

Eine Fachthemenreihe der DZ HYP | September 2019

DER DEUTSCHE PFANDBRIEFMARKT 2019 | 2020

Eine tragende Säule im
Finanzsystem wird 250 Jahre

dzhyp.de

INHALT

- 2 **Vorwort**
- 3 **250 Jahre deutsche Pfandbriefe: und weiter geht's!**
- 4 **Marktentwicklungen**
- 17 **Kreditgeschäft, Digitalisierung und Pfandbriefratings**
- 31 **Europäische Harmonisierung der Covered Bond Gesetze
im Lichte von 250 Jahren Pfandbriefgeschichte**
- 44 **Rechtliche Grundlagen für Pfandbriefe**
- 79 **Aufsichtsrechtliche Behandlung von Pfandbriefen**
- 81 **Glossar zu Pfandbriefen**
- 85 **Anleiheübersicht**
- 86 **Impressum**
- 91 **Anschriften der DZ HYP**

VORWORT

Die Geschichte des deutschen Pfandbriefs lässt sich bis auf den 29. August 1769 zurückverfolgen. Damit feiert Deutschlands traditionsreichstes Finanzprodukt im Jahr 2019 sein 250. Jubiläum. Die Pfandbriefe von 1769 und 2019 unterscheiden sich deutlich voneinander – was sie eint, ist ihre Sicherheit. Denn die gesetzlichen Grundlagen als Fundament für die Pfandbriefsicherheit wurden immer wieder angepasst und weiterentwickelt. Zum Ende der jetzigen Dekade steht die Harmonisierung der europäischen Covered Bond Gesetze im Fokus. Auch für das deutsche Pfandbriefrecht stehen mit dem seit 2018 vorliegenden Gesetzentwurf erneute Änderungen an, wenngleich diese im europäischen Vergleich überschaubar sind.

In der Vergangenheit haben Hypothekendarlehen unter anderem dazu beigetragen, nach zwei Weltkriegen die Wohnungsnot in Deutschland zu lindern. Heute beschäftigt sich der Markt intensiv mit den Herausforderungen des Klimawandels. Vorzugskonditionen für grüne Hypotheken könnten helfen, energetische Modernisierungen bei Bestandsimmobilien voranzutreiben oder beim Neubau höhere Standards umzusetzen. Nach den derzeitigen Grundlagenarbeiten, im Zuge derer eine größere Standardisierung und einheitliche Definitionen erarbeitet werden, dürfte dieser Markt spürbar wachsen.

Der Einfluss Europas auf den deutschen Pfandbriefmarkt ist von großer Bedeutung. Mit ihren geldpolitischen Maßnahmen beeinflusst die Europäische Zentralbank die Renditen und Risikoaufschläge für europäische Covered Bonds. Aufgrund der anhaltenden Lockerungen der Europäischen Zentralbank notieren viele Pfandbriefe bereits mit einer negativen Rendite. Zum 250. Geburtstag punktet der Pfandbrief dennoch mit einem Renditeaufschlag gegenüber Bundesanleihen.

Der vorliegende Bericht zum Pfandbriefmarkt 2019/2020 gibt einen Überblick über die aktuellen Marktentwicklungen und betrachtet intensiv die Harmonisierung der Covered Bond Gesetze im Lichte von 250 Jahren Pfandbriefgeschichte. Zudem wird die derzeitige Situation hinsichtlich der Digitalisierung analysiert und rechtliche Grundlagen für Pfandbriefe ausführlich dargestellt.

DZ HYP

September 2019

250 JAHRE DEUTSCHE PFANDBRIEFE: UND WEITER GEHT'S!

- » **Harmonisierung der europäischen Covered Bond Gesetze erfordert auch Anpassungen im Pfandbriefgesetz**
- » **Die geldpolitische Lockerung der Europäischen Zentralbank schiebt die Pfandbriefrenditen auf Talfahrt, das Umlaufvolumen dürfte leicht steigen**
- » **Für grüne Pfandbriefe laufen momentan Grundlagenarbeiten, die das Fundament für ein künftig schnelleres Wachstum dieses Segments legen**

Zusammenfassung

Der Pfandbrief feiert 2019 sein 250. Jubiläum. In der Vergangenheit hat sich die gedeckte Bankschuldverschreibung „Made in Germany“ den Ruf erarbeitet, besonders sicher zu sein. Ein Grundpfeiler für die Sicherheit des Pfandbriefs sind seine gesetzlichen Grundlagen, die in den vergangenen Dekaden immer wieder angepasst und verbessert wurden. Mit der Harmonisierung der Covered Bond Gesetze in Europa stehen auch für das Pfandbriefgesetz wieder Änderungen auf der Tagesordnung, allerdings weniger als in vielen anderen Ländern der Europäischen Union (EU). Um den angestrebten Status als European Covered Bond (Premium) qua Gesetz sicherzustellen, müssen in Deutschland zum Beispiel eine Überdeckung zum Nennwert und eine Zinsdeckung eingeführt werden.

