Banken“ vom 29. März 2018).

Blockchain als eine mögliche Technologie für digitale Pfandbriefe

DIGITALER PFANDBRIEF MIT BLOCKCHAIN-TECHNOLOGIE: WER IST BETEILIGT?



Quelle: Berlin Hyp, DZ BANK

Investoren müssen nicht selbst auf der Blockchain-Plattform registriert sein, um mit einem digitalen Pfandbrief zu handeln. Voraussetzung ist aber, dass die Depotbank des Investors Zugang zur für die Anleihe relevanten Blockchain-Plattform hat oder dass eine andere Depotbank mit einer Depotbank mit entsprechendem Blockchain-Zugang einen Vertrag zur Unterverwahrung des digitalen Wertpapiers geschlossen hat. Dadurch könnte nach unserer Ansicht vermieden werden, dass sich alle Investoren bei allen relevanten Blockchain-Plattformbetreibern registrieren müssen.

Zugang zu Blockchain-Plattformen

Welche Gemeinsamkeiten und Unterschiede gibt es bei analogen und digitalen Pfandbriefen?

Investoren von Blockchain-Pfandbriefen genießen die gleichen Rechte wie Investoren von analogen Pfandbriefen. Das heißt, alle Schutzbestimmungen im PfandBG betreffen analoge und digitale Pfandbriefe gleichermaßen. Der Emittent ist in beiden Fällen eine Pfandbriefbank. Momentan gibt es aber noch nicht die technischen Voraussetzungen dafür, dass digitale Pfandbriefe bei der Europäischen Zentralbank als Sicherheiten hinterlegt werden können. Wir erwarten aber, dass die EZB dafür künftig eine Lösung finden wird. An den schweizerischen Börsen SIX Swiss Exchange (SIX) und SIX Digital Exchange (SDX) gibt es bereits die Möglichkeit, digitale Wertpapiere zu handeln (Beispiel siehe hier). Dies könnte möglicherweise auch eine Blaupause für Börsen in der Eurozone sein. Nach unserem Kenntnisstand wurde das schweizerische Modell in der Eurozone aber bislang nicht umgesetzt. Eine weitere Frage betrifft das Risikogewicht von digitalen Pfandbriefen. Der Baseler Ausschuss hat Bedenken bezüglich digitaler Vermögenswerte aufgrund technischer Risiken geäußert, die nach unserem Verständnis vor allem öffentliche Blockchain-Plattformen betreffen. Als Konsequenz könnten digitalen Wertpapieren, inklusive Pfandbriefen, auf öffentlichen Blockchain-Plattformen höhere Risikogewichte drohen. Bislang wurde dazu nach unserem Kenntnisstand allerdings noch nicht das letzte Wort gesprochen. Moody's hat bei seinem Rating keine Unterscheidung zwischen dem ersten digitalen Pfandbrief und den analogen Pendanten des Emittenten gemacht.

Analoge und digitale Pfandbriefe haben viel gemein, es gibt aber auch Unterschiede

UNTERSCHIEDE UND GEMEINSAMKEITEN VON ANALOGEN UND DIGITALEN PFANDBRIEFEN

| | Analoge Pfandbriefe | Digitale Pfandbriefe |
|----------------------------------|--|---|
| Fällt unter das Pfandbriefgesetz | ja | ja |
| Emittent | Pfandbriefbank gemäß Pfandbriefgesetz | Pfandbriefbank gemäß Pfandbriefgesetz |
| Form | Physische Urkunde (in der Regel Globalurkunde) | Digitaler Datensatz |
| EZB-Fähigkeit | Möglich | Die technischen Voraussetzungen müssen von der EZB noch geschaffen werden |
| Handel an einer Börse | Möglich | In der Eurozone müssen dafür noch die technischen Voraussetzungen geschaffen werden |

