

Eine Fachthemenreihe der DZ HYP | November 2024

DER DEUTSCHE PFANDBRIEFMARKT 2024 | 2025

Aktuelle Entwicklungen
im Umfeld sinkender Zinsen

dzhyp.de

INHALT

- 2 **Vorwort**
- 4 **Marktentwicklungen**
 - 4 Die restriktive Geldpolitik fordert ihren Tribut
 - 7 Der lange Schatten von CBPP3 auf dem Covered Bond Markt
 - 10 Besseres Emissionsklima, aber noch nicht gut
 - 17 Zweite Zinswende seit 2022
 - 21 Pfandbrief-Ratings bleiben auf hohem Niveau
 - 22 **Markt für nachhaltige Pfandbriefe**
 - 22 Aktuelle Entwicklungen
 - 25 Verschiedene Blickwinkel auf das Nachhaltigkeitsthema
 - 35 **Anleiheübersicht**
- 36 **Impressum**
- 41 **Standorte der DZ HYP**

VORWORT

Sehr geehrte Damen und Herren,

die Europäische Zentralbank hat im Sommer 2024 die zweite Zinswende innerhalb von zwei Jahren eingeläutet, indem sie die Leitzinsen senkte. Gleichzeitig tritt das deutsche Wirtschaftswachstum auf der Stelle. In diesem Umfeld beginnt sich der Markt für wohnwirtschaftlich genutzte Immobilien in Deutschland langsam wieder zu erholen. Mit dem Hypothekenpfandbrief steht den deutschen Banken ein bewährtes Refinanzierungsinstrument zur Verfügung, mit dem Immobilienkredite refinanziert werden können.

Wir blicken im Rahmen dieser Studie aus verschiedenen Perspektiven auf den Markt für Pfandbriefe, dessen Umlaufvolumen inzwischen über 400 Milliarden Euro beträgt. Getragen wird das kleine, aber stete Wachstum in den vergangenen Jahren vor allem durch die Hypothekenpfandbriefe. Wer sind die Investoren und warum sind Pfandbriefe ein interessantes Investment? Diese Fragen finden in dieser Studie ebenfalls Berücksichtigung.

Das Thema Nachhaltigkeit bleibt wichtig, auch für den Pfandbriefmarkt. Wir geben deshalb ausführliche Hintergrundinformationen zu den Anforderungen an Grüne und Soziale Pfandbriefe und ordnen die nationalen Branchenstandards in verschiedene internationale Rahmenwerke wie die EU-Taxonomie ein. Darüber hinaus legen wir dar, wie sich der Markt für nachhaltige Pfandbriefe in den vergangenen Jahren entwickelt hat.

Der Pfandbriefmarktbericht 2024/2025 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

- » **Zentralbanken läuten mit Zinssenkungen die zweite Wende seit 2022 ein, eine expansive Geldpolitik ist jedoch nicht zu erwarten.**
- » **Von Hypothekendarfbriefen kamen im ersten Halbjahr 2024 Wachstumsimpulse, der Markt wuchs insgesamt auf 403,4 Mrd. Euro.**
- » **Nachhaltige Darfbriefe feierten im September 2024 ihren zehnten Geburtstag.**

Zusammenfassung

Die US-amerikanische Zentralbank hat ihren Zinssenkungszyklus im September 2024 mit einem großen Schritt von 50 Basispunkten und damit ein paar Monate nach der Europäischen Zentralbank (EZB) begonnen. Die Geldpolitik der beiden Zentralbanken dürfte aller Erwartung nach in den kommenden Monaten schrittweise weniger restriktiv werden. Ein Schwenk hin zu einer expansiven Geldpolitik ist bis Ende 2025 gleichwohl nicht zu erwarten.

Das Neuemissionsvolumen von Darfbriefen scheint sich 2024 zu normalisieren, nachdem es in den Vorjahren einige Sonderfaktoren gab, welche die Primärmarktaktivitäten in die eine oder andere Richtung getrieben haben. Neben dem dritten Covered Bond Kaufprogramm der EZB zählten sicherlich auch die gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte zu diesen Sonderfaktoren. Der Darfbriefmarkt ist zum 30. Juni 2024 auf ein Volumen von 403,4 Mrd. Euro angewachsen. Das Volumen von Öffentlichen Darfbriefen blieb mit 102 Mrd. Euro nahezu konstant, während die Hypothekendarfbriefe weiterhin leichte Wachstumsimpulse gaben. Hypothekendarfbriefe erreichten zur Jahresmitte ein Umlaufvolumen von 300 Mrd. Euro. Das Gesamtvolumen des liquiden Benchmark-Segments stieg Ende Juni 2024 auf 205 Mrd. Euro.

Im September 2014 wurde der erste nachhaltige Darfbrief, zugleich der erste nachhaltige Covered Bond überhaupt, aufgelegt. Damit konnte dieses noch recht junge Marktsegment im September 2024 seinen zehnten Geburtstag feiern. Nachhaltige Covered Bonds sind mit einem Anteil an den Neuemissionen von etwa 10 Prozent nach wie vor ein eher knappes Gut und bei Investoren beliebt. Sie dürften es unserer Meinung nach auch bleiben. Für sie gibt es im Vergleich zu konventionellen Covered Bonds eine etwas breitere Investorenbasis, weil mit ihnen auch Anleger erreicht werden, die ausschließlich in nachhaltige Vermögenswerte investieren. Allerdings hat sich die höhere Nachfrage nach nachhaltigen Covered Bonds nach wie vor nicht in nennenswerte Spreadprämien umgemünzt. Der Fakt, dass nachhaltige und konventionelle Darfbriefe auf einem ähnlichen Spreadniveau handeln, bedeutet aus Investorensicht, dass Grüne und Soziale Darfbriefe derzeit zum Schnäppchenpreis zu haben sind.

MARKTENTWICKLUNGEN

Die restriktive Geldpolitik fordert ihren Tribut

Im Jahr 2022 schleusten viele Zentralbanken diesseits und jenseits des Atlantiks ihre Leitzinsen in großen Schritten nach oben, um damit der hohen Inflation zu begegnen. Inzwischen sind die Inflationsraten deutlich zurückgegangen und die Zentralbanken haben jüngst damit begonnen, ihre Leitzinsen wieder zu reduzieren. Dennoch dürfte die restriktive Geldpolitik in den westlichen Industrieländern dazu beigetragen haben, dass die Weltwirtschaft sich abgekühlt hat und aktuell nur noch unterdurchschnittlich wächst. Dafür gibt es neben der Zinsentwicklung weitere Gründe.

Da wäre zunächst die größte Volkswirtschaft der Welt, die Vereinigten Staaten von Amerika (USA), in der es in den vergangenen Jahren vor dem Hintergrund der rasch gestiegenen Zinsen Rezessionssorgen gab. Bislang hatte vor allem die starke Verfassung des US-amerikanischen Arbeitsmarkts ein Abgleiten in die Rezession verhindert. Diese Konjunkturstütze scheint aber im dritten Quartal 2024 Risse bekommen zu haben. Der Aufbau neuer Stellen hatte sich in den Sommermonaten verlangsamt. Gleichzeitig ging die Zahl der offenen Stellen zurück und die Arbeitslosenquote stieg. Insgesamt hat sich damit der Überhang an offenen Stellen abgebaut, sodass sich das Arbeitsangebot und die Arbeitsnachfrage der Unternehmen wieder besser ausgleichen. Die durch den Arbeitskräftemangel ausgelöste Überhitzung am US-amerikanischen Arbeitsmarkt baute sich damit ab. Mit einer Arbeitslosenquote von leicht über 4 Prozent herrscht in den USA immer noch Vollbeschäftigung. Allerdings gab der unerwartete Anstieg der Arbeitslosenquote in den Sommermonaten für viele Marktteilnehmer Anlass zur Sorge. Insgesamt gehen die Volkswirte der DZ BANK davon aus, dass sich das Wachstum in den USA im zweiten Halbjahr aufgrund geringerer Konsumentennachfrage zwar abschwächt. Gleichzeitig dürften die Wachstumsraten leicht positiv bleiben.

Hohe Zinsen sind nicht der einzige Grund für das unterdurchschnittliche Wachstum

Konjunktursorgen in den USA

Globale Konjunktur kommt nicht in Schwung und Erholung im Euro-Raum stockt Wachstum des Bruttoinlandsprodukts

Angaben in Prozent	2023	2024p	2025p
Euro-Raum	0,4	0,7	1,2
Deutschland	-0,2	0,1	0,9
Frankreich	1,1	1,2	1,1
Italien	1,0	0,7	1,1
Großbritannien	0,1	1,1	1,3
Schweiz	1,3	1,1	1,6
USA	2,5	2,4	1,8
Kanada	1,2	1,1	1,8
Japan	1,7	0,2	1,2
Australien	2,0	1,1	2,1
China	5,2	5,2	4,2
Indien	7,8	7,3	7,4
Türkei	5,1	3,0	2,8
Brasilien	2,9	3,0	2,5
Welt	3,0	3,1	3,2

Quelle: Feri, LSEG, Oxford Economics, p = Prognose DZ BANK

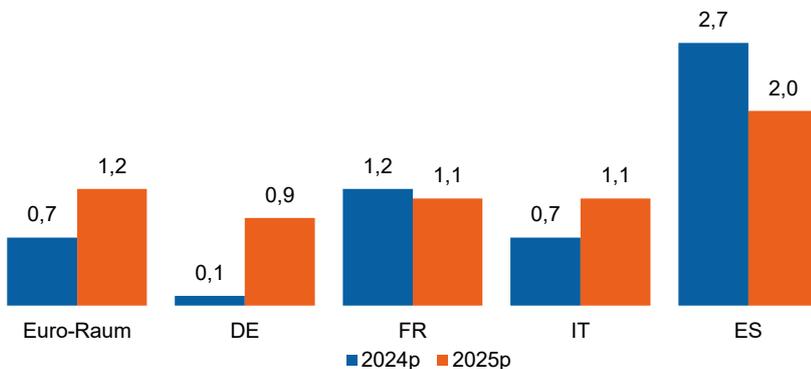
Die Konjunktur in China, der zweitgrößten Volkswirtschaft der Welt, bleibt weiterhin gespalten. Die Binnennachfrage wird seit längerem durch eine Immobilienkrise belastet, die auch den privaten Konsum schwer in Mitleidenschaft gezogen hat. Die von der chinesischen Regierung ergriffenen Maßnahmen haben bislang nicht zu einer Stabilisierung des Immobiliensektors geführt. Die Wohnungsnachfrage und die Bautätigkeit gehen derweil weiter zurück. Trotz dieser Belastungsfaktoren für die chinesische Wirtschaft sorgt der Außenhandel wiederum für positive Beiträge zum Wirtschaftswachstum. Gegen den Trend eines stagnierenden Welthandels hat China seine Ausfuhren deutlich steigern und Anteile auf den globalen Absatzmärkten ausbauen können. Geholfen haben dabei Preisabschläge, die Chinas Exporteure dank staatlicher Subventionen gewähren können. Gleichzeitig treten Chinas Importe derzeit kaum mehr als auf der Stelle, wodurch sich der Außenbeitrag zusätzlich verbessert. Die Importnachfrage wird aber nicht nur durch die schleppende Binnenkonjunktur und den schwachen Konsum belastet. China versucht immer mehr, sich von ausländischen Zulieferungen unabhängig zu machen und diese durch eigene Produkte zu ersetzen. Dies gilt insbesondere im Hightech-Bereich und bei Automobilen. Insgesamt kommen die Volkswirte der DZ BANK zu dem Ergebnis, dass der Abwärtsdruck auf das chinesische Wirtschaftswachstum in den kommenden Quartalen zunehmen wird. Für das Jahr 2025 erwarten die Konjunkturoperaten der DZ BANK nur noch ein Wachstum des Bruttoinlandsprodukts (BIP) von 4,2 Prozent nach 5,2 Prozent im Jahr 2024. Das vergleichsweise hohe Wachstum im laufenden Jahr ist vor allem den Exporten zu verdanken.

Schwache Binnenkonjunktur und starke Exporte zeichnen gemischtes Bild in China

Deutschland ist die drittgrößte Volkswirtschaft weltweit und damit ein wirtschaftliches Schwergewicht innerhalb der Europäischen Union (EU) und im Euro-Raum. Die deutsche Konjunktur ist aktuell jedoch schwach und hinkt anderen europäischen Volkswirtschaften wie Frankreich, Italien oder Spanien hinterher. Es ist nicht nur ein Rädchen, welches im deutschen Wachstumsgetriebe klemmt. Vielmehr ist es ein Dreiklang aus dem privaten Konsum, den Investitionen und den Exporten, die alle im laufenden Jahr nicht so recht in Schwung gekommen sind. Ein Lichtblick ist dagegen der Arbeitsmarkt. Der immer noch stattfindende Beschäftigungsaufbau, gemessen an der Beschäftigungszahl, unterstützt den privaten Konsum. Aufgrund der Lohnzuwächse in den vergangenen Monaten und der inzwischen wieder geringeren Teuerungsrate, könnte sich künftig die Konsumgüternachfrage der privaten Haushalte wieder beleben und damit der Konjunktur hierzulande helfen.

Deutschland hinkt im Vergleich zu anderen europäischen Volkswirtschaften hinterher

**DEUTSCHLAND MIT UNTERDURCHSCHNITTLICHEM WACHSTUM INNERHALB DES EURO-RAUMS
WACHSTUM DES BRUTTOINLANDSPRODUKTS IN PROZENT**



Quelle: DZ BANK, p = Prognose

Die schleppende Konjunktur in Deutschland bremst auch die wirtschaftliche Entwicklung im Euro-Raum. Die Volkswirte der DZ BANK erwarten für 2025 dennoch eine moderate Erholung im Euro-Raum, die von einer leicht positiveren wirtschaftlichen Entwicklung in den großen EU-Mitgliedsländern wie Frankreich, Italien und Spanien profitiert. Die moderate Erholung in Deutschland dürfte 2025 ebenfalls positiv dazu beitragen. Allerdings ist eine deutliche konjunkturelle Belebung im Euro-Raum 2025 nicht zu erwarten. Positive Wachstumsimpulse dürften auch auf europäischer Ebene vom privaten Konsum ausgehen. Die Bauwirtschaft dürfte im nächsten Jahr insgesamt noch nicht wieder deutlich an Fahrt aufnehmen, auch wenn die niedrigere Inflation und die rückläufigen Zinsen positiv wirken.

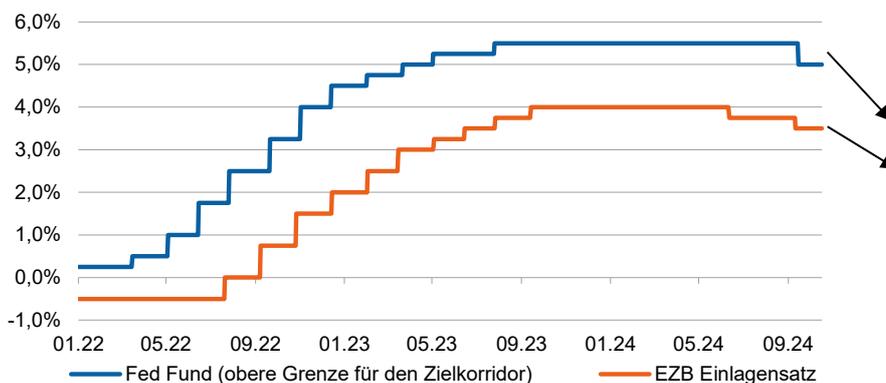
Moderate Erholung im Euro-Raum 2025

EZB hat vor der Fed mit Leitzinssenkungen begonnen

Die US-amerikanische Zentralbank (Federal Reserve, Fed) hat ihren Zinssenkungszyklus im September 2024 mit einem großen Schritt von 50 Basispunkten und damit drei Monate nach der EZB begonnen. Ihr Leitzinsniveau ist nach dieser Entscheidung im Vergleich zum europäischen Leitzins immer noch deutlich höher. Damit ist die amerikanische Geldpolitik derzeit weiterhin restriktiver als im Euro-Raum. Die Zinsanalysten der DZ BANK gehen davon aus, dass die Fed ihre Leitzinsen bis März 2025 bei jeder Sitzung des Board of Governors of the Federal Reserve System um 25 Basispunkte auf ein Niveau von dann 4,25 Prozent reduzieren wird. Danach dürften die US-Währungshüter das Tempo verlangsamen und nur noch quartalsweise ihre Leitzinsen um jeweils 25 Basispunkte nach unten schleusen, sodass sich bis Jahresende 2025 ein Zinskorridor für die Fed Fund Rate von 3,25 bis 3,5 Prozent ergeben dürfte. Dieses Zinsniveau sollte dann mit einer neutralen Geldpolitik vereinbar sein.