Im Juli haben die Aussagen der Europäischen Zentralbank (EZB) die Renditen auf Talfahrt geschickt. Die meisten Pfandbriefe notieren bereits mit einer negativen Rendite. Sogar zehnjährige Pfandbriefe rentierten Anfang August im Durchschnitt nur noch mit weniger als -0,1 Prozent. Die Renditen dürften vor dem Hintergrund des angekündigten geldpolitischen Maßnahmenpakets der EZB auch künftig weiter niedrig bleiben. Das Pfandbriefumlaufvolumen erreichte zum 30. Juni 2019 rund 370 Mrd. Euro. Das Wachstum der Hypothekenpfandbriefe konnte den Rückgang bei den Öffentlichen Pfandbriefen einmal mehr kompensieren. Für das laufende Jahr erwarten wir rege Primärmarktaktivitäten und als Folge davon eine Fortsetzung des leichten Aufwärtstrends für das Umlaufvolumen der Pfandbriefe.

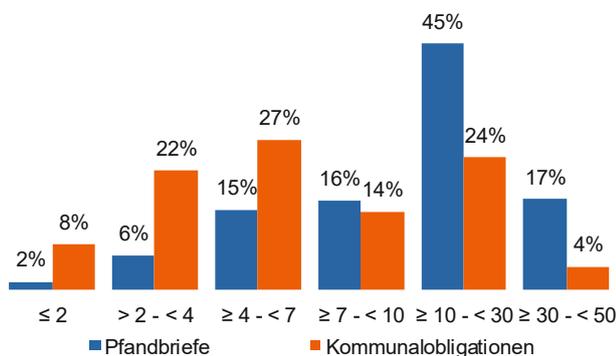
Nach dem zweiten Weltkrieg haben die damaligen Sozialpfandbriefe dazu beigetragen, die Wohnungsnot in Deutschland zu lindern. Heute geht es darum, einen Markt für grüne Pfandbriefe zu entwickeln, mit dem die Erreichung der Klimaziele unterstützt werden kann. Vorzugskonditionen für grüne Hypotheken könnten helfen, energetische Modernisierungen bei Bestandsimmobilien voranzutreiben oder beim Neubau höhere Standards umzusetzen. Im Moment werden jedoch noch Daten gesammelt und an einheitlichen Definitionen für grüne Hypotheken sowie andere nachhaltigen Finanzierungen gefeilt, um eine größere Standardisierung in den Markt für grüne und ESG Pfandbriefe zu etablieren. Sobald diese Grundlagenarbeiten abgeschlossen sind, rechnen wir künftig mit einem stärkeren Wachstum für diesen Markt als heute.

MARKTENTWICKLUNGEN

Der deutsche Pfandbrief feiert in diesem Jahr sein 250. Jubiläum. Ein guter Anlass im Rahmen dieser Studie in seine bewegte Geschichte zurückzublicken, auch zum Beispiel bezüglich der Pfandbriefrenditen. Mit dem Slogan „Genau das fehlt Ihnen: Ein Huhn, das goldene Eier legt. Pfandbrief & Kommunalobligationen – Verbriefte Sicherheit“ warben die öffentlich-rechtlichen Kreditinstitute und privaten Hypothekenbanken in den 1960er Jahren für ihre gedeckten Anleihen. In Westdeutschland stiegen damals die Zinsen in einem Umfeld hoher Inflation rapide an. Die Pfandbriefbanken suchten Argumente, um die Platzierung ihrer Anleihen bei Privatanlegern zu fördern. Gleichzeitig wurden die Laufzeiten von Pfandbriefen mit dem Ziel verkürzt, die Zinslast für Emittenten und Kreditnehmer zu senken. Zu jener Zeit waren Laufzeiten von 20 Jahren oder mehr für Pfandbriefe keine Seltenheit, die außerdem häufig nicht-gesamt-fällig gewesen sind. Auch wurde über Pfandbriefe mit Stufenzinsen nachgedacht. Der Jubiläumspfandbrief der Rheinischen Hypothekenbank, der 1969 anlässlich des 200. Pfandbriefjubiläums ausgegeben wurde, sah zum Beispiel ansteigende Kupons von 6 Prozent über 8 Prozent auf schließlich 10 Prozent während seiner Laufzeit von sieben Jahren vor, wobei ab dem fünften Jahr eine Kursgarantie in Höhe des Emissionskurses ausgesprochen wurde.