Quelle: DZ BANK

UNSERE EINSCHÄTZUNG

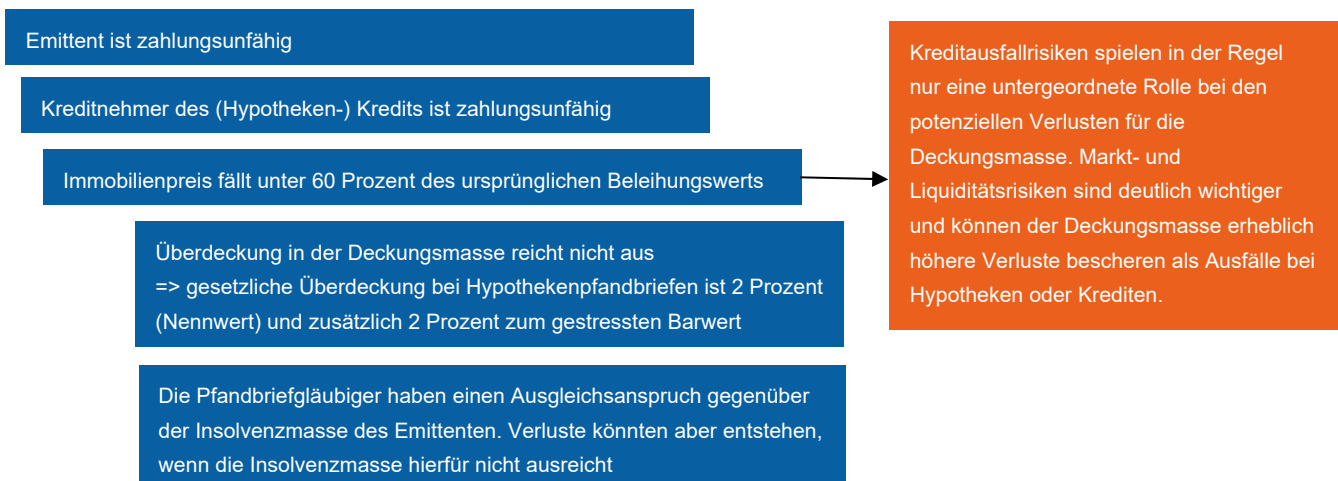
Das PfandBG bietet dem Pfandbriefgläubiger – auch im internationalen Vergleich – ein hohes Schutzniveau. Die seit Schaffung des PfandBG im Jahre 2005 immer wieder daran vorgenommenen Änderungen unterstreichen, dass der Gesetzgeber bestrebt ist, auf die sich ändernden Rahmenbedingungen zu reagieren und die rechtlichen Regelungen für die deutschen Pfandbriefe zeitgemäß anzupassen. Dieses Phänomen ist nicht neu. Der Gesetzgeber setzt damit lediglich den eingeschlagenen Kurs seit Einführung des Hypothekendarlehensgesetzes fort, auch wenn die Frequenz der Novellierungen und die Regelungsdichte des PfandBG im Vergleich zu den Zeiten des Hypothekendarlehensgesetzes aus dem Jahr 1899 zugenommen haben. Gleichzeitig ist es nach unserer Auffassung gut, dass der Gesetzgeber bislang bewährte Regelungen immer wieder auf den Prüfstand stellt und gegebenenfalls an das sich fortlaufend wandelnde aufsichtsrechtliche Umfeld und neue Marktstandards angleicht.

Anpassungsfähigkeit des deutschen Pfandbriefs ist eine Stärke

Ratingagenturen sehen dies ähnlich. Moody's hebt zum Beispiel positiv hervor, dass die Qualität der Überdeckung bei deutschen Pfandbriefen sehr hoch sei, weil sich die Überdeckung nur aus qualifizierten Deckungswerten zusammensetzen darf. Dies wäre im internationalen Vergleich nicht überall der Fall. Auch Fitch lobt die Regelungen im Pfandbriefgesetz, durch welche Investoren besonders geschützt werden. Am Beispiel des Hypothekendarlehensbriefs hebt Fitch in der Studie „What Investors Want to Know: Commercial Real Estate Exposure in German Pfandbriefe“ vom 11. März 2024 hervor, dass viel zusammenkommen muss, bevor ein Pfandbriefgläubiger Verluste erleiden würde. Zunächst müssten der Pfandbriefemittent und die Kreditnehmer der Darlehen in der Deckungsmasse zahlungsunfähig sein. Darüber hinaus müssten die Immobilienpreise so stark fallen, dass die Gebäude für die Hypothekendarlehenskredite unter 60 Prozent ihres Beleihungswerts fallen (wobei der Beleihungswert nie über und teilweise deutlich unter dem Marktwert der Immobilie liegt). Damit die Pfandbriefgläubiger Verluste erleiden, müsste zusätzlich die Überdeckung in der Deckungsmasse nicht ausreichen, um die Verluste aus den Kreditausfällen auszugleichen, und der Ausgleichsanspruch der Pfandbriefgläubiger an die Insolvenzmasse müsste ebenfalls ins Leere gehen. Diese Sicherheitskaskade verdeutlicht unserer Meinung nach sehr gut das hohe Schutzniveau, welches Pfandbriefe bieten.