Zentralbanken streben neutrales Zinsniveau an

EZB BEGANN IM SOMMER 2024 MIT IHREM ZINSSENKUNGSZYKLUS, FED DÜRFTE BIS MÄRZ 2025 IHREN LEITZINS ETWAS SCHNELLER ALS DIE EZB NACH UNTEN SCHLEUSEN



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Die EZB hatte 2022 im Vergleich zur Fed später mit ihren Leitzinsanhebungen begonnen und ihr Zinsniveau auch nicht so stark nach oben genommen wie ihre amerikanischen Kollegen. Gleichzeitig hat die EZB 2024 etwas früher mit Leitzinssenkungen begonnen, sodass sie insgesamt etwas mehr Zeit hat, die Neuausrichtung ihrer Geldpolitik umzusetzen. Der Einlagensatz der EZB wurde im September und Oktober 2024 um jeweils 25 Basispunkte auf zuletzt 3,25 Prozent reduziert. Außerdem rangiert der Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte seit September wie zuvor angekündigt nur noch 15 Basispunkte über dem Einlagensatz, der dadurch in seiner geldpolitischen Bedeutung aufgewertet werden soll. Nach Ansicht der Zinsanalysten der DZ BANK wird die EZB ihren Einlagensatz in mehreren Schritten von 25 Basispunkten pro Quartal auf 2,25 Prozent bis Herbst

Zinssenkungszyklen könnten Ende 2025 abgeschlossen sein

2025 absenken. Die Marke von 2 Prozent wird derzeit für den Einlagensatz der EZB als das untere Ende eines neutralen Leitzinsniveaus angesehen. Demnach dürfte mit einem Niveau von 2,25 Prozent der Einlagensatz immer noch in neutralen Gefilden sein, wodurch die Gefahr, durch eine zu expansive Geldpolitik der Inflation im Euro-Raum Vorschub zu leisten, begrenzt würde. Diesseits und jenseits des Atlantiks könnten damit Ende 2025 die jeweiligen Zinssenkungszyklen ihren Abschluss finden.

Die Geldpolitik der EZB dürfte aller Erwartung nach in den kommenden Monaten schrittweise weniger restriktiv werden. Ein Schwenk zu einer expansiven Geldpolitik ist bis Ende 2025 gleichwohl nicht zu erwarten, schon gar nicht eine so expansive Geldpolitik wie vor dem Zinsanstieg im Jahr 2022. Die Auswirkungen der expansiven Geldpolitik von damals, die auch Anleihekäufe im großen Stil (inklusive Covered Bonds) beinhaltete, sind nach wie vor am Covered Bond Markt zu spüren.

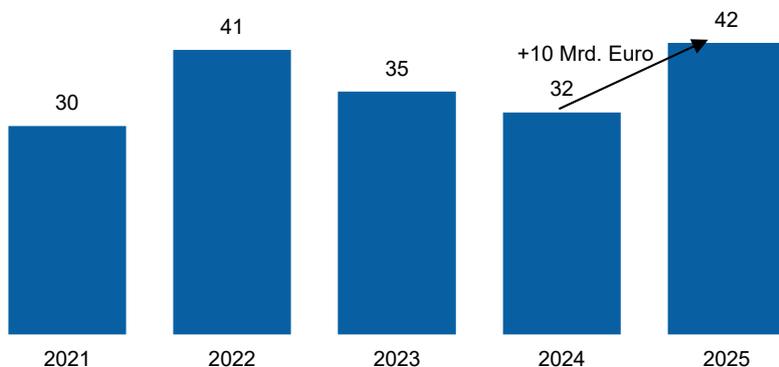
Auswirkungen der Anleihekäufe vor 2022

Der lange Schatten von CBPP3 auf dem Covered Bond Markt

Die EZB hat am 3. September 2024 mal wieder Zahlen zu ihrem dritten Covered Bond Kaufprogramm (CBPP3) veröffentlicht. Seit Juli 2023 kauft die EZB keine Covered Bonds mehr, ihr CBPP3-Portfolio schrumpft deshalb kontinuierlich. So weit, so bekannt. Neu ist, dass die EZB Anfang September angekündigt hat, künftig die anstehenden Fälligkeiten für einen rollierenden Zeitraum von 24 Monaten zu veröffentlichen. Bislang waren es lediglich 12 Monate im Voraus. Die EZB hatte im September Zahlen bis einschließlich Juli 2026 vorgelegt (siehe hier). Im Zeitraum von September 2024 bis einschließlich Juli 2026 stehen demnach 69,5 Mrd. Euro an Fälligkeiten im CBPP3-Portfolio an. Auf 2025 entfallen laut EZB bereits 42,3 Mrd. Euro davon. Zum Vergleich: In den Vorjahren waren es 32,2 Mrd. Euro (Gesamtjahr 2024) und 35,1 Mrd. Euro (Gesamtjahr 2023). Das Fälligkeitsvolumen im CBPP3 Portfolio wird also ansteigen. Der CBPP3-Bestand belief sich Ende August 2024 auf 261,9 Mrd. Euro und wird nach den Zahlen der EZB bis Juli 2026 auf 192,4 Mrd. Euro schrumpfen. Zur Erinnerung: Den Höchststand erreichte das CBPP3-Portfolio mit knapp 304 Mrd. Euro im Januar 2023, also kurz bevor die CBPP3-Reinvestitionen zuerst reduziert und dann im Juli 2023 komplett eingestellt wurden.

CBPP3-Portfolio schrumpft bis Juli 2026 auf 192,4 Mrd. Euro

DEUTLICHER ANSTIEG DER CBPP3-FÄLLIGKEITEN IM JAHR 2025
FÄLLIGKEITEN IM CBPP3-PORTFOLIO IN MRD. EURO



Quelle: EZB, DZ BANK

Der Abbau des CBPP3-Portfolios wird unserer Meinung nach noch lange dauern. Die EZB hatte angekündigt, dass die Covered Bonds im CBPP3-Bestand bis zur Endfälligkeit gehalten werden und nicht vorher am Sekundärmarkt veräußert werden. Im Fall des ersten Covered Bond Kaufprogramms (CBPP1) hat die Abwicklung

Abbau des CBPP3 Portfolios wird sich im Laufe der Zeit verlangsamen

ziemlich genau 13 Jahre gedauert, gerechnet vom Beginn des Programms im Juli 2009 bis zum Zeitpunkt im Juli 2022, als der CBPP1-Bestand auf null gefallen ist. Die EZB macht keine detaillierten Angaben zum Fälligkeitsprofil des CBPP3-Portfolios. Wir vermuten aber, dass die EZB auch ein paar Covered Bonds mit Laufzeiten von bis zu 30 Jahren im Bestand haben dürfte. Gleichzeitig dürften die größten Schritte im Portfolioabbau in den nächsten Jahren anstehen. Je mehr Zeit ins Land geht, desto geringer dürften auch die Rückzahlungen in das CBPP3-Portfolio voranschreiten. Falls die CBPP3-Bestände, wie von der EZB angekündigt, nicht aktiv durch Anleiheverkäufe abgebaut werden, dürfte es nach unserer Einschätzung deshalb vermutlich 2050 immer noch Covered Bonds im CBPP3-Portfolio geben.

COVERED BOND KAUFPROGRAMME DER EZB IM ÜBERBLICK

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

Quelle: Europäische Zentralbank, DZ BANK

Fazit zu den Covered Bond Käufen der EZB

In einer wissenschaftlichen Studie wurde gezeigt, dass die Liquidität am Sekundärmarkt zu Beginn des Kaufprogramms kurzfristig besser wurde. Nach etwa einem halben Jahr – also ab 2015 – überwogen jedoch die negativen Effekte auf die Marktliquidität (siehe „Long-term liquidity effects of large-scale asset purchase programs: Evidence from the euro covered bond market“ in der September 2023 Ausgabe von International Review of Economics & Finance). In der Anfangsphase von CBPP3 dürften Investoren unserer Meinung nach die Gelegenheit genutzt haben, um Teile ihrer Covered Bond Positionen abzubauen. Daher erhöhten sich die Umsätze und damit auch die Marktliquidität. Je länger das Programm lief, desto stärker fiel der Bestandseffekt durch die CBPP3-Käufe ins Gewicht. Da die EZB die gekauften Anleihen bis zur Fälligkeit hält, bedeutet jeder Kauf durch die EZB ein effektives Schrumpfen des Marktes. Für die betroffenen Anleihen gibt es nach

CBPP3 hat die Marktliquidität belastet

unserer Einschätzung nur wenig Hoffnung auf eine Besserung der Liquidität, es sei denn, die Emittenten stocken die Anleihen auf. Die meisten der betroffenen Anleihen dürften einen sehr niedrigen, marktfernen Kupon haben, sodass wir eine breite Aufstockungswelle dieser Anleihen für sehr unwahrscheinlich halten. Zum Glück ist die Marktliquidität seit 2023 unbelastet von CBPP3-Käufen.

Zum Fazit bezüglich von CBPP3 gehört neben den zweifellos negativen Auswirkungen auf die Marktliquidität auch, dass es ein Beleg dafür ist, dass die EZB den (Covered Bond) Markt in schweren Zeiten unterstützt hat. Damit hat die Zentralbank fortgesetzt, was sie 2009 mit CBPP1 begonnen hat, auch wenn CBPP3 anfangs sicher nicht in erster Linie dazu gedacht war, dem Covered Bond Markt unter die Arme zu greifen. Vielmehr war CBPP3 geldpolitisch motiviert und die gedeckten Bankanleihen waren ein probates Mittel zum Zweck, um die damaligen geldpolitischen Ziele der EZB zu erreichen. Die CBPP3-Käufe dürften den Covered Bond Markt in schwierigen Phasen dennoch gestützt und zum Beispiel während der Corona-Pandemie vor Schlimmerem bewahrt haben. Falls also wieder eine existenzielle Krise auf den Markt zurollt, dürfte es unserer Meinung nach eine hohe Wahrscheinlichkeit dafür geben, dass die EZB wieder helfend zur Seite steht. Dies ist nicht nur für die allgemeine Marktentwicklung von hoher Bedeutung, sondern auch für die Bonitätsurteile internationaler Ratingagenturen. Diese honorieren das Interesse der EZB an Covered Bonds mit Ratingaufschlägen in ihren Bewertungsmethoden. Beispielsweise wird die Anhebung des Ausgangspunkts für das Covered Bond Rating von Moody's & Co regelmäßig mit dieser oder einer ähnlichen Argumentation begründet.

ESG Reporting zum CBPP3-Portfolio

Die EZB hat am 25. Juni 2024 ihren zweiten Bericht mit klimabezogenen Finanzinformationen zu ihren aus geldpolitischen Gründen gehaltenen Wertpapierbeständen veröffentlicht, der auch erstmals Informationen über den CO₂-Fußabdruck des CBPP3-Portfolios beinhaltet (siehe hier). Der Bericht umfasst auch die Covered Bonds, die im Rahmen des Pandemie Notfallkaufprogramms (PEPP) von der EZB erworben wurden. Mit der Veröffentlichung von klimabezogenen Daten zu ihren Wertpapierportfolios möchte die Zentralbank nach eigener Aussage mit gutem Beispiel vorangehen, die Transparenz verbessern sowie die Bemühungen von Regulierungsbehörden und anderen Akteuren zur Verringerung der Lücken in den Klimadaten und der Berichterstattung unterstützen.

Zur Analyse der Klimarisiken von Covered Bonds stützte sich die Zentralbank auf die emittentenspezifischen Kohlenstoffemissionsdaten. Eine Analyse auf Basis des Klima-Exposures der Deckungswerte war aufgrund einer mangelnden Datenverfügbarkeit nicht möglich. Zusammen mit den Aufsichtsbehörden und Datenanbietern arbeitet die EZB aber an einer Verbesserung der Verfügbarkeit von Emissionsdaten auf Ebene der Deckungsmassen und verweist auch auf einen entsprechenden Prüfauftrag von der EU-Kommission an die Europäische Bankenaufsichtsbehörde (EBA). Sobald die Verfügbarkeit und Qualität der Daten es ermöglichen, wird die EZB auch die CO₂-Emissionen der Deckungsmassen in ihre Analyse mit einbeziehen.

Insgesamt befinden sich die Covered Bond Bestände laut der Zentralbank auf einem Dekarbonisierungspfad. Die entsprechenden Kennzahlen waren im Zeitraum 2018 bis 2023 rückläufig. Der Anteil von grünen Covered Bonds im CBPP3- und PEPP-Portfolio hat in den vergangenen Jahren etwas zugenommen und liegt Ende 2023 mit 3,1 Prozent leicht über deren Anteil im gesamten CBPP3-fähigen Covered Bond Universum (2,9 Prozent). Zu grünen Covered Bonds werden von der EZB jene

CBPP3 war geldpolitisch motiviert, wirkte sich aber auch als Unterstützung für den Markt aus

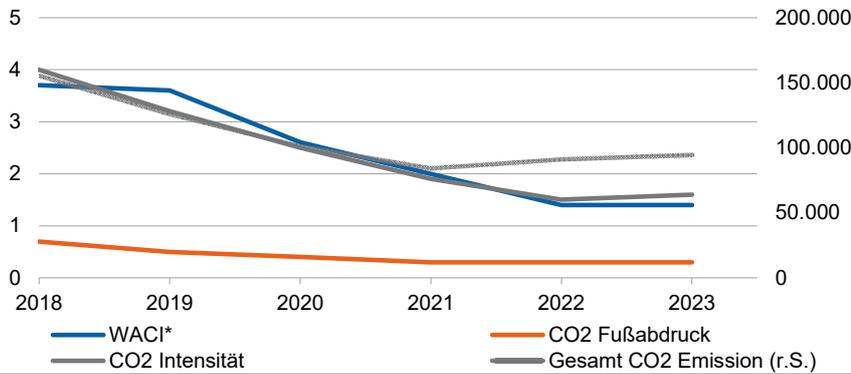
Zentralbank will mit gutem Beispiel vorangehen

Analyse auf Ebene der Deckungsmassen, sobald Daten verfügbar sind

EZB ist auf einem Dekarbonisierungspfad

Anleihen gezählt, die den Green Bond Principles der International Capital Market Association (ICMA) entsprechen. Im Gegensatz zu Unternehmensanleihen hat sich die EZB keine Ziele zur Senkung der CO₂-Emissionen bei Covered Bonds gesetzt.

ENTWICKLUNG DER HAUPTKENNZAHLEN FÜR COVERED BONDS (CBPP3 UND PEPP) L.S.: TONNE CO₂-EMISSIONEN PRO MIO. EURO, R.S.: TONNE CO₂-EMISSIONEN



Quelle: ISS, Carbon4 Finance, World Bank, Bloomberg, EZB-Berechnungen (siehe EZB-Bericht „Climate-related financial disclosures of Eurosystem assets held for monetary policy purposes and of the ECB’s foreign reserves“ vom 25.06.2024 (Seite 36)), WACI = Weighted Average Carbon Intensity

Wir lesen aus dem EZB-Bericht heraus, dass die Zentralbank mit der Verfügbarkeit von klimarelevanten Daten zu den Deckungsmassen alles andere als zufrieden ist. Aufgrund der Ankündigung gemeinsam mit Aufsichtsbehörden und Datenanbietern an der Verfügbarkeit der Emissionsdaten auf Ebene der Deckungsmassen zu arbeiten, dürfte das aus unserer Sicht bedeuten, dass die Covered Bond Emittenten eher früher als später aufgefordert werden, diese Daten bereitzustellen. Emittenten, die das harmonisierte Berichtsformat (HTT) nutzen, hätten bereits heute die Möglichkeit, freiwillig verschiedene klimarelevante Informationen zu den durch Hypothekendarlehen finanzierten Gebäuden wie beispielsweise das Energiezertifikat oder den Energieverbrauch sowie die CO₂-Emissionen zu veröffentlichen. Bislang machen aber aus unserer Sicht noch recht wenige Emittenten davon Gebrauch. Die Daten werden aktuell vor allem von Banken publiziert, die bereits grüne Covered Bonds aufgelegt haben. Wir gehen aber davon aus, dass die EZB möglichst von allen Emittenten klimabezogene Daten zu ihren Deckungsmassen haben möchte.