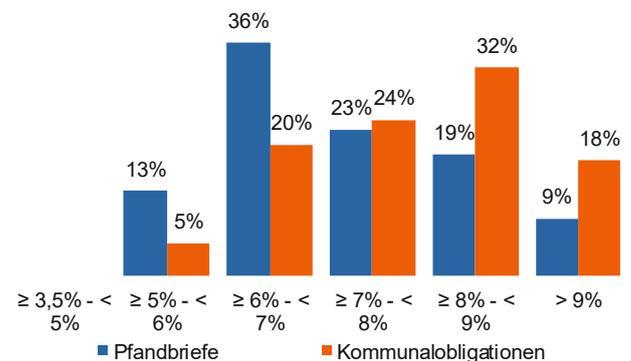
Stufenzinsanleihe als Jubiläumspfandbrief 1969

VERTEILUNG DES PFANDBRIEFUMLAUFS NACH LAUFZEIT IN JAHREN
STAND 31. DEZEMBER 1975, UMLAUFVOLUMINA PFANDBRIEFE (75 MRD. DM), KOMMUNALOBLIGATIONEN (109 MRD. DM)



Quelle: Festschrift "Der Pfandbrief 1769-2019 - Von der preußischen Finanzinnovation zur Covered Bond Benchmark", Darstellung DZ BANK Research

VERTEILUNG DES PFANDBRIEFUMLAUFS NACH KUPON
STAND 31. DEZEMBER 1975, UMLAUFVOLUMINA PFANDBRIEFE (75 MRD. DM), KOMMUNALOBLIGATIONEN (109 MRD. DM)



Quelle: Festschrift "Der Pfandbrief 1769-2019 - Von der preußischen Finanzinnovation zur Covered Bond Benchmark", Darstellung DZ BANK Research

Wie könnte ein Jubiläumspfandbrief im Jahr 2019 aussehen? Die Laufzeiten der neu aufgelegten und auf Euro lautenden Pfandbriefe wurden bis Mitte 2019 immer länger, um nach Möglichkeit immer noch einen kleinen Kupon von 0,05 oder 0,1 Prozent (also 5 oder 10 Basispunkte) zu ermöglichen. Inflationssorgen plagten die Marktteilnehmer im Moment nicht. Die Währungshüter sorgen sich im Gegenteil eher über eine zu geringe Teuerungsrate und rückläufige Inflationserwartungen. Seit Mitte des Jahres erreichen die Renditen deutscher Bundesanleihen ein Rekordtief nach dem anderen. Anfang Juli notierte die zehnjährige Bundesanleihe mit einer Rendite von rund -40 Basispunkten, dem Niveau des Einlagensatzes der EZB zu diesem Zeitpunkt. Das heißt, ein Anleger würde über die Gesamtlaufzeit rund 4 Prozent seines Investitionsbetrags verlieren. Einen Monat später – am 7. August – bei zu diesem Zeitpunkt unverändertem Einlagensatz, notierte die zehnjährige Bundesanleihe bereits mit einer Rendite von -0,6 Prozent, in der zweiten Augushälfte sogar bereits um die Marke von -0,7%. Von goldenen Eiern in Form hoher Renditen kann also im Moment an den Märkten für Staatsanleihen aber auch für Pfandbriefe nicht die Rede sein. Zum 250. Geburtstag werben Pfandbriefbanken daher – zu Recht – hauptsächlich mit der

Negative Renditen zum 250. Geburtstag

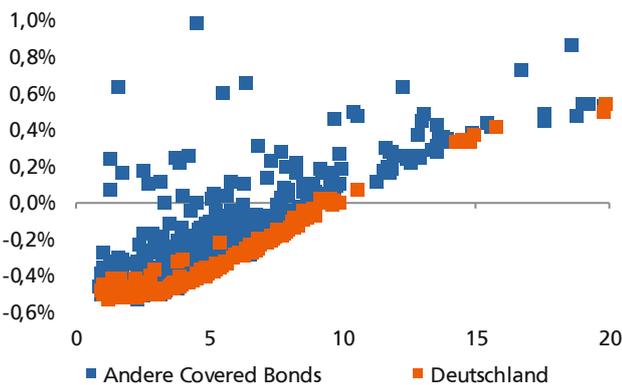
hohen Sicherheit ihrer per Gesetz mündelsicheren Wertpapiere. Außerdem bieten sie einen Renditeaufschlag gegenüber Bundesanleihen, sodass Pfandbriefanleger im Vergleich zu Staatsanleihegläubigern einen etwas geringeren Verlust erleiden, wenn sie die Anleihen bis zur Fälligkeit halten.