Stärken im deutschen Pfandbriefrecht begrenzen die Risiken

WAS MUSS GESCHEHEN, DAMIT EIN PFANDBRIEFGLÄUBIGER VERLUSTE ERLEIDET?



Durch die 2022 in Kraft getretenen Änderungen im deutschen Pfandbriefrecht wird der Status der Hypothekendarfandbriefe, Öffentlichen Darfandbriefe und Schiffsdarfandbriefe als Europäische gedeckte Schuldverschreibung (Premium) sichergestellt. Dies belegt, dass aufgrund der regelmäßigen Anpassungen des Darfandbriefrechts ein modernes Rahmenwerk zur Verfügung steht, welches den aktuellen internationalen Standards entspricht beziehungsweise sogar als Vorbild hierfür angesehen werden kann.

DarfandBG mit Vorbildfunktion

GLOSSAR ZU BEGRIFFEN AUS ÜBER 250 JAHREN PFANDBRIEFGESCHICHTE

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

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

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

Moderne Pfandbriefe gemäß Pfandbriefgesetz (nach 2005)

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

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

Marktrelevante Unterscheidungskriterien für Pfandbriefe

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

| | |
|--|--|
| Blockchain-Pfandbrief (digitaler Pfandbrief, Krypto-Pfandbrief) | Blockchain ist eine Distributed Ledger Technologie (DLT), mit welcher Daten in dezentralen Computer-Netzwerken verwaltet werden. Mit kryptografischen Methoden werden in dieser Datenbank Veränderungen, die zum Beispiel eine Anleihe betreffen, in Blöcken chronologisch geordnet gespeichert. Diese Blöcke sind in einem Register (Ledger) zusammengefasst. Ein Vorteil von Blockchain ist, dass Transaktionen in Echtzeit und damit schneller als bei herkömmlichen Abwicklungsverfahren erfolgen können. Die rechtlichen Grundlagen für Blockchain-Pfandbriefe bildet in Deutschland das Gesetz zur Einführung von elektronischen Wertpapieren (eWpG) von 2021. Ansonsten genießen Investoren von Blockchain-Pfandbriefen die gleichen Rechte wie Investoren von analogen Pfandbriefen. |
| Inhaberpfandbrief | Inhaberpfandbriefe sind frei handelbare Wertpapiere und können durch eine Urkunde verbrieft werden. Zur Übertragung eines Inhaberpfandbriefs ist die vorherige Genehmigung des Emittenten nicht erforderlich. |
| Namenspfandbrief | Namenspfandbriefe unterscheiden sich von Inhaberpfandbriefen dadurch, dass sie individuell nach den Bedürfnissen des Investors und auf seinen Namen emittiert werden. Dadurch sind sie wiederum nicht fungibel und eine Übertragung auf andere Investoren ist mit Aufwand verbunden. |
| Traditioneller Pfandbrief | Traditionelle Pfandbriefe weisen ein Emissionsvolumen von unter 500 Mio. Euro auf. Für sie wird im Gegensatz zu Benchmark- oder Jumbo-Pfandbriefen kein Market-Making von mindestens drei Banken angeboten. Darunter fallen unter anderem auch sogenannte Sub-Benchmarks, bei denen das Emissionsvolumen mindestens 250 Mio. Euro - eine für die Mindestliquiditätsquote relevante Emissionsgröße - beträgt. In der Regel finden sich in dieser Kategorie privatplatzierte Anleihen, darunter nicht zuletzt Namenspfandbriefe. |
| Benchmark-Pfandbrief | Benchmark-Pfandbriefe haben ein Emissionsvolumen von mindestens 500 Mio. Euro und werden öffentlich platziert. Die an der Platzierung beteiligten Syndikatsbanken verpflichten sich auch später nach Emission, auf Anfrage Geld- und Briefkurse zu quotieren. Benchmark-Pfandbriefe mit einem Emissionsvolumen von 1 Mrd. Euro oder mehr werden auch als Jumbo-Pfandbriefe bezeichnet. Benchmark-Pfandbriefe wurden im Zuge des ersten Covered Bond Kaufprogramms (CBPP1) der EZB populär und wurden in der Anfangszeit auch als Jumboliños bezeichnet. Markt nimmt auf Euro lautende Benchmark-Pfandbriefe (oder Benchmark-Covered-Bonds) in seinen iBoxx € Covered Index auf, wenn sie eine Mindestlaufzeit von mehr als einem Jahr und ein Investmentgrade-Rating verfügen. |