EZB dürfte Druck ausüben, um Datenqualität zu verbessern

Bei der Umsetzung des ESG-Reportings stehen viele Banken vor handfesten Problemen. Die gewünschten Daten liegen den Banken in vielen Fällen gar nicht vor, insbesondere bei älteren Finanzierungen, die vor zehn Jahren oder mehr ausgereicht wurden. Viele Daten aus dem Bestandsgeschäft müssten im Nachhinein erhoben werden, wozu auch die Kooperation der Kreditnehmer erforderlich sein dürfte. Diese kann von den Banken allerdings nicht erzwungen werden. Das Datenproblem wird sich daher wohl nicht ad hoc lösen lassen, sondern dürfte sich erst nach und nach auflösen, indem die Banken in ihrem Neugeschäft die relevanten ESG Daten systematisch erheben.

Klimadaten liegen den Emittenten teilweise nicht vor

Besseres Emissionsklima, aber noch nicht gut

Kommen wir vom Welt- zum Emissionsklima, welches sich für deutsche Pfandbriefbanken im Juni 2024 gegenüber Dezember 2023 verbessert hat, so der Verband deutscher Pfandbriefbanken (vdp) in einer Umfrage unter seinen Mitgliedsinstituten zur Stimmungslage bezüglich der Platzierbarkeit von Pfandbriefen und unbesicherten Bankanleihen. Das Ergebnis der Umfrage wird im „vdp-Emissionsklima“ zusam-

vdp Emissionsklimaindex verbesserte sich zuletzt, Emittenten verspüren aber nach wie vor Gegenwind

mengefasst und wurde zuletzt am 26. Juni 2024 veröffentlicht (siehe hier). Das erste Mal wurde der Emissionsklimaindex im Dezember 2022 vorgelegt und wird seitdem halbjährlich aktualisiert. Der ermittelte Stimmungsindikator, der einen Wert von +100 (sehr gutes Emissionsklima) bis -100 (sehr schlechtes Emissionsklima) annehmen kann, liegt für Pfandbriefe aktuell bei -11 (Dezember 2023: -23) und für unbesicherte Bankanleihen bei -14 (Dezember 2023: -21). Die vdp-Mitglieder scheinen also immer noch einen leichten Gegenwind am Primärmarkt zu verspüren. Allerdings hat sich die Lage gegenüber Dezember 2023 insgesamt verbessert. Als mögliche Belastungsfaktoren wurden nach wie vor ein verhaltenes Aktivgeschäft bei den Banken und vor allem die allgemeine Zinsentwicklung genannt. Wir vermuten, dass die durch die vorgezogene Parlamentswahl in Frankreich im Juni 2024 ausgelöste Unsicherheit unter den Marktteilnehmern es den Pfandbriefbanken mit ihren Neuemissionen auch nicht leichter gemacht hat.

**VDP-EMISSIONSKLIMA FÜR PFANDBRIEFE HAT SICH ZULETZT WIEDER VERBESSERT
SCORE-WERTE VON -100 BIS +100 MÖGLICH, EIN NEGATIVER WERT DEUTET AUF EIN
EINGETRÜBTES EMISSIONSKLIMA HIN**

	Juni 2024	Dezember 2023	Juni 2023	Dezember 2022
Score für Pfandbriefe	-11	-23	-14	-10
Score für unbesicherte Bankanleihen	-14	-21	-29	-26
Gesamt-Score	-12	-22	-21	-17

Quelle: Verband deutscher Pfandbriefbanken, DZ BANK

Der vdp meldete im Oktober 2024 außerdem, dass trotz des aktuell herausfordernden Emissionsklimas in den ersten neun Monaten des Jahres 2024 Pfandbriefe im Gesamtvolumen von 44,7 Mrd. Euro neu aufgelegt wurden. Gegenüber dem Vorjahreszeitraum sind dies 2 Prozent mehr. Der Pfandbriefmarkt zehrt allerdings von einem sehr aktiven ersten Halbjahr und scheint im dritten Quartal 2024 etwas an Schwung verloren zu haben. Gegen Mitte August endet Jahr für Jahr üblicherweise die Sommerpause am Primärmarkt, so auch in diesem Jahr. Und wie so oft waren es wieder deutsche Pfandbriefbanken, die den Markt für großvolumige Euro-Neuemissionen eröffneten. Allerdings gelang es den Emittenten bislang nicht, das Momentum aus dem ersten Halbjahr in das dritte Quartal des Jahres hinüberzuretten. Unbesicherte und nachrangige Bankanleihen (Neuemissionen im Euro-Benchmark-Format) sind im Vergleich zu Covered Bonds (inklusive Pfandbriefe) am Primärmarkt in der ersten Septemberhälfte besser gelaufen. Bezogen auf die Zusammensetzung der neuen Pfandbriefe aus 2024 vermeldete der vdp, dass die Hypothekenpfandbriefe mit 33,2 Mrd. Euro nicht überraschend klar vor den Öffentlichen Pfandbriefen lagen, auf die 11,0 Mrd. Euro entfielen. Schiffspfandbriefe kamen im genannten Zeitraum laut vdp auf ein Neuemissionsvolumen von gut 0,5 Mrd. Euro. Auf neue Pfandbriefe im Euro-Benchmark-Format (inklusive Aufstockungen) entfielen von Januar bis einschließlich September 2024 nach unseren Berechnungen auf Basis von Daten aus Bloomberg 25,5Mrd. Euro und 0,75 Mrd. Euro auf Pfandbriefe im Sub-Benchmark-Format. Im Vergleich zur Vorjahresperiode ist damit in beiden Anleiheformaten ein Rückgang festzustellen. Unserer Meinung nach lässt dies den Schluss zu, dass Privatplatzierungen in den ersten acht Monaten des laufenden Jahres eine größere Rolle gespielt haben als 2023.

**Neuemissionsvolumen wächst
immer langsamer**

**SCHWERPUNKT BLEIBT BEI HYPOTHEKENPFANDBRIEFEN
NEUEMISSIONSVOLUMEN BEI DEUTSCHEN PFANDBRIEFEN IN MRD. EURO**

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Hypothekendarpfandbriefe	29,1	40,4	35,1	36,8	43,2	42,0	40,2	45,8	67,3	51,5	33,2
Öffentliche Pfandbriefe	15,3	15,5	10,4	11,9	7,2	11,2	19,1	18,3	14,2	13,8	11,0
Schiffs- & Flugzeugpfandbriefe	1,4	2,2	0,0	0,0	0,0	1,8	0,5	0,6	0,8	0,4	0,5
Summe	45,9	58,1	45,4	48,8	50,4	55,0	59,8	64,7	82,3	65,7	44,7

Quelle: vdp, DZ BANK, Angaben von 2014 bis einschließlich 2023 beziehen sich auf das Gesamtjahr, Angaben für 2024 seit Jahresanfang bis einschließlich September.

Insgesamt bleibt festzuhalten, dass sich das Neuemissionsvolumen von Pfandbriefen 2024 zu normalisieren scheint, nachdem es in den Vorjahren einige Sonderfaktoren gab, welche die Primärmarktaktivitäten in die eine oder andere Richtung getrieben haben. Neben CBPP3 zählten sicherlich auch die gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (TLTRO III) zu diesen Sonderfaktoren. Bis Ende 2024 muss auch die letzte Tranche der TLTRO-Kredite zurückgezahlt werden. Anfang September 2024 standen noch insgesamt 76,5 Mrd. Euro aus, von denen laut EZB jedoch Ende September 47,3 Mrd. Euro entweder planmäßig oder vorzeitig zurückgezahlt worden sind. Es verbleiben demnach nur noch rund 29,2 Mrd. Euro, die im Dezember 2024 von den Kreditinstituten zurückgezahlt werden müssen. Dann ist der Schuldenberg der Banken bei der EZB, der in der Spitze einmal über 2,1 Bio. Euro hoch war, vollständig abgetragen.

**Sondereffekte haben das
Neuemissionsvolumen immer wieder
beeinflusst**

Daten aus verschiedenen Quellen deuten alle in dieselbe Richtung

Die Zahlen der Deutschen Bundesbank in der nachstehenden Tabelle beziehen sich auf den gesamten deutschen Pfandbriefmarkt. Sie fallen daher im Vergleich zu den vom vdp veröffentlichten Daten etwas anders aus, weil sich der vdp nach unserem Verständnis im Fall von Neuemissionen auf die Daten seiner Mitglieder stützt, wobei nicht alle deutschen Pfandbriefbanken im Verband vertreten sind. Laut Deutscher Bundesbank betrug das Neuemissionsvolumen im ersten Halbjahr 2024 rund 36 Mrd. Euro. Es war damit etwas höher als im ersten Halbjahr 2023 mit 34 Mrd. Euro.

**Neuemissionsvolumen im ersten
Halbjahr 2024 bei rund 36 Mrd. Euro**

2024 DÜRFTE HINTER DEM HOHEN BRUTTONEUEMISSIONSVOLUMEN VON 2023 ZURÜCKBLEIBEN

Neuemissionsvolumen in Mrd. Euro	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024*
Hypotheken-, Schiffs- und Flugzeugpfandbriefe	43	35	37	43	44	41	44	72	50,4	27,5
Öffentliche Pfandbriefe	16	10	12	7	11	19	18	14	13,6	8,4

Quelle: Deutsche Bundesbank, DZ BANK, * Angaben für 2024 bis einschließlich 30. Juni

Im Folgenden benutzen wir Zahlen der Deutschen Bundesbank, des vdp und Daten, die wir aus Informationen von Emittenten und aus Bloomberg gesammelt haben. Die Angaben aus den verschiedenen Quellen sind, wie bereits erwähnt, nicht vollständig deckungsgleich. Allerdings sehen wir die Schnittmenge als groß genug an, um ein paar allgemeine Aussagen daraus abzuleiten. Laut Deutscher Bundesbank ist das Umlaufvolumen Ende 2023 auf 395 Mrd. Euro angestiegen. Der vdp vermeldete zu diesem Zeitpunkt bereits 400 Mrd. Euro. Der Pfandbriefmarkt ist im ersten Halbjahr 2024 auf ein Volumen von 403,4 Mrd. Euro zum 30. Juni 2024 angewachsen. Das Volumen von Öffentlichen Pfandbriefen blieb konstant bei 102 Mrd. Euro, während die Hypothekendarpfandbriefe weiterhin leichte Wachstumsimpulse geben. Hypothekendarpfandbriefe erreichten zur Jahresmitte ein Umlaufvolumen von 300 Mrd. Euro. Das

**Hypothekendarpfandbriefe geben
weiterhin Wachstumsimpulse**

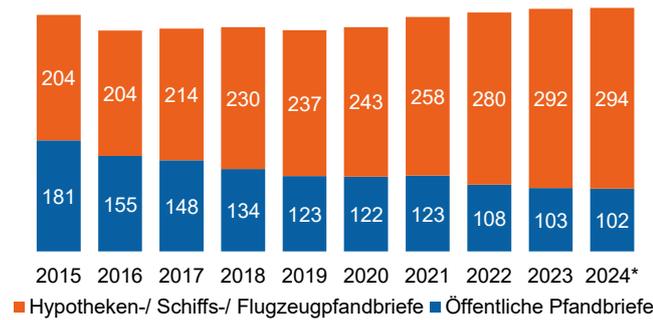
ausstehende Volumen der Schiffspfandbriefe reduzierte sich auf 1,3 Mrd. Euro. Der bislang letzte Flugzeugpfandbrief wurde 2019 zurückgezahlt, seither wurde dieses Instrument noch von keinem Emittenten wieder genutzt.

Liquide Benchmark-Pfandbriefe bleiben auf Wachstumskurs

Der Anteil von Pfandbriefen im Euro-Benchmark-Format (Emissionsvolumen von mindestens 500 Mio. Euro) legte bezogen auf das gesamte Umlaufvolumen im ersten Halbjahr 2024 leicht auf 52 Prozent zu. Das Gesamtvolumen dieses liquiden Marktsegments stieg damit Ende Juni 2024 auf 205 Mrd. Euro. Das Volumen der Sub-Benchmark-Pfandbriefe (Emissionsvolumen von mindestens 250 Mio. Euro, aber weniger als 500 Mio. Euro) verharrte zum gleichen Zeitpunkt auf dem Niveau der Vorjahre von rund 16 Mrd. Euro. In diesen Zahlen haben wir nur öffentlich platzierte, syndizierte Neuemissionen berücksichtigt. Weltweit betrachtet, tummeln sich in der Sub-Benchmark-Marktnische vor allem finnische, österreichische und deutsche Banken.

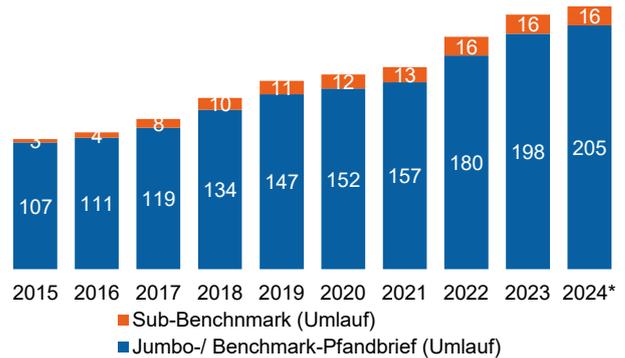
Marktsegment für liquide Benchmark-Pfandbriefe wächst

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



Quelle: Deutsche Bundesbank, DZ BANK, * Angaben für 2024 per 30. Juni 2024

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



Quelle: Bloomberg, DZ BANK, * Angaben für 2024 per 30. Juni 2024, Angaben beziehen sich ausschließlich auf öffentlich platzierte (syndizierte) Pfandbriefneuemissionen

Das Marktsegment für deutsche Benchmark-Pfandbriefe zeichnet sich im Vergleich zu anderen Ländern dadurch aus, dass es besonders viele verschiedene Emittenten gibt. Im Jahr 2024 haben bereits 21 deutsche Banken Pfandbriefe im Benchmark-Format aufgelegt. In den Jahren 2022 und 2023 waren es im Gesamtjahr 17 und 19 Emittenten. Damit stellt Deutschland das mit Abstand größte Kontingent unter den insgesamt 99 Benchmark-Emittenten aus 20 Ländern, die 2024 bislang an den Markt gekommen sind (Stand 22. September 2024). Zum Vergleich: Aus Frankreich legten bislang elf Emittenten Benchmark-Covered-Bonds auf, aus Italien neun, aus Österreich sieben und aus Kanada sogar nur drei. Die Kehrseite dieser Medaille ist, dass die Emissionsvolumina je Emittent in Deutschland entsprechend hinter denen von zum Beispiel französischen oder kanadischen Banken hinterher hinken. Dort gibt es zwar weniger Emittenten, die dafür aber Jahr für Jahr in der Regel sehr hohe Neuemissionsvolumina an den Markt bringen.