Renditen und Swapsreads

Der Renditeverfall zur Jahresmitte 2019 wurde durch die Äußerungen des EZB-Präsidenten Draghi beim diesjährigen EZB Forum in Sintra vom 17. bis 19. Juni ausgelöst. Nach einem kurzen „Zwischenhoch“ Mitte Juli setzten die Renditen ihre Talfahrt nach der regulären EZB-Ratsitzung am 25. Juli 2019 weiter fort, auch wenn der Einlagensatz zunächst unverändert geblieben ist. Der Notenbank scheint es gelungen zu sein, mit ihrer Adjustierung der Forward Guidance ein klares expansives Signal zu setzen. Eine Leitzinssenkung wird von vielen Marktteilnehmern nur noch als eine Frage der Zeit angesehen. Erwartet wird außerdem, dass weitere Leitzinssenkungen mit flankierenden Maßnahmen, wie Staffelnzinsen für Banken, begleitet werden. Die Wiederbelebung des Anleihekaufprogramms (APP), in dem auch Covered Bonds wieder einbezogen werden könnten, verbreitete Euphorie und versetzte Investoren in Kauflaune. Die Aussagen der EZB sind daher nicht ohne Wirkung auf den Pfandbriefmarkt geblieben, in dem sich während der Sommerwochen die Renditen ähnlich wie bei den Bundesanleihen von Rekordtief zu Rekordtief hangelten. Ende Juli 2019 wiesen ausstehende Pfandbriefe erst ab einer Laufzeit von zehn Jahren wieder eine positive Rendite auf. Am kurzen Ende der Zinskurve notieren Pfandbriefe zu diesem Zeitpunkt bereits mit einer Rendite von weniger als -0,5 Prozent und damit deutlich unterhalb des Einlagensatzes der EZB. Nur wenige Tage später Anfang August bewegten sich die Pfandbriefrenditen mit einer Laufzeit von zwei Jahren in Richtung -0,6 Prozent und zehnjährige Pfandbriefe notierten im Durchschnitt mit einer Rendite von weniger als -0,1 Prozent.

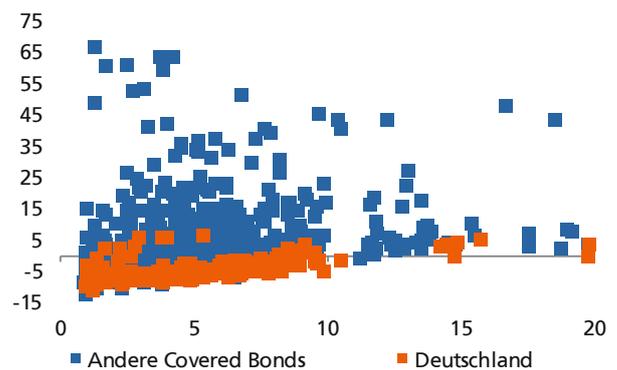
EZB gibt expansive Signale

PFANDBRIEFE HABEN ERST AB EINER LAUFZEIT VON ZEHN JAHREN EINE POSITIVE RENDITE
RENDITE (Y-ACHSE), LAUFZEIT DER ANLEIHEN IN JAHREN (X-ACHSE) STAND 26. JULI 2019 (EIN TAG NACH DER EZB SITZUNG)



Quelle: Bloomberg, Darstellung DZ BANK Research

FLACHE CREDIT-KURVE FÜR DEUTSCHE PFANDBRIEFE
SWAPSPREAD IN BASISPUNKTEN (Y-ACHSE), LAUFZEIT DER ANLEIHEN IN JAHREN (X-ACHSE) STAND 26. JULI 2019



Quelle: Bloomberg, Darstellung DZ BANK Research

Im Vergleich zu anderen gedeckten Bankschuldverschreibungen (Covered Bonds) notieren Pfandbriefe traditionell auf teureren Rendite- und Swapsreadniveaus. Die Kompression der Risikoaufschläge schritt jedoch in den vergangenen Monaten weiter voran. Durch die jüngsten Äußerungen der EZB hat diese Entwicklung neuen Schub bekommen. Positive Renditen und etwas höhere Swapsreads boten Ende Juli nur noch Covered Bonds mit längeren Laufzeiten. Diese Papiere scheinen daher ganz oben