| Jumbo-Pfandbrief | Jumbo-Pfandbriefe haben ein Mindestvolumen von 1 Mrd. Euro und werden öffentlich platziert. Die an der Platzierung beteiligten Syndikatsbanken verpflichten sich auch später nach Emission, auf Anfrage Geld- und Briefkurse zu quotieren. Wie Benchmark-Pfandbriefe qualifizieren sich auch Jumbo-Pfandbriefe für zum Beispiel den iBoxx € Covered Index, wenn sie auch die entsprechenden Kriterien für die verbleibende Mindestlaufzeit und -rating erfüllen. |
| Sub-Benchmark-Pfandbrief | Sub-Benchmark-Pfandbriefe haben ein Emissionsvolumen von weniger als 500 Mio. Euro aber mindestens 250 Mio. Euro. Diese Schwelle ist im Rahmen der Vorschriften für die Mindestliquiditätsquote von Banken wichtig, weil sich Covered Bonds mit einem Emissionsvolumen von mindestens 250 Mio. Euro unter bestimmten Voraussetzungen wie Rating als Level 2A Aktiva qualifizieren. |
| Fremdwährungspfandbrief | Typischerweise lauten Pfandbriefe auf Euro, die in Deutschland geltende Währung. Sie können jedoch auch auf andere Währungen lauten. Pfandbriefe, die nicht auf Euro denominated sind, werden auch aus deutscher Sicht Fremdwährungspfandbriefe genannt. |
| Zerokupon-Pfandbrief | Für die Überlassung von Geld werden Zinsen gezahlt, die bei Anleihen wie Pfandbriefen die Form eines Kupons (mit fester oder variabler Verzinsung) annehmen. Falls ein Pfandbrief einen Kupon von 0 Prozent (beziehungsweise Zerokupon) aufweist, besteht der Zugewinn für den Investor für das für die Laufzeit des Pfandbriefs überlassene Geld in der Differenz zwischen Ausgabekurs zum Kauf- oder Emissionszeitpunkt und dem Rückzahlungsbetrag bei Fälligkeit des Pfandbriefs. Aufgrund des seit 2019 allgemein sehr niedrigen Zinsniveaus können Situationen entstehen, bei denen die Pfandbriefe mit einem Agio ausgegeben werden (über par) und zu par getilgt werden, obwohl es während der Laufzeit der Anleihe keine Kuponzahlungen gibt. In diesen Fällen ist die (Emissions-) Rendite des Pfandbriefs negativ. Der Vorteil für den Investor besteht lediglich darin, dass andere ähnlich sichere Anlageformen zu höheren Verlusten führen. |

Quelle: Verband deutscher Pfandbriefbanken, DZ BANK

Besondere Rückzahlungsvereinbarungen bei Pfandbriefen in den vergangenen 250 Jahren

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

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

Pfandbriefe mit gesellschaftlichem Einfluss

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

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

Impressum

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

Herausgeber:
DZ HYP AG

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

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

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

Vertreten durch den Vorstand:
Sabine Barthauer (Vorsitzende), Jörg Hermes, Stefan Schrader

Aufsichtsratsvorsitzender: Johannes Koch

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

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

Umsatzsteuer Ident. Nr.: DE 811141281

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

Verantwortlich für den Inhalt:
Anke Wolff, Bereichsleiterin Kommunikation,
Marketing & Veranstaltungen