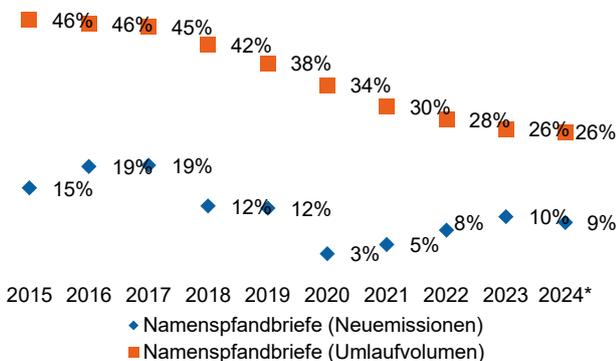
21 Euro-Benchmark-Emittenten kommen aus Deutschland

Der Anteil von Namenspfandbriefen stabilisierte sich zum gleichen Zeitpunkt auf 26 Prozent, nachdem er jahrelang zurückgegangen ist. Spätestens mit der Zinswende im Jahr 2022, als viele Zentralbanken ihre Leitzinsen schnell hochschleusten, scheinen die Investoren für Namenspfandbriefe nach und nach an den Markt zurück-

Wieder mehr Namenspfandbriefe

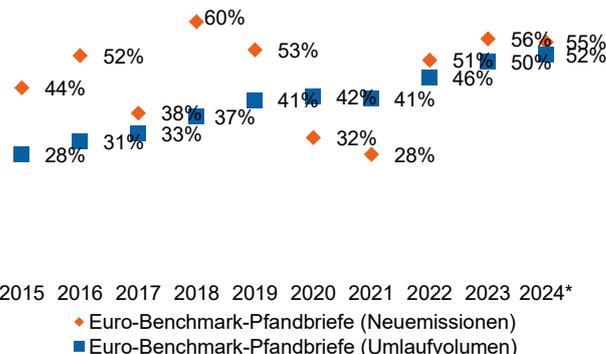
zukehren, sodass der Anteil der Namenspfandbriefe am Neuemissionsvolumen im Vergleich zum Tiefpunkt im Jahr 2020 wieder etwas angestiegen ist.

DER ANTEIL DER NAMENSPFANDBRIEFE AM UMLAUFVOLUMEN STABILISIERT SICH BEI 26 PROZENT



Quelle: Deutsche Bundesbank, DZ BANK, * Angaben für 2024 per 30. Juni 2024

EURO-BENCHMARK-PFANDBRIEFE GEWINNEN ANTEILE AM UMLAUFVOLUMEN HINZU



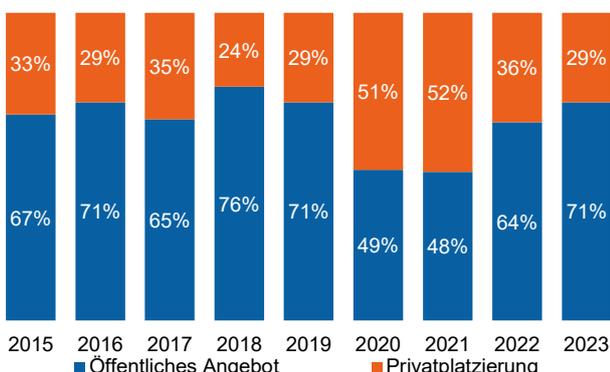
Quelle: Bloomberg, Deutsche Bundesbank, DZ BANK, * Angaben für 2024 per 30. Juni 2024

Fremdwährungsanleihen spielen nur eine untergeordnete Rolle

Laut vdp ist der Euro im Jahr 2023 mit weitem Abstand die Hauptemissionswährung für deutsche Pfandbriefbanken geblieben. Der Anteil von Pfandbriefneuemissionen in fremder Währung betrug im Jahr 2023 lediglich 3 Prozent, genauso wenig wie im Jahr zuvor. Dieser niedrige Wert ist auch auf längere Sicht nicht ungewöhnlich. In den vergangenen zehn Jahren betrug der Anteil von Pfandbriefneuemissionen in fremder Währung nie mehr als 12 Prozent. Die typischen Pfandbriefinvestoren sitzen im Euro-Raum und dürften daher auch eine Präferenz für die europäische Gemeinschaftswährung haben.

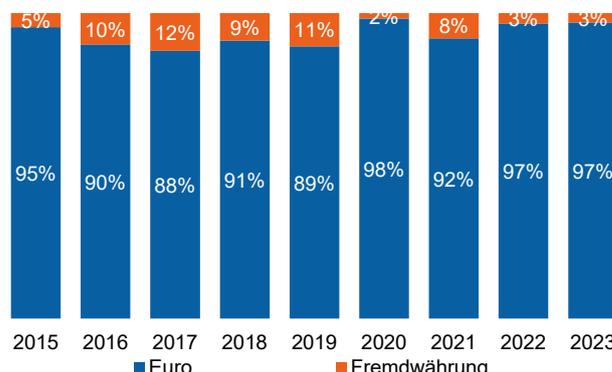
Pfandbriefe in fremder Währung spielen nur eine untergeordnete Rolle

ANTEIL AN ÖFFENTLICH PLATZIERTEN PFANDBRIEFEN NORMALISIERT SICH NACH DEN BEIDEN CORONA-JAHREN VERTEILUNG ALLER PFANDBRIEFNEUEMISSIONEN



Quelle: vdp, DZ BANK

EURO IST MIT ABSTAND DIE WICHTIGSTE EMISSIONSWÄHRUNG FÜR DEUTSCHE PFANDBRIEFBANKEN VERTEILUNG ALLER PFANDBRIEFNEUEMISSIONEN



Quelle: vdp, DZ BANK

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

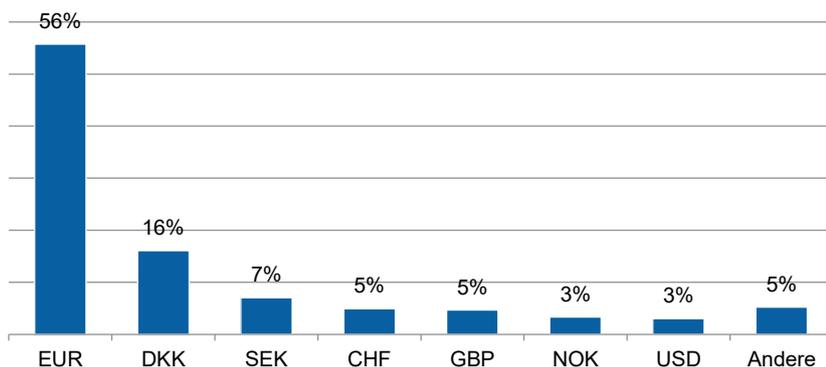
Bedeutung des Schweizer Franken zuletzt gestiegen

tät gewonnen, und das nicht nur bei deutschen Pfandbriefbanken. Deshalb waren in diesem Währungsraum zuletzt mehr Aktivitäten am Primärmarkt zu beobachten, auch wenn das Neuemissionsvolumen im Vergleich zum Euro insgesamt überschaubar ist.

Auf den weltweiten Covered Bond Markt gesehen, hatte der Euro 2023 nach unseren Berechnungen auf Grundlage von Zahlen aus Bloomberg und dem European Covered Bond Council einen Marktanteil an allen Neuemissionen von 56 Prozent. Als nächstwichtigste Emissionswährungen folgten die dänische und schwedische Krone sowie der Schweizer Franken. Erst danach kam das britische Pfund. Das Neuemissionsvolumen von Covered Bonds, die auf norwegische Kronen lauteten, war 2023 sogar noch leicht vor dem US-Dollar. Diese Zahlen unterstreichen, dass viele Emittenten eine Präferenz für ihre Heimatwährung haben, um damit auch ihre heimische Investorenbasis besser erreichen zu können. Der Euro ist vermutlich die einzige Währung im Covered Bond Markt, die auch bei Emittenten aus Ländern außerhalb des Euro-Raums sehr wichtig ist, weil die Investorenbasis für Covered Bonds im Euro-Raum und nicht zuletzt auch in Deutschland, sehr breit ist.

Euro ist die wichtigste Emissionswährung

**EURO DOMINIERT ALS EMISSIONSWÄHRUNG DEN GLOBALEN COVERED BOND MARKT
VERTEILUNG DES WELTWEITEN BRUTTONEUEMISSIONSVOLUMENS (ALLE COVERED BONDS)**



Quelle: Bloomberg, European Covered Bond Council, Stand: 31.12.2023

Heimische Investoren für Pfandbriefbanken von hoher Bedeutung

Wie wichtig die heimische Investorenbasis ist, zeigen die nachstehenden Grafiken. Für die Orderbücher von Euro-Benchmark-Covered-Bonds haben wir Informationen für den Anteil der Investoren aus der DACH-Region (Investoren aus Deutschland, Österreich und der Schweiz) ausgewertet. Es gibt zwar auch Angaben zum Anteil deutscher Investoren. Diese liegen aber nicht immer separat vor und werden häufig nur in der DACH-Region berücksichtigt. Um eine breite Datenbasis zu haben, betrachten wir deshalb die DACH-Region, in welcher der Anteil deutscher Investoren der mit weitem Abstand größte ist. Der Anteil französischer Investoren in den Orderbüchern von Euro-Benchmark-Neuemissionen ist in der Regel separat ausgewiesen.

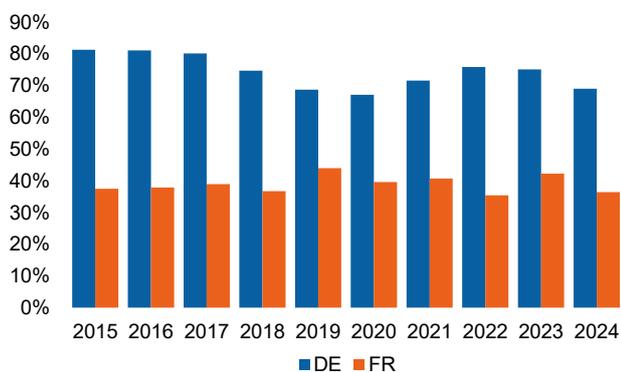
Bedeutung heimischer Investoren am Beispiel Deutschland und Frankreich

Der Anteil von DACH-Investoren im Falle von deutschen Pfandbriefen ist mit Jahresdurchschnitten von 67 bis 81 Prozent zwischen 2015 und 2024 sehr hoch und damit die dominierende Investorengruppe. Demgegenüber spielen Investoren aus Frankreich für deutsche Pfandbriefbanken mit 1 bis 4 Prozent nur eine untergeordnete Rolle. Die DACH-Region beherbergt für Covered Bond Emittenten weltweit einen signifikanten Investorenanteil (bezogen auf Euro-Benchmark-Covered-Bonds, wobei die wenigen Ausnahmen diese Regel bestätigen). Dement-

Starke Investorenbasis für Pfandbriefe und internationale Covered Bonds in Deutschland

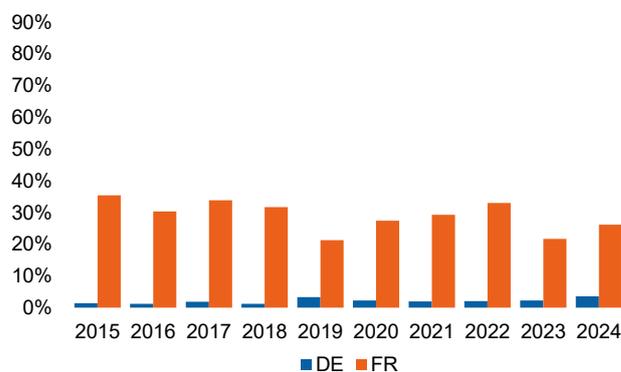
sprechend bilden auch für französische Covered Bonds DACH-Investoren einen nennenswerten Anteil von 35 bis 44 Prozent, der sogar den Anteil französischer Investoren in der Regel übersteigt, die in den jeweiligen Jahresdurchschnitten auf 22 bis 35 Prozent kommen. Diese Zahlen sollen nur anekdotisch für die beiden größten Ländersegmente im Markt für Euro-Benchmark-Covered-Bonds belegen, wie wichtig heimische Geldanleger für Covered Bond Emittenten sind. Investoren aus der DACH-Region sind dabei nicht nur für deutsche Pfandbriefbanken wichtig, sondern für alle Emittenten von Euro-Benchmark-Covered-Bonds weltweit relevant.

ANTEIL VON DACH-INVESTOREN BEI PFANDBRIEFEN DEUTLICH HÖHER ALS BEI FRANZÖSISCHEN COVERED BONDS ANTEILE VON INVESTOREN AUS DER DACH-REGION IM ORDERBUCH FÜR EURO-BENCHMARK-NEUEMISSIONEN, JAHRES DURCHSCHNITTE



Quelle: IGM, Bloomberg, DZ BANK, Daten für 2024 bis einschließlich 31. August, DACH = Deutschland, Österreich, Schweiz, DE (FR) = Neuemissionen von deutschen (französischen) Banken

HEIMISCHE INVESTORBEN BASIS BEI FRANZÖSISCHEN COVERED BONDS DEUTLICH GERINGER ALS BEI PFANDBRIEFEN ANTEILE VON INVESTOREN AUS FRANKREICH IM ORDERBUCH FÜR EURO-BENCHMARK-NEUEMISSIONEN, JAHRES DURCHSCHNITTE



Quelle: IGM, Bloomberg, DZ BANK, Daten für 2024 bis einschließlich 31. August, DE (FR) = Neuemissionen von deutschen (französischen) Banken

Pfandbriefe im Volumen von 66 Mrd. Euro im CBPP3-Bestand

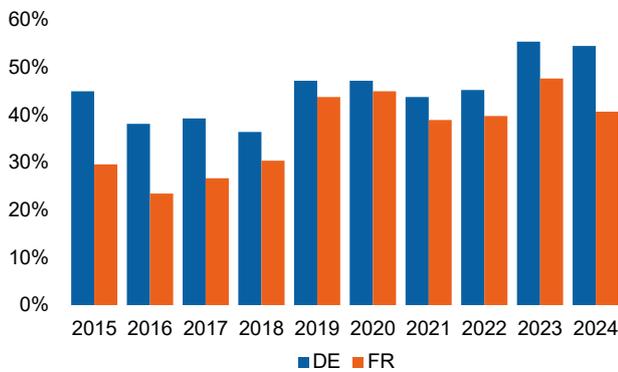
Die EZB ist dank ihrer CBPP3-Käufe zum wahrscheinlich größten Covered Bond Investor aufgestiegen. Der CBPP3-Bestand reduziert sich nach und nach. Trotz des Abschmelzens der Covered Bond Bestände dürfte die EZB nach unseren Berechnungen auf Basis von Zahlen der Zentralbank allein in ihrem CBPP3-Portfolio noch deutsche Pfandbriefe im Volumen von rund 66 Mrd. Euro ihr Eigen nennen (Stand 31. März 2024). Das sind im Vergleich zum Ende des ersten Quartals 2023 immerhin rund 6 Mrd. Euro weniger. Bei CBPP3-fähigen Neuemissionen wie zum Beispiel aus Deutschland und Frankreich wurde die fehlende EZB-Nachfrage seit 2023 durch einen höheren Anteil von Banken und zum Teil auch Vermögensverwaltern kompensiert. Wir vermuten, dass sich vor allem aufgrund regulatorischer Anreize der Anteil von Banken ohnehin systematisch erhöht hätte. Zum Beispiel wurde 2015 die Mindestliquiditätsquote (LCR) eingeführt, die von Banken verlangt, die Nettozahlungsmittelabflüsse für die nächsten 30 Tage mit liquiden Vermögenswerten abdecken. Euro-Benchmark-Covered-Bonds, die bestimmte Anforderungen wie zum Beispiel bezüglich ihrer Ratings erfüllen, können von Banken als qualitativ hochwertige Vermögenswerte (HQLA) für ihre Liquiditätsreserve verwendet werden. Deshalb wäre ein systematischer Anstieg der Nachfrage von Banken nach Euro-Benchmark-Covered-Bonds nicht überraschend. Dieser Effekt lässt sich aber nur schwer zahlenmäßig unterlegen, weil er durch die CBPP3-Käufe zwischen 2015 und 2023 überlagert wurde. Allerdings geben die Zahlen zu den LCR-fähigen Neuemissionen im Euro-Benchmark-Format unserer Meinung nach immerhin Anhaltspunkte für diese These. Vor 2014 lag der Anteil von Banken in den Orderbüchern dieser Covered Bonds zwischen 35 Prozent und 40 Prozent. Im Jahr 2023 war dieser Anteil mit durchschnittlich 57 Prozent deutlich größer.