Rendite- und Credit-Kurven verflachen sich zunehmend

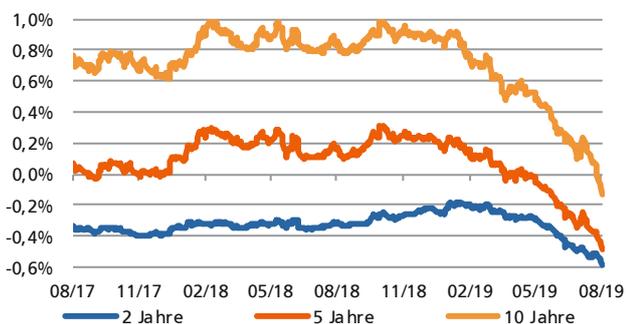
auf der Einkaufsliste der Investoren gestanden zu haben. Dies führte dazu, dass sich die Credit-Kurve für Pfandbriefe auch im August weiter verflachte.

Die Pfandbriefrenditen fallen bereits seit Januar 2019, nachdem sie sich im Verlauf des Jahres 2018 mehr oder weniger seitwärts bewegt haben und am kurzen Ende der Kurve sogar leicht erhöhten. Der Renditerückgang war vor dem Hintergrund der beschriebenen Marktsituation bei Pfandbriefen mit längeren Laufzeiten am stärksten ausgeprägt. So verringerten sich die Renditen von zehnjährigen Pfandbriefen von Mitte Januar bis Ende Juli um rund 80 Basispunkte. Für zwei- und fünfjährige Pfandbriefe betrug der Renditeverfall im gleichen Zeitraum lediglich etwa 30 beziehungsweise

55 Basispunkte. Diese Entwicklung setzte sich zu Anfang August fort. Die Renditekurve ist ähnlich wie die Credit-Kurve für Pfandbriefe in der ersten Jahreshälfte 2019 deutlich flacher geworden. Parallel zur Talfahrt der Renditen engten sich im gleichen Zeitraum auch die Renditeaufschläge der Pfandbriefe gegenüber der Swapkurve ein. Die Swapspreads der fünf- und zehnjährigen Pfandbriefe reduzierten sich um 7 bis 8 Basispunkte während für zweijährige Pfandbriefe 4 Basispunkte zu Buche schlugen. Das Einengungspotenzial der Pfandbrief-Swapspreads scheint aufgrund der bereits sehr geringen Renditen begrenzt zu sein. Anfang August haben sich die Swapspreads im Umfeld fallender Renditen wieder minimal ausgeweitet.

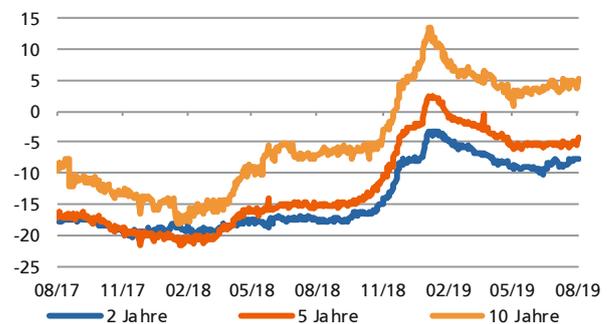
Geringere Pfandbriefrenditen und niedrigere Swapspreads über die gesamte Kurve