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

I. Pflichtangaben für Sonstige Research-Informationen und weiterführende Hinweise

1. Verantwortliches Unternehmen

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

2. Zuständige Aufsichtsbehörden

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

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

3. Unabhängigkeit der Analysten

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

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

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

4.1 Aussagen über isolierte Aspekte einer Investitionsentscheidung

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

4.2 Nachhaltigkeitsanalyse

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

4.3 Aktienindizes

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

4.4 Währungsräume

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

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

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

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

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

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

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

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

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

4.6 Derivate

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

4.7 Rohstoffe

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

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

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

4.8 Credit Trend Emittenten

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

5. Aktualisierungen und Geltungszeiträume für Sonstige Research Informationen

- 5.1 Die Häufigkeit der Aktualisierung von Sonstigen Research-Informationen hängt von den jeweiligen makroökonomischen Rahmenbedingungen, den aktuellen Entwicklungen der relevanten Märkte, von Maßnahmen der Emittenten, von dem Verhalten der Handelsteilnehmer, der zuständigen Aufsichtsbehörden und der relevanten Zentralbanken sowie von einer Vielzahl weiterer Parameter ab. Die nachfolgend genannten Zeiträume geben daher nur einen unverbindlichen Anhalt dafür, wann mit einer neuen Anlageempfehlung gerechnet werden kann.
- 5.2 Eine Pflicht zur Aktualisierung Sonstiger Research-Informationen besteht nicht. Wird eine Sonstige Research Information aktualisiert, ersetzt diese Aktualisierung die bisherige Sonstige Research Information mit sofortiger Wirkung.
 Ohne Aktualisierung enden / verfallen Bewertungen / Aussagen mit Ablauf der nachfolgend genannten Geltungszeiträume. Diese beginnen mit dem Tag der Publikation.
- 5.3 Die Geltungszeiträume für Sonstige Research-Informationen sind bei:
- | | |
|---|------------------------|
| Nachhaltigkeitsanalysen: | zwölf Monate |
| Analysen nach dem Value-Ansatz: | ein Monat |
| Analysen zur Asset Allokation (DZ BANK Muster-Portfolio): | ein Monat |
| Euro-Stoxx-Branchenstrategie (DZ BANK Sektorfavoriten): | ein Monat |
| Dividenden (DZ BANK Dividendenaristokraten): | drei Monate |
| Credit Trend Emittenten: | zwölf Monate |
| Aktienindizes (fundamental): | drei Monate |
| Aktienindizes (technisch / Chartanalyse): | eine Woche |
| Aktienindizes (technical daily): | Publikationstag |
| Währungsräume: | sechs bis zwölf Monate |
| Allokation von Marktsegmenten: | ein Monat |
| Ländergewichtungsempfehlungen für Covered Bonds: | sechs Monate |
| Derivate (Bund-, Bobl-, Schatz-, Buxl-Future): | ein Monat |
| Rohstoffe: | ein Monat |
- 5.4 Auch aus Gründen der Einhaltung aufsichtsrechtlicher Pflichten können im Einzelfall Aktualisierungen Sonstiger Research-Informationen vorübergehend und unangekündigt unterbleiben.
- 5.5 Sofern Aktualisierungen zukünftig unterbleiben, weil ein Objekt nicht weiter analysiert werden soll, wird dies in der letzten Publikation mitgeteilt oder, falls eine abschließende Publikation unterbleibt, werden die Gründe für die Einstellung der Analyse gesondert mitgeteilt.