Banken haben regulatorische Anreize zum Kauf von Covered Bonds

Die Verschiebung der Bedeutung von Bankinvestoren im Verhältnis zu Zentralbanken und anderen öffentlichen Institutionen betrachten wir im Folgenden noch einmal genauer für Deutschland und Frankreich. Der Anteil der CBPP3-Käufe durch die EZB in den Orderbüchern der Neuemissionen bis 2023 ist nicht genau bekannt. Allerdings lässt sich erkennen, dass der Anteil von Zentralbanken und öffentlichen Institutionen an den Orderbüchern bei deutschen Pfandbriefen und französischen Covered Bonds in den Jahren, in denen die EZB besonders intensiv am Primärmarkt gekauft hat, auch überdurchschnittlich hoch war. Bei dem direkten Vergleich von Deutschland und Frankreich in den nachstehenden Grafiken fällt außerdem auf, dass der Anteil von Zentralbanken und öffentlichen Institutionen im Falle von französischen Covered Bonds höher war als bei Pfandbriefen. Der Anteil dieser Investorengruppe blieb für französische Covered Bonds auch nach dem Ende der CBPP3-Käufe erkennbar höher als bei Pfandbriefen. Nachdem die EZB für CBPP3 nicht mehr so viel und später ab 2023 gar nicht mehr am Primärmarkt auf Einkaufstour war, wurde die Nachfragerücklage unter anderem wie bereits ausgeführt durch Banken kompensiert. Der Anteil der Bankinvestoren ist sowohl bei deutschen als auch französischen Emittenten sehr hoch, im Falle der deutschen Pfandbriefe allerdings erkennbar höher. Die Pfandbriefbanken kompensierten unserer Ansicht nach damit die geringere Nachfrage von Zentralbanken und öffentlichen Institutionen am Primärmarkt stärker mit Investoren aus der Bankenbranche.

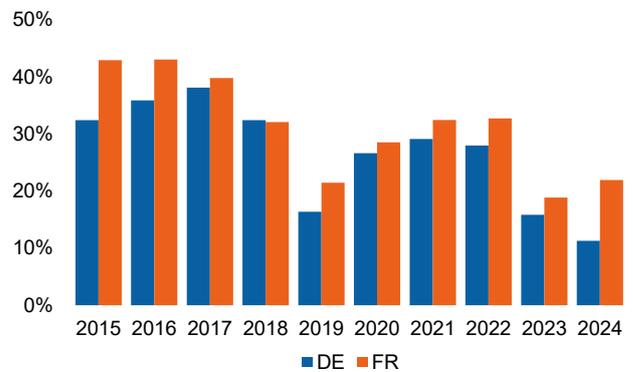
Banken schlossen die Nachfragerücklage, die CBPP3 hinterließ

STEIGENDER ANTEIL VON BANKEN IN DEN ORDERBÜCHERN FÜR PFANDBRIEFE
ANTEILE VON BANKEN IM ORDERBUCH FÜR EURO-BENCHMARK-NEUEMISSIONEN, JAHRES DURCHSCHNITTE



Quelle: IGM, Bloomberg, DZ BANK, Daten für 2024 bis einschließlich 31. August, DE (FR) = Neuemissionen von deutschen (französischen) Banken

ANTEILE VON ZENTRALBANKEN IN DEN ORDERBÜCHERN VON FRANZÖSISCHEN BANKEN IM VERGLEICH ZU PFANDBRIEFEN HÖHER
ANTEILE VON ZENTRALBANKEN UND ÖFFENTLICHEN INSTITUTIONEN IM ORDERBUCH FÜR EURO-BENCHMARK-NEUEMISSIONEN, JAHRES DURCHSCHNITTE



Quelle: IGM, Bloomberg, DZ BANK, Daten für 2024 bis einschließlich 31. August, DE (FR) = Neuemissionen von deutschen (französischen) Banken

Zweite Zinswende seit 2022

Der 2022 einsetzende Renditeanstieg dürfte dazu geführt haben, dass viele Investoren, die Covered Bonds beziehungsweise dem Pfandbriefmarkt in der Zeit mit negativen Renditen den Rücken gekehrt hatten, wieder zurückgekommen sind. Das Renditehoch ist inzwischen allerdings schon wieder überschritten, womit die zweite Zinswende seit 2022 bereits im vollen Gange ist. Doch trotz der inzwischen wieder rückläufigen Renditen sind die zurückgekehrten Investoren im Covered Bond Markt geblieben.

Investoren sind zurückgekehrt, um zu bleiben

Die Kurve der Euro-Swapsätze ist immer noch sehr flach und verläuft nicht überall normal. Am kurzen und am langen Ende sind die Swapsätze aktuell am höchsten. In der Mitte der Kurve sind die Swapsätze etwa 10 bis 12 Basispunkte niedriger als der zweijährige Swapsatz (Stand September 2024). Nach Ansicht der Zinsexperten der

Normalisierung der Swapkurve bis Ende 2025 laut DZ BANK Prognose

DZ BANK wird sich der Kurvenverlauf in den nächsten Monaten Schritt für Schritt normalisieren. Das heißt, die Renditen werden für kürzere Laufzeiten geringer sein als bei längeren Laufzeiten. Die Swapkurve bleibt jedoch auch auf Sicht der nächsten zwölf bis fünfzehn Monate flach. Der Renditeabstand der zwei- und zehnjährigen Swapsätze (2/10er Spread) wird nach Ansicht der Zinsanalysten der DZ BANK gegen Ende 2025 lediglich 30 Basispunkte betragen. Der 2/5er Spread wird zum gleichen Zeitpunkt nur etwa 15 Basispunkte erreichen. Aber immerhin wird die Zinsstrukturkurve im Laufzeitenbereich von ein bis zehn Jahren Ende 2025 wohl wieder durchgehend normal verlaufen, wenn die zitierte Prognose zutrifft.

DZ BANK PROGNOSE FÜR DIE EURO-SWAPSÄTZE: KURVENVERLAUF NORMALISIERT SICH SCHRITTWEISE BIS ENDE 2025

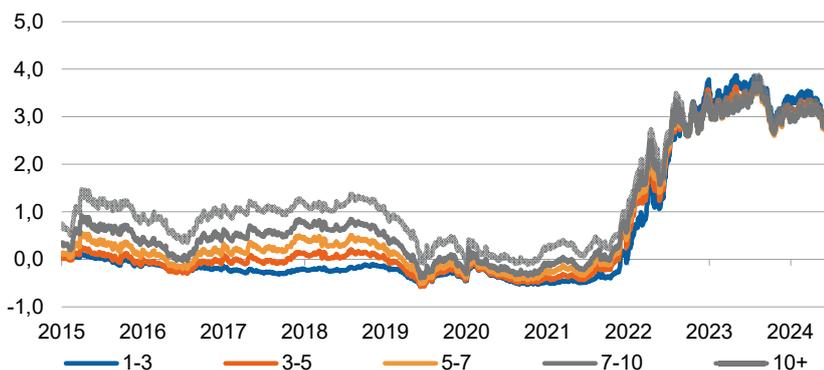
Angaben in Prozent	13.09.2024	+ 3 Monate	+6 Monate	+12 Monate	31.12.2025
1 Jahr	2,87	2,85	2,70	2,40	2,25
2 Jahre	2,45	2,45	2,20	2,15	2,35
3 Jahre	2,33	2,46	2,20	2,18	2,41
4 Jahre	2,30	2,48	2,21	2,26	2,46
5 Jahre	2,30	2,50	2,25	2,30	2,50
6 Jahre	2,31	2,48	2,25	2,31	2,54
7 Jahre	2,32	2,49	2,27	2,35	2,57
8 Jahre	2,34	2,50	2,28	2,38	2,60
9 Jahre	2,36	2,50	2,28	2,40	2,63
10 Jahre	2,39	2,45	2,25	2,40	2,65

Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Die Pfandbriefrenditen dürften die Bewegung in der Swapkurve nachvollziehen. Gegen Ende 2023 begannen die Renditen im deutschen Pfandbriefmarkt zu fallen (gemessen an den Subindizes nach Laufzeiten für Deutschland im iBoxx € Covered Index). Diese Entwicklung setzte sich bis Herbst 2024 trendmäßig fort, wobei es zwischendurch Gegenbewegungen im Renditeverlauf gegeben hat. Gemessen an den Daten von Markit zum iBoxx € Covered Index und dessen Subindizes verläuft die Renditekurve deutscher Pfandbriefe bei kurzen bis mittleren Laufzeiten aktuell sehr flach und hat danach einen normalen, also ansteigenden, Verlauf. Die Normalisierung der Renditekurve der Pfandbriefe ist mit Stand September 2024 bereits fast geschafft.

Flacher Kurvenverlauf bei kurzen bis mittleren Laufzeiten

RENDITEKURVE IST BEI KURZEN BIS MITTLEREN LAUFZEITEN DERZEIT SEHR FLACH RENDITEN IN PROZENT, SUBINDIZES NACH LAUFZEITEN IN JAHREN FÜR DEUTSCHE PFANDBRIEFE IM IBOXX € COVERED INDEX

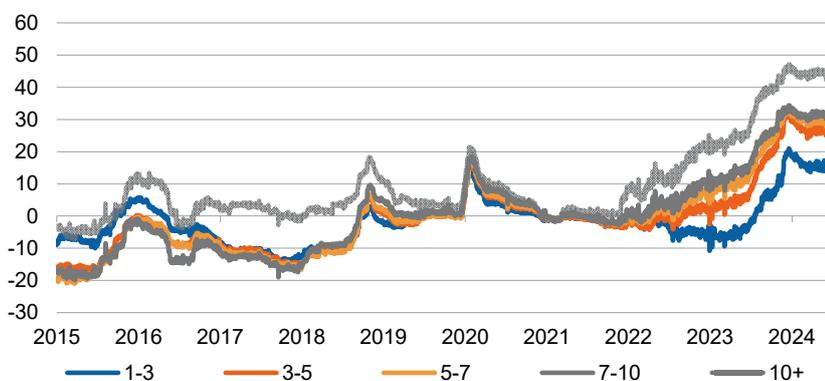


Quelle: Markit, Bloomberg, DZ BANK, Stand: 18.09.2024

Eine Komponente der Pfandbriefrendite ist der Aufschlag gegenüber der Swapkurve (Swapsread). Die Swapsreads deutscher Pfandbriefe innerhalb des iBoxx € Covered Index haben sich bis ins Frühjahr 2024 hinein erhöht und sind danach in eine Seitwärtsbewegung übergegangen, wobei es immer wieder Spreadauschläge von einigen Basispunkten nach oben und unten gegeben hatte. Im Zuge der Spreadausweitungen haben sich die Swapsreads im mittleren Laufzeitenbereich ausdifferenziert. Dadurch hat die Swapsreadkurve des Pfandbriefmarkts inzwischen ebenfalls wieder einen normalen Verlauf, auch wenn der Kurvenverlauf bei Laufzeiten von drei bis zehn Jahre noch relativ flach ist (bezogen auf die Subindizes nach Laufzeiten für deutsche Pfandbriefe im iBoxx € Covered Index, Stand September 2024).

Swapsreads haben sich im mittleren Laufzeitbereich ausdifferenziert

**SPREADANSTIEG VON HERBST 2023 BIS FRÜHJAHR 2024 MÜNDETE IN EINE SEITWÄRTSBEWEGUNG
SWAPSPREAD (Z-SPREAD) IN BASISPUNKTEN, SUBINDIZES FÜR DEUTSCHE PFANDBRIEFE FÜR VERSCHIEDENE LAUFZEITBÄNDER (IN JAHREN) IM IBOXX € COVERED INDEX**



Quelle: Markit, Bloomberg, DZ BANK, Stand: 18.09.2024

Ausweitungen der Swapsreads im Frühjahr 2024

Im Februar 2024 machten sich Investoren wieder verstärkt Sorgen um gewerbliche Immobilienfinanzierungen (CRE) von Banken, nachdem eine US-amerikanische Regionalbank in diesem Geschäftsfeld Ende Januar 2024 eine unerwartet hohe Wertberichtigung gemeldet hatte. Bereits ein Jahr zuvor hatten US-amerikanische Regionalbanken für Unruhe am Markt für Bankanleihen gesorgt, die damals auch Covered Bonds betroffen hatten. Im Februar 2024 standen besonders Banken im Fokus des Interesses, die sich auf gewerbliche Immobilienfinanzierungen spezialisiert haben und gleichzeitig nennenswertes US-amerikanisches CRE-Exposure aufweisen. Die Risikoaufschläge der Pfandbriefe dieser Emittenten sind im Februar 2024 deutlich und im Vergleich zu anderen Pfandbriefbanken stark überproportional gestiegen. Die Swapsreads von anderen großen deutschen Pfandbriefemittenten verzeichneten demgegenüber kaum überdurchschnittliche Spreadausweitungen im Vergleich zum iBoxx € Covered Index. Auch wenn die drastischen Spreadausweitungen auf wenige Emittenten beschränkt blieb, gab es doch eine spürbar gestiegene Risikoaversion bei Investoren gegenüber Covered Bonds mit CRE-Exposure. Der Swapsread des iBoxx € Germany Covered Index legte im Zuge dessen von Ende Januar bis zum 19. Februar 2024 um satte 5 Basispunkte zu und erhöhte sich damals stärker als der Gesamtmarkt. Letztlich trat das Thema CRE nach einigen Wochen wieder in den Hintergrund und die Spreadentwicklung beruhigte sich wieder.

Fokus auf CRE-Exposure kehrte Anfang 2024 auf die Agenda zurück

Insgesamt bleibt festzustellen, dass die Swapsreads anderer Pfandbriefbanken durch die Spreadausweitungen der CRE-Spezialfinanzierer nicht infiziert wurden.

CRE-Exposures sind in deutschen Deckungsmassen keine Seltenheit

Dies ist unserer Meinung nach nicht selbstverständlich. CRE-Exposures sind in Deckungsmassen für Hypothekendarlehen von deutschen Emittenten eher die Regel als die Ausnahme. CRE-Finanzierungen im Ausland sind ebenfalls keine Seltenheit, wobei sich sowohl der Umfang des CRE-Exposures als auch der Grad der internationalen Diversifikation von Bank zu Bank deutlich unterscheiden kann. Investoren hatten im Februar 2024 besonders sensibel auf CRE-Finanzierer reagiert, die nicht einem größeren Finanzverbund angehörten und gleichzeitig ein stark international ausgerichtetes Geschäftsmodell betrieben.

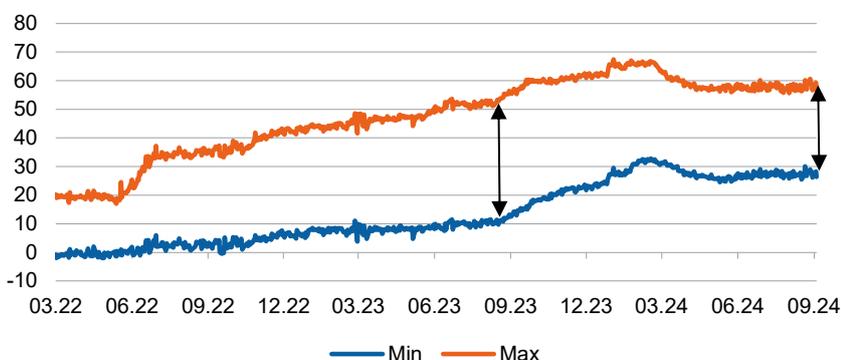
Letztlich fallen alle Hypothekendarlehen unter die gleichen strengen Anforderungen des deutschen Pfandbriefgesetzes, das mehrere Schutzmechanismen für Investoren beinhaltet wie zum Beispiel das Beleihungswertkonzept und die Beleihungswertgrenze von 60 Prozent. Trotz dieser Sicherungsnetze unterschieden sich die Investoren deutlich hinsichtlich ihrer Spreadvorstellungen. Dies bestätigt eigentlich nur unsere These, dass durch den Wegfall der CBPP3-Käufe mehr Raum für eine Differenzierung der Risikoaufschläge gegeben wurde. Außerdem belegt dieses Beispiel, dass – wie von uns erwartet – die Volatilität der Swapsreads ohne die stabilisierenden CBPP3-Käufe deutlich höher ausfallen kann als zu Zeiten aktiver CBPP3-Käufe. Beides würden wir unter der Normalisierung der Verhältnisse am Covered Bond Markt verbuchen und sehen darin weniger ein Misstrauensvotum der Investoren gegenüber dem Pfandbrief an sich.