RENDITEKURVE DEUTSCHER PFANDBRIEFE WIRD IMMER FLACHER
GENERISCHE RENDITEN IN PROZENT



Quelle: Bloomberg, Berechnungen und Darstellung DZ BANK Research

NIEDRIGE RENDITEN HEMMEN WEITERE SPREADEINENGUNGEN
GENERISCHE SWAPSPREADS IN BASISPUNKTEN



Quelle: Bloomberg, Berechnungen und Darstellung DZ BANK Research

Die bereits aus dem Jahr 2018 bekannten Themen, die die Marktteilnehmer auch 2019 noch beschäftigen, dürften den Risikoaufschlägen deutscher Pfandbriefe in den vergangenen Monaten geholfen haben, weil im Falle von internationalen Krisen Pfandbriefe von ihrem Status als sicherer Hafen profitieren können. Zu den bekannten Problemen auf der internationalen politischen Bühne zählen die internationalen Handelsstreitigkeiten, für die sich immer noch keine schnellen Lösungen abzeichnen und die sich aufgrund der Ankündigung neuer US-Zölle auf chinesische Einfuhren sowie der Abwertung des Yuan gegenüber dem US-Dollar Anfang August noch einmal deutlich verschärft haben, auch wenn Vertreter der Vereinigten Staaten von Amerika und China nach wie vor miteinander verhandeln. Darüber hinaus ist ein ungeordneter Austritt Großbritanniens aus der EU mit der seit Juli 2019 eingesetzten neuen britischen Regierung wahrscheinlicher geworden. Nicht zuletzt sorgt auch die italienische Regierung, die zerstritten ist und regelmäßig mit der EU-Kommission bezüglich ihrer Budgetpläne über Kreuz liegt, weiter für Schlagzeilen. Hinzu kamen die im Juli und August wachsenden Spannungen in der Golfregion. Pfandbriefe profitieren in dieser Marktphase jedoch nicht nur von ihrem Status als sicherer Hafen. Die Hoffnung

Hoffnung auf ein neues APP der EZB lässt die Risikoaufschläge sinken

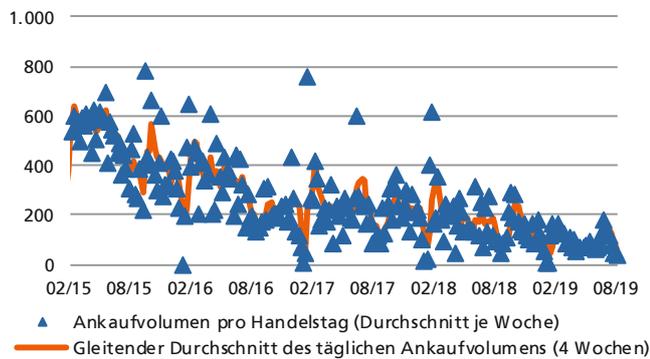
der Marktteilnehmer auf eine bald wieder stärker expansive Geldpolitik unterstützt die Swapsreads aller Credit-Produkte aktuell.

In der zweiten Jahreshälfte 2018 war die Lage noch anders. Die EZB hatte angekündigt, die Nettozukäufe in ihrem laufenden APP zu Beginn des Jahres 2019 einzustellen und nur noch Rückflüsse aus Anleihe tilgungen zu reinvestieren. Eine leichte Erhöhung der Leitzinsen erschien aus damaliger Sicht wahrscheinlich. Die von uns im Herbst 2018 erwartete Spreadausweitung ist dann auch eingetreten. Die Swapsreads der Pfandbriefe haben sich ähnlich wie die Risikoaufschläge anderer Covered Bonds von Oktober 2018 bis Mitte Januar 2019 ausgeweitet. Beispielsweise haben sich in diesem Zeitraum die Swapsreads zehnjähriger Pfandbriefe im Durchschnitt auf etwa 13 Basispunkte erhöht. Danach legten sie allerdings wieder wie bereits beschrieben den Rückwärtsgang ein. Der gleiche Verlauf für die Swapsread-Entwicklung war auch in anderen Laufzeitsegmenten beziehungsweise am gesamten Covered Bond Markt zu beobachten. Eine Ursache für die Spreadausweitung zu Beginn des Jahres 2019 darf in der Reduzierung der Käufe der EZB unter ihrem dritten Covered Bond Kaufprogramm (CBPP3) gesehen werden. Die Rückflüsse aus fälligen Covered Bonds legt die EZB wieder in ihrem CBPP3-Portfolio an. Die Zentralbank investiert damit rund 2 Mrd. Euro pro Monat in den Markt für gedeckte Bankanleihen. Daher schaut die EZB auf die erwarteten Fälligkeiten im laufenden Jahr und glättet ihre Käufe entsprechend pro Monat. Das heißt, sie kauft monatlich einen recht konstanten Betrag, unabhängig vom tatsächlichen Reinvestitionsbedarf im CBPP3-Portfolio eines jeweiligen Monats. Im ersten Halbjahr hat die EZB gedeckte Anleihen im Volumen von rund 11 Mrd. Euro gekauft. Dies entspricht ziemlich genau der Hälfte der für 2019 erwarteten Fälligkeiten in Höhe von 21,9 Mrd. Euro. Tatsächlich sind im ersten Halbjahr 2019 im CBPP3-Portfolio gedeckte Anleihen im Volumen von 12 Mrd. Euro fällig geworden. Das heißt, ohne die Glättung hätte die EZB auf das erste Halbjahr gesehen 1 Mrd. Euro mehr in ihr CBPP3-Portfolio reinvestieren müssen.