6. Vermeidung und Management von Interessenkonflikten

- 6.1 Das DZ BANK Research verfügt über eine verbindliche Conflicts of Interest Policy, die sicherstellt, dass relevante Interessenkonflikte der DZ BANK, der DZ BANK Gruppe, der Analysten und Mitarbeiter des Bereichs Research und Volkswirtschaft und der ihnen nahestehenden Personen vermieden werden oder, falls diese faktisch nicht vermeidbar sind, angemessen identifiziert, gemanagt, offengelegt und überwacht werden. Wesentliche Aspekte dieser Policy, die kostenfrei unter www.dzbank.de/Pflichtangaben eingesehen und abgerufen werden kann, werden nachfolgend zusammengefasst.
- 6.2 Die DZ BANK organisiert den Bereich Research und Volkswirtschaft als Vertraulichkeitsbereich und schützt ihn durch Chinese Walls gegenüber anderen Organisationseinheiten der DZ BANK und der DZ BANK Gruppe. Die Abteilungen und Teams des Bereichs, die Finanzanalysen erstellen, sind ebenfalls mittels Chinese Walls, räumlichen Trennungen sowie durch eine Closed Doors und Clean Desk Policy geschützt. Über die Grenzen dieser Vertraulichkeitsbereiche hinweg darf in beide Richtungen nur nach dem Need-to-Know-Prinzip kommuniziert werden.
- 6.3 Der Bereich Research und Volkswirtschaft verbreitet keine Research-Publikationen zu Emissionen der DZ BANK oder zu von Unternehmen der DZ BANK Gruppe emittierten Finanzinstrumenten.
- 6.4 Die Mitarbeiter des Bereichs Research und Volkswirtschaft und die ihnen nahestehenden Personen dürfen grundsätzlich nicht unbeschränkt in Finanzinstrumente investieren, die von ihnen durch Finanzanalysen gecovert werden. Für Rohstoffe und Währungen hat die DZ BANK, basierend auf dem jeweiligen Jahres-Bruttogehalt des Mitarbeiters, ebenfalls eine Obergrenze definiert, die nach Auffassung der DZ BANK persönliche Interessenkonflikte der Mitarbeiter auch bei der Erstellung von Sonstigen Research-Publikationen ausschließt.
- 6.5 Insbesondere durch die in Absatz 6.2 bezeichneten und die weiteren in der Policy dargestellten Maßnahmen werden auch weitere, theoretisch denkbare informationsgestützte persönliche Interessenkonflikte von Mitarbeitern des Bereichs Research und Volkswirtschaft sowie der ihnen nahestehenden Personen vermieden.
- 6.6 Die Vergütung der Mitarbeiter des Bereichs Research und Volkswirtschaft hängt weder insgesamt, noch in dem variablen Teil direkt oder wesentlich von Erträgen aus dem Investmentbanking, dem Handel mit Finanzinstrumenten, dem sonstigen Wertpapiergeschäft und / oder dem Handel mit Rohstoffen, Waren, Währungen und / oder von Indizes der DZ BANK oder der Unternehmen der DZ BANK Gruppe ab.
- 6.7 Die DZ BANK sowie Unternehmen der DZ BANK Gruppe emittieren Finanzinstrumente für Handel, Hedging und sonstige Investitionszwecke, die als Basiswerte auch vom DZ BANK Research gecoverte Finanzinstrumente, Rohstoffe, Währungen, Benchmarks, Indizes und / oder andere Finanzkennzahlen in Bezug nehmen können. Diesbezügliche Interessenkonflikte werden im Bereich Research und Volkswirtschaft insbesondere durch die genannten organisatorischen Maßnahmen vermieden.

7. Adressaten, Informationsquellen und Nutzung

7.1 Adressaten

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

7.2 Wesentliche Informationsquellen

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

Wesentliche Informationsquellen für Research-Publikationen sind:

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

7.3 Keine individuelle Investitionsempfehlung

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

8. Zusammenfassungen von Methoden und Verfahren

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

II. Rechtliche Hinweise

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Ergänzende Information von Markit Indices Limited

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

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

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

STANDORTE DER DZ HYP

Hauptstandort Hamburg

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

Hauptstandort Münster

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

Standort Berlin

Pariser Platz 3
10117 Berlin

Standort Hannover

Berliner Allee 5
30175 Hannover

Standort München

Türkenstraße 16
80333 München

Standort Düsseldorf

Ludwig-Erhard-Allee 20
40227 Düsseldorf

Standort Kassel

Mauerstraße 11
34117 Kassel

Standort Nürnberg

Am Tullnaupark 4
90402 Nürnberg

Standort Frankfurt

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

Standort Leipzig

Richard-Wagner-Straße 9
04109 Leipzig

Standort Stuttgart

Heilbronner Straße 41
70191 Stuttgart



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

DZ HYP AG

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

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

dzhyp.de