Die stärkere Spreaddifferenzierung, die sich 2024 im Mikrokosmos des Pfandbriefmarktes abgespielt hatte, lässt sich innerhalb des Euro-Raums auf der Makroebene für die Länder-Subindizes im iBoxx € Covered Index allerdings nicht feststellen. Dort haben sich die Swapsreads der verschiedenen Subindizes in den vergangenen zwölf Monaten aufeinander zubewegt. Das heißt, die Länder mit den höchsten und den niedrigsten durchschnittlichen Risikoaufschlägen lagen im September 2024 nicht mehr so weit auseinander wie noch zwölf Monate zuvor. Ausschlaggebend für diese Entwicklung dürfte das Nachfrageverhalten der Investoren gewesen sein, die offenbar in den vergangenen Monaten gedeckte Anleihen mit höheren Risikoaufschlägen bevorzugt hatten.

Stärke Spreaddifferenzierung und höhere Volatilität kommen nicht überraschend

Risikoaufschläge der Ländersegmente im iBoxx € Covered Index bewegten sich aufeinander zu

WENIGER DIFFERENZIERUNG BEI DEN RISIKOAUFSCHLÄGEN AUF DER MAKROEBENE ZWISCHEN DEN LÄNDER-SUBINDIZES IM IBOXX € COVERED INDEX SWAPSPREADS IN BASISPUNKTEN



Quelle: Bloomberg, Markit, DZ BANK, Stand 18.09.2024, 17:00 Uhr,
Min (Max) = niedrigster (höchster) Swapspread für einen Ländersubindex im iBoxx € Covered Index
(bezogen auf die Länder im Euro-Raum ohne Irland)

Pfandbrief-Ratings bleiben auf hohem Niveau

Moody's kam im September 2024 auf insgesamt 41 veröffentlichte Ratings für Covered Bonds aus Deutschland. Damit hat Moody's die Nase klar vor Fitch mit insgesamt elf Ratings und S&P mit insgesamt sieben Ratings. Hypothekendarbriefe dominieren bei allen drei Agenturen. Öffentliche Darbriefe sind die zweitstärkste Assetklasse. Es gibt in Deutschland noch alte bestandsgeschützte Darbriefprogramme, die weiterhin unter das Gesetz über die Darbriefe und verwandte Schuldverschreibungen öffentlich-rechtlicher Kreditinstitute (ÖPG) fallen. Diese Programme haben wir in der nachstehenden Tabelle zusammen mit DZ BANK Darbriefen und dem strukturierten Covered Bond Programm der Deutschen Bank unter „Andere Covered Bonds“ zusammengefasst. Bezüglich der Höhe der Ratings dominieren die Bestnoten AAA (64 Prozent bei Fitch und 86 Prozent bei S&P) beziehungsweise Aaa (93 Prozent bei Moody's). Durch die steigende Zahl an Emittenten, die öffentlich platzierte Darbriefe im Benchmark- oder Sub-Benchmark-Format auflegen, stieg die Zahl der Darbriefratings in den vergangenen Jahren Schritt für Schritt langsam an (vor allem bei Sparkassen).

Ratingagenturen erteilen überwiegend Bestnoten für deutsche Darbriefe

MOODY'S HAT DIE NASE VOR FITCH UND S&P BEZÜGLICH RATINGS VON DEUTSCHEN DARBRIEFEN ANZAHL DER DARBRIEFRATINGS, STAND 24.09.2024

	Hypothekendarbriefe	Öffentliche Darbriefe	Schiffsdarbriefe	Andere Covered Bonds*	AAA/Aaa	AA+/Aa1	AA/Aa2	AA-/Aa3
Fitch	7	2	0	2	7	4	0	0
Moody's	26	12	1	2	38	2	0	1
S&P	4	1	0	2	6	1	0	0

Quelle: Ratingagenturen, DZ BANK, * andere Covered Bonds inklusive DZ BANK Darbriefe, Darbriefprogramme nach ÖPG und das strukturierte Covered Bond Programm der Deutschen Bank (Alpspitze)

Die drei genannten Ratingagenturen dürften im globalen Covered Bond Markt und im Darbriefmarkt die größte Bedeutung haben. Es gibt neben den drei großen Agenturen aber auch Morningstar DBRS oder Scope Ratings, deren Covered Bond Ratings von der EZB ebenfalls anerkannt und akzeptiert werden. Morningstar DBRS und Scope Ratings haben momentan jedoch deutlich weniger Darbriefratings veröffentlicht als Moody's, Fitch oder S&P, weshalb wir auf eine ausführliche Darstellung in der obigen vergleichenden Übersicht verzichtet haben.

Morningstar DBRS und Scope Ratings sind auch im Darbriefmarkt aktiv

MARKT FÜR NACHHALTIGE PFANDBRIEFE

Aktuelle Entwicklungen

Im September 2014 wurde der erste nachhaltige Pfandbrief, zugleich der erste nachhaltige Covered Bond überhaupt, von der Münchener Hypothekbank aufgelegt. Damit feiert dieses noch recht junge Marktsegment im September 2024 seinen zehnten Geburtstag. Das Neuemissionsvolumen von nachhaltigen Pfandbriefen und Covered Bonds lag zum 20. September 2024 bei genau 13 Mrd. Euro. In dieser Zahl gingen ausschließlich auf Euro lautende gedeckte Anleihen mit einem Volumen von mindestens 250 Mio. Euro ein, die öffentlich platziert (syndiziert) wurden. Damit liegt das diesjährige Neuemissionsvolumen etwas hinter dem Vergleichswert des Vorjahreszeitraums zurück. In den ersten acht Monaten des Jahres 2023 wurden bereits nachhaltige Covered Bonds im Volumen von mehr als 16 Mrd. Euro aufgelegt.

Der Anteil der nachhaltigen Covered Bonds an allen Benchmark-Neuemissionen betrug in den ersten acht Monaten des Jahres 2024 rund 10 Prozent und lag damit etwas hinter dem Wert für das Gesamtjahr 2023. Im längerfristigen historischen Vergleich ist dieser Wert dennoch recht hoch. Der höchste bislang beobachtete Anteil von nachhaltigen Covered Bonds am Neuemissionsvolumen von Euro-Benchmark-Covered-Bonds wurde mit knapp 17 Prozent im Jahr 2021 erreicht. Dieser Wert ist allerdings aus unserer Sicht ein Ausreißer nach oben, da das Neuemissionsvolumen in jenem Jahr (bedingt durch Sondereffekte) insgesamt sehr gering gewesen ist.

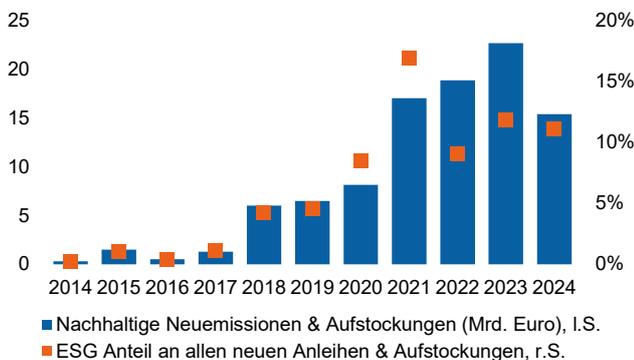
Im Vergleich zum Markt für unbesicherte Anleihen hinkt der Covered Bond Markt allerdings immer noch weit hinterher. Der Anteil von nachhaltigen Neuemissionen bei Senior und nachrangigen Bankanleihen war in den Jahren 2021 bis 2023 in der Nähe von 23 Prozent. Die nachhaltigen Neuemissionen im Markt für unbesicherte Bankanleihen haben zwar schwach in das Jahr 2024 gestartet, allerdings inzwischen wieder aufgeholt, sodass sich ihr Anteil Mitte September wieder bei etwa 20 Prozent eingependelt hat. Banken scheinen demnach ihre nachhaltigen Anleihen lieber im unbesicherten Format aufzulegen.

Zehn Jahre nachhaltige Pfandbriefe

Anteil bei Neuemissionen etwa 10 Prozent

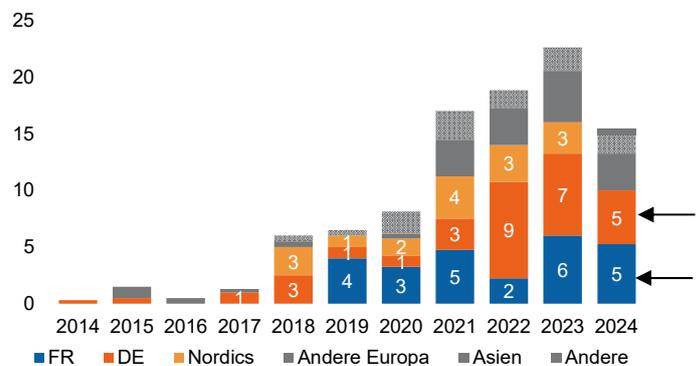
Mehr Aktivitäten im Markt für nachhaltige unbesicherte Anleihen

SOLIDES NEUEMISSIONSVOLUMEN 2024 NACH REKORDJAHR 2023
ANGABEN IN MRD. EURO (LINKS), IN PROZENT (RECHTS)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK, Zahlen für 2024 per 26. September 2024, Angaben beziehen sich auf Euro lautende Covered Bonds mit einem Umlaufvolumen von mindestens 250 Mio. Euro

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



Quelle: Bloomberg, DZ BANK, Zahlen für 2024 per 26. September 2024, Angaben beziehen sich auf Euro lautende Covered Bonds mit einem Umlaufvolumen von mindestens 250 Mio. Euro

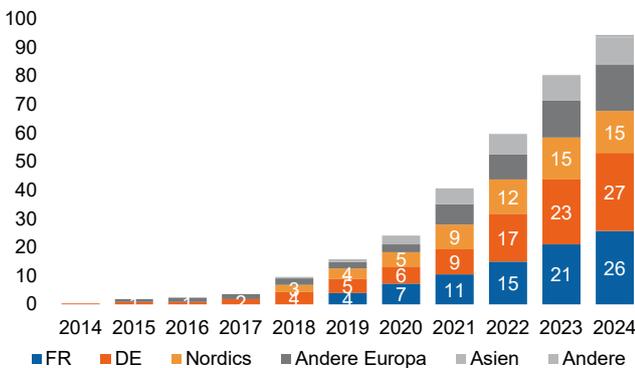
Die beiden volumenstärksten Ländersegmente bleiben Deutschland und Frankreich. Im Vergleich zu den beiden sehr starken Vorjahren fällt die Emissionstätigkeit der deutschen Pfandbriefbanken bislang im Jahr 2024 etwas ab. Mit Neuemissionen im Volumen von 4,75 Mrd. Euro liegen die deutschen Emittenten bis zum 26. September 2024 kurz hinter den französischen Covered Bond Emittenten. Auch beim Umlaufvolumen liegen zu diesem Zeitpunkt nachhaltige Pfandbriefe aus Deutschland mit 27,3 Mrd. Euro vor ihren französischen Pendanten mit 25,8 Mrd. Euro und bilden damit das größte Ländersegment. Der Anteil an nachhaltigen Pfandbriefen am gesamten Umlaufvolumen deutscher Pfandbriefe betrug zum 30. Juni 2024 etwa 7 Prozent.

Deutschland bildet das größte Ländersegment im Markt für nachhaltige Covered Bonds

Die Wachstumsrate für das Umlaufvolumen von nachhaltigen Covered Bonds liegt mit 14 Prozent derzeit noch gut im Plus. Allerdings ist dieser Wert verglichen mit den Vorjahreswerten stark rückläufig, auch wenn der Markt immer noch lebhaft wächst. Dies ist bei jungen Marktsegmenten normal. In den vergangenen Jahren sind außerdem kaum nachhaltige Covered Bonds fällig geworden. Allerdings nimmt das Fälligkeitsvolumen im Markt für nachhaltige Covered Bonds künftig systematisch zu. Bereits 2025 sind es 11,5 Mrd. Euro, die zur Rückzahlung anstehen (zum Vergleich: 2023 waren es nur 3 Mrd. Euro, 2024 nur 1 Mrd. Euro). Damit dürfte sich das Wachstum bei nachhaltigen Covered Bonds in den kommenden Jahren spürbar verlangsamen, wenn das Neuemissionsvolumen auf einem ähnlichen Niveau bleibt.

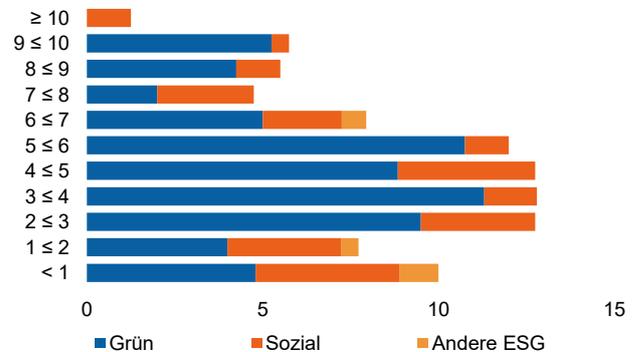
Künftig geringeres Marktwachstum

UMLAUFVOLUMEN VON NACHHALTIGEN PFANDBRIEFEN WÄCHST WEITER, ABER WACHSTUMSRATEN GEHEN ZURÜCK UMLAUFVOLUMEN IN MRD. EURO



Quelle: Bloomberg, DZ BANK, Zahlen für 2024 per 26.09.2024, Angaben beziehen sich auf Euro lautende Covered Bonds mit einem Umlaufvolumen von mindestens 250 Mio. Euro

FÄLLIGKEITSPROFIL NACHHALTIGER COVERED BONDS Y-ACHSE: AKTUELLE RESTLAUFZEITEN IN JAHREN, X-ACHSE: FÄLLIGKEITSVOLUMEN IN MRD. EURO



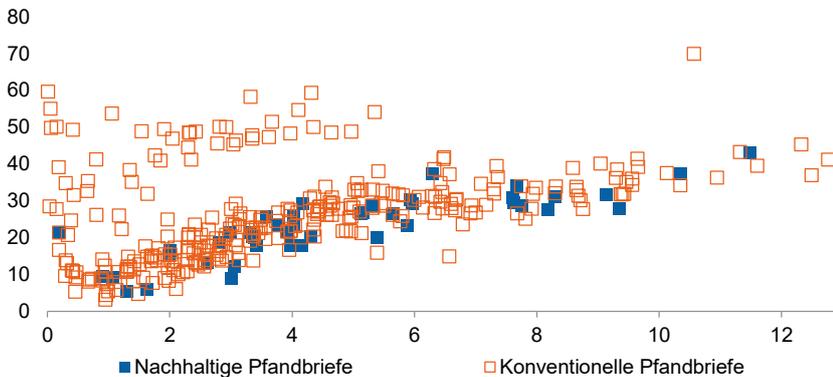
Quelle: Bloomberg, DZ BANK, Stand 26.09.2023, Angaben beziehen sich auf Euro lautende Covered Bonds mit einem Umlaufvolumen von mindestens 250 Mio. Euro

Nachhaltige Covered Bonds sind mit einem Anteil an den Neuemissionen von etwa 10 Prozent nach wie vor ein eher knappes Gut und bei Investoren beliebt. So dürfte es unserer Meinung nach auch bleiben. Für sie gibt es im Vergleich zu konventionellen Covered Bonds eine etwas breitere Investorenbasis, weil mit ihnen auch Anleger erreicht werden, die ausschließlich in nachhaltige Vermögenswerte investierten. Allerdings haben sich diese Vorteile der nachhaltigen Covered Bonds nach wie vor nicht in nennenswerten Spreadprämien umgemünzt. Zwar füllen sich die Orderbücher für nachhaltige Covered Bonds etwas schneller als die ihrer konventionellen oder grauen Pendanten und manchmal schwellen die Orderbücher sogar auf ein überdurchschnittliches Volumen an. Aber am Sekundärmarkt ist selten eine Prämie in Form eines Spreadabschlags für nachhaltige Covered Bonds feststellbar. Das gleiche gilt auch für Grüne oder Soziale Pfandbriefe. Wie in der nachstehenden

Breitere Investorenbasis für nachhaltige Pfandbriefe

Grafik zu erkennen ist, gab es im September 2024 keinen signifikanten Spreadunterschied zwischen nachhaltigen und grauen Pfandbriefen.