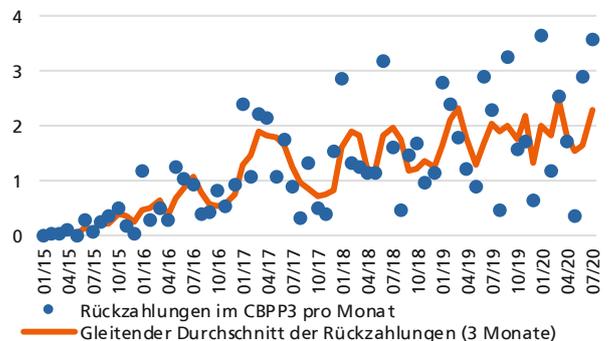
Es lässt sich insgesamt festhalten, dass verglichen mit den CBPP3-Käufen im Jahr 2018 die monatlichen Covered Bond Investitionen der Zentralbank von Januar bis August 2019 signifikant zurückgegangen sind. Schließlich hatte die EZB 2018 noch Covered Bonds im Volumen von monatlich rund 3,5 Mrd. Euro gekauft. Die Nachfragerlücke konnte jedoch – auch vor dem Hintergrund der Anfang 2019 bereits wieder gestiegenen Swapsreads – schnell geschlossen werden. Vor allem Banken haben seit Jahresanfang wieder vermehrt Covered Bonds gekauft, deren Nachfrage insbesondere bei Neuemissionen auch nach der Spreadeinengung im Verlauf des ersten Halbjahres 2019 stabil geblieben ist, weil gedeckte Anleihen im Aufsichtsrecht für Banken einige Privilegien genießen. Unter anderem können Banken gedeckte Bankschuldverschreibungen als Liquiditätsreserve im Rahmen der Mindestliquiditätsquote verwenden, wenn diese bestimmte Kriterien erfüllen.

Aufsichtsrechtliche Anreize fördern Nachfrage von Banken ...

**... mit der die Nachfragerlücke
geschlossen wurde**

**RÜCKLÄUFIGES KAUFVOLUMEN PRO WOCHE UNTER CBPP3
IN MIO. EURO**

Quelle: Europäische Zentralbank, Darstellung DZ BANK Research

**VOLUMEN FÄLLIGER ANLEIHEN IM CBPP3-PORTFOLIO STEIGT
IN MIO. EURO, ZAHLEN AB AUGUST 2019 SCHÄTZUNGEN DER EZB**

Quelle: Europäische Zentralbank, Darstellung DZ BANK Research

Unabhängig davon, ob die EZB ein neues APP auflegt, wird ihr Covered Bond Kaufvolumen aufgrund des wachsenden Wiederanlagebedarfs in den kommenden Monaten steigen. Im ersten Halbjahr 2020 werden bereits gedeckte Anleihen im Volumen von 12,4 Mrd. Euro im CBPP3-Portfolio fällig. Dies sind 1,5 Mrd. Euro mehr als noch im ersten Halbjahr 2019, in dem ein Volumen von 10,9 Mrd. Euro zu verzeichnen war. Dieser trendmäßige Anstieg dürfte sich in den folgenden Monaten weiter fortsetzen. Ein neues Kaufprogramm für Covered Bonds (CBPP4) oder eine Reaktivierung der Nettozukäufe für CBPP3 hätte darüber hinaus weitere spürbare Auswirkungen auf den Markt für Pfandbriefe und Covered Bonds. Vorstellbar ist aus heutiger Sicht (Stand August), dass die monatlichen Neukäufe zwischen 2 und 2,5 Mrd. Euro betragen könnten, sodass die Bruttokäufe (Neukäufe und Reinvestitionen) ein Volumen von 4 bis 4,5 Mrd. Euro pro Monat erreichen könnten. Dies dürfte die Swapsreads der Pfandbriefe unterstützen. Die bereits sehr niedrigen Pfandbriefrenditen wirken dem momentan (noch) entgegen.