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



Quelle: Bloomberg, DZ BANK, Stand 26.09.2024, 17:00 Uhr

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

Nachhaltige Pfandbriefe handeln ohne nennenswerten Aufpreis

Vorteile von nachhaltigen Pfandbriefen

Nachhaltigkeitskriterien genießen für viele Investoren bereits einen hohen Stellenwert und einige legen ihr Geld sogar ausschließlich in nachhaltige Vermögenswerte an. Pfandbriefbanken erreichen deshalb mit Grünen oder Sozialen Pfandbriefen im Vergleich zu ihren konventionellen Pendanten eine breitere Investorenbasis, was bei der Platzierung von Neuemissionen ein Vorteil ist. Emittenten halsen sich durch ihre nachhaltigen Pfandbriefe allerdings auch viel zusätzliche Arbeit auf. Die nachhaltigen Deckungswerte müssen nicht nur die Anforderungen des Pfandbriefgesetzes erfüllen, sondern zusätzlich noch bestimmte grüne oder soziale Kriterien. Um entsprechende nachhaltige Deckungswerte zu identifizieren, müssen bei Kreditvergabe bereits entsprechende Daten erhoben und ausgewertet werden. Die Daten werden für zusätzliche Nachhaltigkeitsberichte und für das ESG Reporting des Pfandbriefprogramms gebraucht. Vielleicht sind der hohe Arbeitsaufwand und die doppelten Qualifikationskriterien nach Pfandbriefgesetz und unternehmenseigenen Nachhaltigkeitsstandards Gründe dafür, weshalb aktuell insgesamt lediglich 14 Kreditinstitute nachhaltige Pfandbriefe auflegen (bei insgesamt 83 Pfandbriefbanken zum 20. September 2024). Damit sind es aber immerhin schon zwei mehr als noch vor einem Jahr. Das Interesse auf der Seite der Pfandbriefemittenten dürfte grundsätzlich vorhanden sein. Allerdings haben in den vergangenen Jahren viele deutsche Banken ihre grünen Neuemissionen lieber im unbesicherten Format oder als Nachranganleihe aufgelegt. Mit diesen Anleiheformaten können sie auch nachhaltige Vermögenswerte nutzen, die sich nicht als Deckungswerte für ihre Pfandbriefe eignen würden. Im Jahr 2024 waren auch die Neuemissionsprämien für nachhaltige unbesicherte Bankanleihen seit Jahresbeginn bislang im Durchschnitt etwa 1 bis

Deutsche Banken legen vermehrt unbesicherte Anleihen im Nachhaltigkeitsformat auf

1,5 Basispunkte niedriger als bei konventionellen Neuemissionen (auch wenn am Sekundärmarkt – ähnlich wie bei Pfandbriefen – keine nennenswerte Spread-differenz auszumachen ist). Unbesicherte nachhaltige Anleihen bieten Emittenten insofern einen kleinen Refinanzierungsvorteil, der im Covered Bond Markt nicht immer gegeben ist.

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

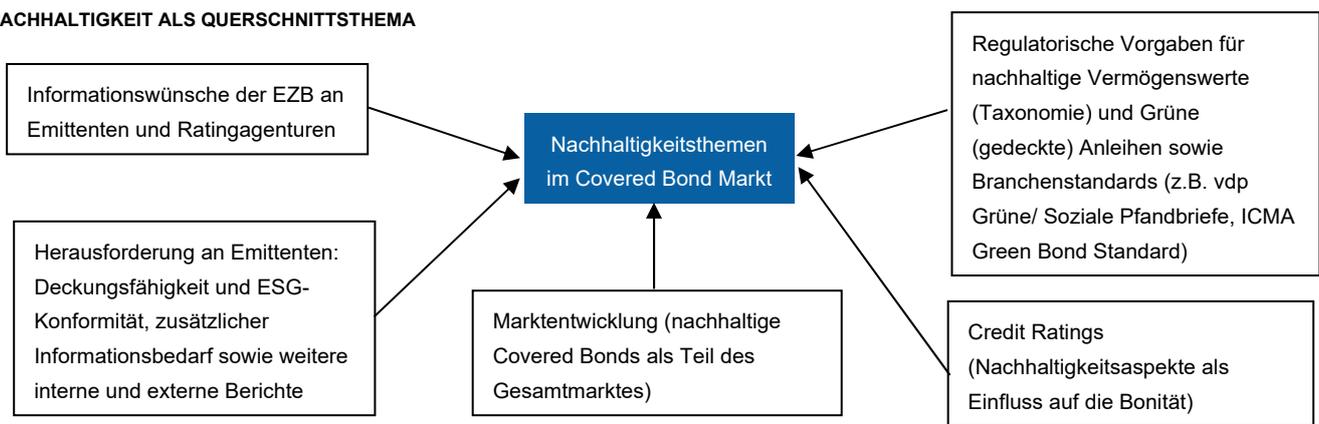
vdp Standard verlangt Besicherung der nachhaltigen Pfandbriefe mit qualifizierten Deckungswerten

Verschiedene Blickwinkel auf das Nachhaltigkeitsthema

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

Fundamentale Aspekte bei nachhaltigen Pfandbriefen

NACHHALTIGKEIT ALS QUERSCHNITTSTHEMA



Quelle: DZ BANK

Bezüglich der Marktstandards gibt es in Deutschland vom vdp Kriterien für Soziale Pfandbriefe und Grüne Pfandbriefe. Beide basieren auf den Prinzipien der International Capital Market Association (ICMA) für nachhaltige Anleihen. Im Falle der Sozialen Pfandbriefe müssen laut vdp die finanzierten Projekte einen sozialen Mehrwert bieten, wobei sich dieser von den Nachhaltigkeitszielen der Vereinten

Branchenstandards des vdp für deutsche Pfandbriefe

Nationen (Sustainable Development Goals, SDG) ableitet, zu denen insbesondere die folgenden Bereiche gehören:

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

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

Regelmäßige Informationen und externe Kontrolle

Grüne Pfandbriefe unterliegen denselben zusätzlichen Transparenzanforderungen wie Soziale Pfandbriefe, die auch eine SPO umfassen. Im Falle von Grünen Pfandbriefen dominieren zurzeit Hypothekendarlehen, woran sich so schnell auch nichts ändern dürfte. Die Kriterien für die Deckungswerte von Grünen Hypothekendarlehen wurden 2024 erstmals nach ihrer Einführung im Jahr 2019 geändert. Zu den Änderungen zählen laut vdp die folgenden Punkte:

Grüne Hypothekendarlehen dominieren

- » Bislang galt für Neubauten, dass sie die zum Zeitpunkt der Finanzierung gültigen gesetzlichen energetischen Standards des jeweiligen Landes einhalten müssen. Dieser Standard wurde verschärft. Ab 2025 muss das Gebäude beim Primärenergiebedarf einen Wert von mindestens 10 Prozent unter dem Standard für Niedrigstenergiegebäude des Landes (Nearly Zero-Energy Building, NZEB) erreichen.
- » Bei Gewerbeimmobilien wird künftig mindestens die Energieeffizienzklasse A verlangt. Bisher konnte auf Vergleichswerte der Bundesministerien abgestellt werden. Dies wird ab 2025 nicht mehr möglich sein.
- » Die Energieeffizienzklasse A wird künftig auch bei Wohnimmobilien erwartet (analog zu Gewerbeimmobilien). Damit wird das bestehende Kriterium verschärft, welches die Energieeffizienzklasse B vorsah. Außerdem wird das Kriterium abgeschafft, nach welchem eine Wohnimmobilie als grün eingestuft wird, wenn ihr Energiebedarf 75 Kilowattstunden pro Quadratmeter nicht überschreitet. Dieses Kriterium war bislang eine Alternative zur Energieeffizienzklasse.

Neben den genannten Punkten wurden auch formelle Änderungen am Regelwerk vorgenommen. Der vdp hat auch an den Kriterien für Grüne Öffentliche Pfandbriefe gefeilt. Die Definition für geeignete Deckungswerte ist unverändert geblieben.

Regelmäßige Überprüfung des Regelwerks

Allerdings wurden formelle Änderungen beschlossen, die den Wortlaut der beiden Fassungen angleichen sollen. Die ab 1. Januar 2025 geltenden Kriterien für Grüne Hypothekendarlehen sind in der nachstehenden Abbildung zusammengefasst. Für die Grünen Pfandbriefe gelten die jeweils zum Emissionszeitpunkt gültigen Mindeststandards, die auf der Website des vdp abgerufen werden können.

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

Der Primärenergiebedarf von Neubauten in Deutschland und anderen Mitgliedsländern der Europäischen Union (EU) muss mindestens 10 Prozent unter dem nationalen Standard für Niedrigenergiegebäude liegen. In Ländern außerhalb der EU müssen die nationalen Standards eingehalten werden.

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

- Die Gewerbeimmobilie kann mindestens der Energieeffizienzklasse A zugeordnet werden.
- Ein etablierter Nachhaltigkeitszertifikat-Anbieter bestätigt, dass die Gewerbeimmobilie in eine der Top-Kategorien des Anbieters fällt.
- Die Gewerbeimmobilie zählt im Energieverbrauch/-bedarf zu den Top 15 Prozent des nationalen Gewerbeimmobilienbestands.

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

- Das Wohngebäude kann mindestens der Energieeffizienzklasse A zugeordnet werden.
- Es liegt eine Kofinanzierung über KfW-Förderprogramme für energieeffizientes Bauen beziehungsweise Sanieren vor.
- Das Wohngebäude zählt im Energieverbrauch/-bedarf zu den Top 15 Prozent des nationalen Wohngebäudebestands.

Bei Renovierungen/Sanierungen von Gebäuden gelten die folgenden Kriterien:

- Mit den baulichen Maßnahmen wird eine Reduzierung des Energieverbrauchs von mindestens 30 Prozent erreicht und ...
- ... die energetische Sanierung führt dazu, dass der Energieverbrauch/-bedarf ein Niveau erreicht, das im Einklang mit den Klimazielen der Europäischen Union steht.
- Das Gebäude zählt im Energieverbrauch/-bedarf zu den Top 15 Prozent des nationalen Gebäudebestands.

Quelle: Verband deutscher Pfandbriefbanken, DZ BANK

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

Standards für Grüne Öffentliche Pfandbriefe etabliert

Keine separate Deckungsmasse für nachhaltige Pfandbriefe

Für Grüne und Soziale Pfandbriefe gilt gleichermaßen, dass es keine getrennte Deckungsmasse für sie gibt. Ferner fallen selbstverständlich auch die nachhaltigen Pfandbriefe einer Bank unter die allgemeinen Vorschriften des Pfandbriefgesetzes

Pfandbriefgesetz gilt, keine separaten Deckungsmassen

und die relevanten Pfandbrief-Verordnungen. Allerdings enthalten die Deckungsmassen von grünen oder sozialen Pfandbriefemittenten Forderungen in mindestens der Höhe ihrer umlaufenden Grünen beziehungsweise Sozialen Pfandbriefe.

Die Grundlagen für nachhaltige Pfandbriefe: ICMA-Richtlinien

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

- » In der Anleihedokumentation soll die Verwendung der Anleiheerlöse aufgezeigt werden. Die ausgewählten finanzierten Projekte sollen einen klaren sozialen oder ökologischen Nutzen haben. Die ICMA-Richtlinien erkennen eine breite Palette von nachhaltigen Projekten an.
- » ICMA empfiehlt den Emittenten die Veröffentlichung eines eigenen Green oder Social Bond Framework. Dieses sollte darüber Auskunft geben, wie der Emittent bei der Auswahl der finanzierten nachhaltigen Projekte vorgeht und welche Zielsetzung damit verfolgt wird. In diesem Dokument sollten unter anderem die dazu verwendeten Eignungs- und Ausschlusskriterien klar benannt werden.
- » Die Verwendung der Anleiheerlöse sollte nachvollziehbar sein. Der Emittent hat durch einen internen Prozess sicherzustellen, dass die Anleiheerlöse ausschließlich den im Bond Framework beschriebenen, nachhaltigen Projekten zugutekommen. Falls die Anleiheerlöse nicht sofort in entsprechende langfristige Projekte fließen können, sollte der Emittent darlegen, wie das Geld in der Übergangsphase verwendet wird.
- » Bis zur vollständigen Allokation der Anleiheerlöse sollte der Emittent jährlich über die Verwendung der Anleiheerlöse berichten. Soweit möglich sollten die Projekte konkret benannt und der erwartete Effekt (zum Beispiel die Einsparung von CO₂-Emission) angegeben werden. Wenn dies nicht möglich ist (beispielsweise aus Vertraulichkeitsgründen oder wegen der hohen Zahl an Projekten), sollten aussagekräftige Angaben auf Portfolioebene erfolgen.

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

ICMA fordert Transparenz

Verwendung der Emissionserlöse (Use of Proceeds)

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

Management der Erlöse (Management of Proceeds)

Berichterstattung (Reporting)

Externe Kontrolle

- » Die Organisation, die die SPO ausstellt, sollte unabhängig vom Berater des Emittenten für das nachhaltige Anleiheprogramm sein und eine unabhängige Einschätzung zur Einhaltung der ICMA-Richtlinien geben. **Zweite Meinung (Second Party Opinion, SPO)**
- » Ein Emittent kann eine unabhängige Verifizierung anhand eines festgelegten Kriterienkataloges einholen. **Verifizierung**
- » Ein Emittent kann sein nachhaltiges Anleiheprogramm zertifizieren lassen (zum Beispiel mit einem Gütesiegel oder Label). Die Einhaltung der zum Erlangen des Labels vorgeschriebenen Kriterien sollte wiederum nach der Vorstellung von ICMA durch einen externen Dritten geprüft werden. **Zertifizierung**
- » Ein Emittent könnte seine Anleihen oder das nachhaltige Anleiheprogramm zum Beispiel auch durch eine Öko-Ratingagentur oder einen spezialisierten Researchanbieter überprüfen lassen. **Scoring/Rating**

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

**ICMA wünscht sich die
Veröffentlichung der Ergebnisse**

MISCHUNG VON GRÜNEN UND SOZIALEN ANLEIHEN SOWIE SUSTAINABILITY-LINKED BONDS

Manchmal ist eine klare Trennung entlang der Green Bond Principles (GBP) und Social Bond Principles (SBP) schwierig oder ein Emittent würde gerne Finanzierungen für grüne und soziale Projekte in einem einzigen Nachhaltigkeitsprogramm vereinen. Hierfür hat die ICMA eigenständige Richtlinien geschaffen, die für Sustainability Bonds anzuwenden sind. Für diese Anleihen gelten die gleichen Empfehlungen wie für die GBP und SBP. Ein wichtiger Grundsatz bei all diesen Anleihen (Green Bonds, Social Bonds oder Sustainability Bonds) ist, dass die Erlöse aus der Anleiheemission nur zur Finanzierung bestimmter, vorab festgelegter Projekte genutzt werden können. Hiervon sind die Sustainability-Linked Bonds abzugrenzen, für die die ICMA ein Rahmenwerk in Form von Leitlinien geschaffen hat. Im Falle der Sustainability-Linked Bonds verpflichtet sich der Emittent, bestimmte vorab definierte Nachhaltigkeitsziele (Sustainability Performance Targets, SPT) zu erreichen. Dies wird anhand von Schlüsselindikatoren (Key Performance Indicators, KPI) überprüft. Bei der Verwendung der Anleiheerlöse ist der Emittent jedoch nicht an konkrete Projekte gebunden.

Quelle: ICMA, DZ BANK

Einheitliche Nachhaltigkeitsstandards durch die EU-Taxonomie

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

**European Green Deal als zentrales
europäisches Projekt**

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

In delegierten Rechtsakten hat die EU-Kommission in zwei Schritten für die sechs in der EU-Taxonomie genannten Umweltziele die Anforderungen beziehungsweise

**Konkretisierung der
Bewertungskriterien**

technischen Bewertungskriterien konkret definiert. Im Rahmen der delegierten Rechtsakte wurden auch Kriterien für energetisch nachhaltige Gebäude vorgestellt. Wenn eine Pfandbriefbank solche Gebäude finanziert, wären diese Immobilienkredite grüne Hypotheken im Sinne der Taxonomie.

UMWELTZIELE DER EU-TAXONOMIE-VERORDNUNG



Quelle: DZ BANK

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

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

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

EU-Kriterien für grüne Gebäude

DNSH-Kriterien sorgen für Kopfzerbrechen

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

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

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

Laut vdp gehen die für grüne Gebäude notwendigen Informationen weit über das aktuell bei Immobilienfinanzierungen verfügbare Datenmaterial hinaus. Der Verband kritisiert außerdem eine überbordende Komplexität. Außerdem fehlt es auf nationaler und europäischer Ebene noch an Datenbanken, die den Banken helfen könnten, die erforderlichen Informationen einheitlich und strukturiert abzurufen. Daneben prangert der vdp an, dass es keine Gewichtung der DNSH-Kriterien gibt. Der tropfende Wasserhahn erlangt dadurch dasselbe Gewicht wie die Prüfung auf Altlasten oder die Bewahrung von Schutzgebieten.

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

BENCHMARKING FÜR DAS TOP 15 PROZENT KRITERIUM BEI IMMOBILIEN

Der Verband deutscher Pfandbriefbanken (vdp) hat zusammen mit dem Beratungsunternehmen Drees & Sommer ein Benchmarking entwickelt, mit dem Ziel, Banken dabei zu unterstützen, den Nachweis der Taxonomie-Konformität bei Immobilienfinanzierungen zu führen (siehe zum Beispiel vdp-Pressemitteilung vom 12. Oktober 2023 und die Studie „EU Taxonomy: Acquisition And Ownership Of Buildings“). Bei Gebäuden, die bis Ende 2020 errichtet wurden, kann die Finanzierung als Beitrag zur Erreichung des Umweltziels Klimaschutz angesehen werden, wenn das Gebäude beim Primärenergiebedarf zu den besten 15 Prozent im nationalen oder regionalen Markt gehört (TOP 15). Hier setzt das Benchmarking an, wobei zwischen Wohn- und Nichtwohngebäuden unterschieden wird. Drees & Sommer hat Kriterien ausgearbeitet, die die TOP-15-Immobilien erfüllen müssen. Daneben müssen die Gebäude zusätzlich noch die Do-Not-Significant-Harm-Kriterien erfüllen, wenn die Taxonomie-Konformität erreicht werden soll. Das TOP-15-Kriterium wird laut Benchmarking erfüllt, wenn Zertifikate zur Energieeffizienzklasse der Gebäude vorgelegt werden können, wobei – abhängig vom Gebäudetyp – unterschiedliche Effizienzklassen mindestens erreicht werden müssen. Falls ein Energieausweis für das Gebäude nicht vorliegt, wäre das TOP-15-Kriterium auch erfüllt, wenn bestimmte Schwellenwerte für die Energieverbräuche des Gebäudes pro Quadratmeter nicht überschritten werden. Für die Gebäudetypen Wohnimmobilien, Büros sowie Logistik- und Handelsgebäude wurden individuelle Schwellenwerte für das TOP-15-Kriterium ausgearbeitet. Die Methode basiert auf öffentlich zugänglichen Daten und wird jährlich überprüft.

Quelle: vdp, DZ BANK

Europäischer Standard: Vorschlag für EU-Standards für grüne Anleihen

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

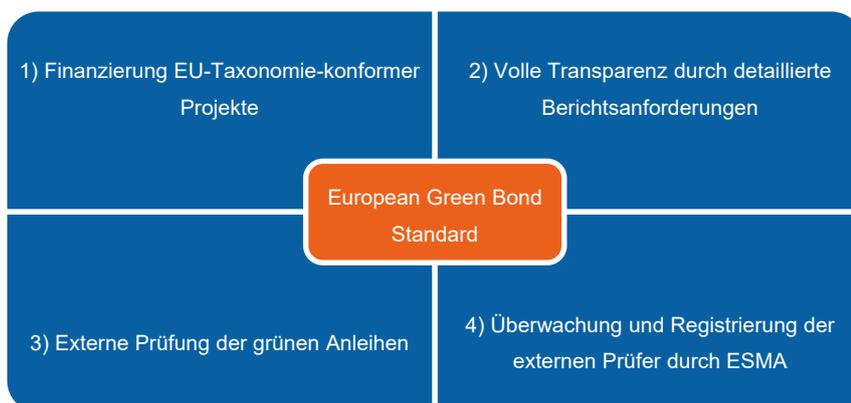
- » Die Emissionserlöse aus der Anleihe müssen vollständig in Projekte fließen, die im Einklang mit der EU-Taxonomie stehen. Falls sich die Anforderungen im delegierten Rechtsakt zur EU-Taxonomie später verändern oder verschärfen werden, gilt für die ursprünglich als taxonomie-konform angesehenen Vermögenswerte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

Im zweiten und dritten Punkt sind die ICMA-Richtlinien klar wiederzuerkennen. Der Bezug zur EU-Taxonomie geht wiederum inhaltlich deutlich über die ICMA-Kriterien hinaus. Laut Vorstellungen der EU-Kommission soll der EUGBS zum internationalen Goldstandard für grüne Anleihen werden, zum Nutzen von Emittenten (Nachweis zur Finanzierung von taxonomie-konformen Projekten) und Investoren (leichteres Erkennen von nachhaltigen Investments und dadurch Reduzierung des Risikos von Greenwashing). Alle Emittenten von grünen Anleihen weltweit können die EUGBS freiwillig befolgen, egal ob sie ihren Sitz innerhalb oder außerhalb der EU haben.

Vier grundlegende Anforderungen

Goldstandard für grüne Anleihen: European Green Bonds

DIE VIER ECKPUNKTE DES EUROPEAN GREEN BOND STANDARDS



Quelle: EU Kommission, DZ BANK

Im Covered Bond Markt liegt nach unserer Recherche der Anteil der ICMA-konformen nachhaltigen gedeckten Anleihen bei 100 Prozent. Von den weltweit bislang inzwischen über 50 Emittenten, die nachhaltige gedeckte Anleihen in Euro (Emissionsvolumen mindesten 250 Mio. Euro) aufgelegt haben, beachten alle die entsprechenden ICMA-Leitlinien. Insofern werden die ICMA-Vorgaben mit Fug und Recht als Marktstandard bezeichnet.

Der vdp strebt eine Annäherung an die Taxonomie-Kriterien im Rahmen der Vorgaben für Grüne und Soziale Pfandbriefe im Laufe der Zeit an. Die 2024 beschlossenen Veränderungen an den entsprechenden Regelwerken gehen bereits in diese Richtung. Allerdings nehmen die vdp-Mindestanforderungen bislang keinen direkten Bezug auf die Taxonomie-Kriterien. Die Grünen Pfandbriefe werden nicht so schnell – so wie es momentan aussieht – den Status als European Green Bond erhalten.

Nachhaltigkeit und Kreditausfallrisiken

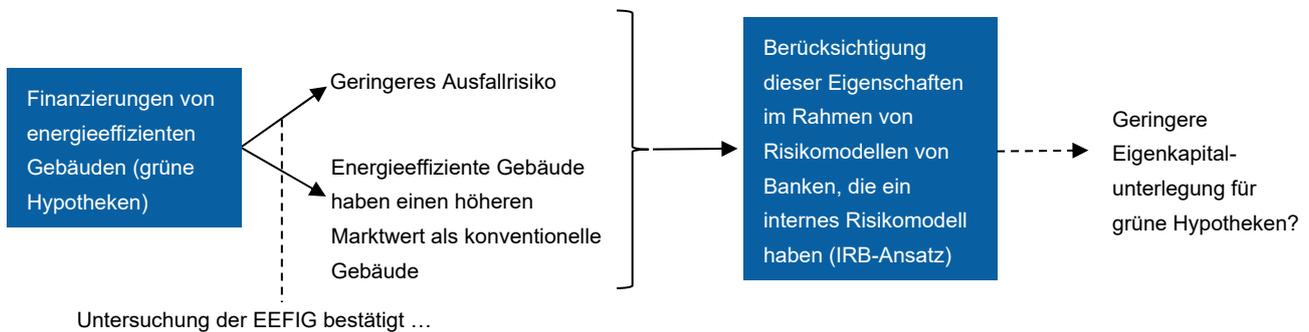
Die EZB betont im Rahmen ihrer Arbeit die Bedeutung von Nachhaltigkeitsthemen bezüglich Kreditausfallrisiken. In diesem Zusammenhang stellt sich die Frage, ob Finanzierungen von grünen Gebäuden für die Bank mit geringeren Risiken verbunden sind. Die Initiative für energieeffiziente Hypotheken (EEMI)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

Im Moment sind die ICMA-Kriterien der Marktstandard

Grüne und Soziale Pfandbriefe basieren auf den Prinzipien der ICMA

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

GRÜNE HYPOTHEKEN: RECHTFERTIGT DER GERINGERE RISIKOGEHALT EINE GERINGERE EIGENKAPITALUNTERLEGUNG?



Quelle: DZ BANK

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

Grüne Gebäude haben einen höheren Marktwert

ANLEIHEÜBERSICHT

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

Emittent	ISIN	Fälligkeit	Rückzahlungstyp*	Kupon (In Prozent)	Ausstehendes Volumen in Mio. Euro	Indikativer Z-Spread in Basispunkten	LCR Kategorie	ESG?
DZ HYP	DE000A2AAW12	06.12.2024	Soft Bullet	0,050%	500	1	1	✘
DZ HYP	DE000A14J5C9	26.02.2025	Soft Bullet	0,625%	250	19	2A	✘
DZ HYP	DE000A2AASB4	06.06.2025	Soft Bullet	0,375%	750	6	1	✘
DZ HYP	DE000A289PC3	12.09.2025	Soft Bullet	0,010%	1.000	6	1	✘
DZ HYP	DE000A2G9HE4	13.11.2025	Soft Bullet	0,500%	1.000	3	1	✘
DZ HYP	DE000A3MQUY1	16.01.2026	Soft Bullet	3,000%	500	6	1	✓
DZ HYP	DE000A161ZQ3	02.02.2026	Soft Bullet	0,750%	875	13	1	✘
DZ HYP	DE000A14KKM9	31.03.2026	Soft Bullet	0,375%	500	15	1	✘
DZ HYP	DE000A2BPJ78	16.06.2026	Soft Bullet	0,500%	500	15	1	✘
DZ HYP	DE000A2AAX45	31.08.2026	Soft Bullet	0,100%	500	16	1	✘
DZ HYP	DE000A2AAW53	30.09.2026	Soft Bullet	0,500%	500	16	1	✘
DZ HYP	DE000A3E5UY4	26.10.2026	Soft Bullet	0,010%	1.000	18	1	✘
DZ HYP	DE000A2TSDW4	15.01.2027	Soft Bullet	0,010%	1.000	20	1	✘
DZ HYP	DE000A14J5J4	01.04.2027	Soft Bullet	0,500%	750	21	1	✘
DZ HYP	DE000A2G9HD6	30.06.2027	Soft Bullet	0,750%	500	20	1	✘
DZ HYP	DE000A351XS1	30.07.2027	Soft Bullet	3,250%	500	18	1	✘
DZ HYP	DE000A2BPJ86	30.08.2027	Soft Bullet	0,625%	750	22	1	✘
DZ HYP	DE000A3MQU11	29.10.2027	Soft Bullet	3,000%	500	20	1	✘
DZ HYP	DE000A2TSDY0	12.11.2027	Soft Bullet	0,010%	500	24	1	✘
DZ HYP	DE000A351XK8	31.01.2028	Soft Bullet	3,375%	500	19	1	✓
DZ HYP	DE000A2GSP56	22.03.2028	Soft Bullet	0,875%	750	23	1	✘
DZ HYP	DE000A289PA7	23.06.2028	Soft Bullet	0,010%	1.000	24	1	✘
DZ HYP	DE000A351XY9	20.09.2028	Soft Bullet	3,125%	500	19	1	✓
DZ HYP	DE000A289PH2	27.10.2028	Soft Bullet	0,010%	1.000	27	1	✘
DZ HYP	DE000A2G9HL9	30.01.2029	Soft Bullet	0,875%	750	28	1	✘
DZ HYP	DE000A3H2TQ6	20.04.2029	Soft Bullet	0,010%	1.000	29	1	✘
DZ HYP	DE000A2TSDV6	29.06.2029	Soft Bullet	0,050%	750	28	1	✘
DZ HYP	DE000A3MP619	21.11.2029	Soft Bullet	0,750%	1.000	28	1	✓
DZ HYP	DE000A13SR38	18.01.2030	Soft Bullet	0,875%	750	28	1	✘
DZ HYP	DE000A3H2TK9	29.03.2030	Soft Bullet	0,010%	1.000	29	1	✘
DZ HYP	DE000A3E5UU2	15.11.2030	Soft Bullet	0,010%	750	29	1	✘
DZ HYP	DE000A351XU7	28.02.2031	Soft Bullet	2,750%	750	30	1	✘
DZ HYP	DE000A3825M9	30.04.2031	Soft bullet	2,625%	500	31	1	✘
DZ HYP	DE000A3MP684	30.05.2031	Soft Bullet	1,625%	750	30	1	✘
DZ HYP	DE000A3MQUX3	28.11.2031	Soft Bullet	2,500%	850	30	1	✘
DZ HYP	DE000A351XW3	31.05.2032	Soft Bullet	3,000%	600	28	1	✘
DZ HYP	DE000A3MQUZ8	30.11.2032	Soft Bullet	3,000%	750	29	1	✓
DZ HYP	DE000A3MQU45	31.05.2033	Soft Bullet	3,250%	1.000	32	1	✘
DZ HYP	DE000A351XV5	28.02.2034	Soft Bullet	3,125%	650	33	1	✘
DZ HYP	DE000A2NB841	17.04.2034	Soft Bullet	0,875%	500	38	1	✘
DZ HYP	DE000A2TSDZ7	10.11.2034	Soft Bullet	0,375%	500	40	1	✘
DZ HYP	DE000A2BPJ60	23.03.2037	Soft Bullet	1,375%	250	37	2A	✘

Quelle: Bloomberg, DZ BANK, * Soft Bullet = endfällige Anleihe mit Fälligkeitsverschiebung, LCR = Mindestliquiditätsquote (Liquidity Coverage Ratio), ESG = Covered Bond besichert durch nachhaltige (grüne) Deckungswerte, ✓ = ja, ✘ = nein, Spread-Angaben mit Stand 16.10.2024, 14:46 Uhr

Impressum

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

Herausgeber:
DZ HYP AG

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

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

Homepage: www.dzhyp.de
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 ge covert werden. Für Rohstoffe und Währungen hat die DZ BANK, basierend auf dem jeweiligen Jahres-Bruttogehalt des Mitarbeiters, ebenfalls eine Obergrenze definiert, die nach Auffassung der DZ BANK persönliche Interessenkonflikte der Mitarbeiter auch bei der Erstellung von Sonstigen Research-Publikationen ausschließt.

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

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

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

7. Adressaten, Informationsquellen und Nutzung

7.1 Adressaten

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

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

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

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

7.2 Wesentliche Informationsquellen

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

Wesentliche Informationsquellen für Research-Publikationen sind:

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

7.3 Keine individuelle Investitionsempfehlung

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

8. Zusammenfassungen von Methoden und Verfahren

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

II. Rechtliche Hinweise

- 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.
- 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.
- 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