**Ein neues Kaufprogramm würde
wieder private Investoren verdrängen**

Wie hoch das Volumen der Neuinvestitionen der EZB am Covered Bond Markt ausfallen wird, hängt nicht zuletzt von den Primärmarktaktivitäten ab. Mit einem CBPP3-Portfoliovolumen von rund 260 Mrd. Euro Ende Juli 2019 hat die EZB bereits einen erheblichen Teil des Covered Bond Marktes der Eurozone im Bestand. Es wird daher immer schwieriger, Anleihen im Sekundärmarkt zu finden. Die Ordervolumina für Neuemissionen könnten jedoch schnell von aktuell 5 Prozent des erwarteten Emissionsvolumens auf zum Beispiel 50 Prozent – wie noch Anfang 2018 üblich – angehoben werden. Die steigenden Käufe der EZB werden in jedem Fall wieder zur Verdrängung privater Investoren führen, die dann wie bei Einführung von CBPP3 dem Covered Bond Markt – hoffentlich nur temporär – den Rücken kehren. Das durch die EZB-Politik stark gesunkene Renditeniveau macht es den Emittenten momentan ohnehin nicht leicht, ihre Neuemissionen zu platzieren. Die künftig steigende Nachfrage der EZB könnte insofern einen Ausgleich für die Investoren schaffen, die aufgrund der immer geringeren Verzinsung von Covered Bonds ihre Engagements in diesem Markt reduzieren wollen.

Hoffentlich nur temporär**Umlaufvolumen und Neuemissionen**

Hypothekendarlehen bleiben auf dem aufsteigenden Ast. Das Volumen ausstehender Hypothekendarlehen ist Ende 2018 auf 234 Mrd. Euro angewachsen und konnte damit die Rückgänge in allen anderen Pfandbriefgattungen mehr als kompensieren. Im Februar 2019 wurde der bislang letzte noch ausstehende Flugzeugpfandbrief im Benchmark-Format zurückgezahlt, ziemlich genau zehn Jahre nachdem die

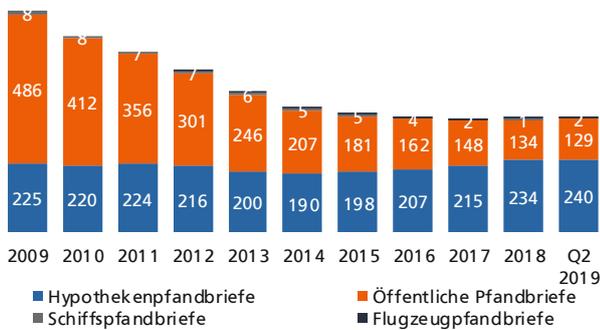
**Umlaufvolumen der Hypothekendarlehen
wächst**

gesetzliche Grundlage für diese Anleihegattung geschaffen wurde. Das Umlaufvolumen für Öffentliche Pfandbriefe und Schiffspfandbriefe bleibt ebenfalls weiterhin rückläufig. Insgesamt erreichte der Pfandbriefmarkt Ende 2018 ein Volumen von 368,9 Mrd. Euro, ein Plus von 0,7 Prozent im Vergleich zum Vorjahr. Zur Jahresmitte 2019 erreichte das Umlaufvolumen im Pfandbriefmarkt insgesamt 370,2 Mrd. Euro, wobei sich die bekannten Trends der vergangenen Jahre fortsetzten.

Im Jahr 2018 blieb der Anteil von Namenspfandbriefen am Umlaufvolumen das fünfte Jahr in Folge rückläufig. Mit 39 Prozent des Umlaufvolumens ist dieses Format für den Pfandbriefmarkt nach wie vor von großer Bedeutung. Das geringe Zinsniveau macht diesem Marktsegment jedoch zu schaffen. Daher gehen wir auch in den kommenden Monaten von einem weiter rückläufigen Anteil der Namenspfandbriefe aus.

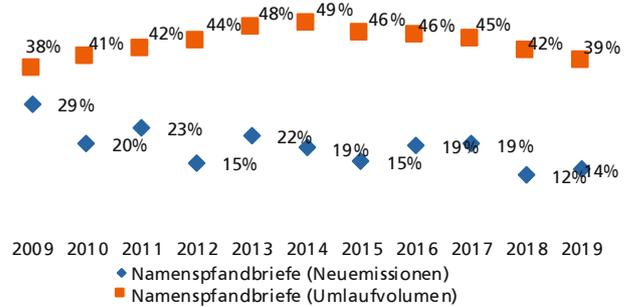
Anteil der Namenspfandbriefe weiter rückläufig

DAS UMLAUFVOLUMEN IM PFANDBRIEFMARKT ERREICHTE ENDE DES ZWEITEN QUARTALS 2019 EINEN WERT VON 370,2 MRD. EURO
ANGABEN IN MRD. EURO



Quelle: vdp, Emittenten, Berechnungen und Darstellung DZ BANK Research

ANTEIL VON NAMENSPFANDBRIEFEN AM GESAMTVOLUMEN FÜR PFANDBRIEFE IST SEIT 2014 LEICHT RÜCKLÄUFIG

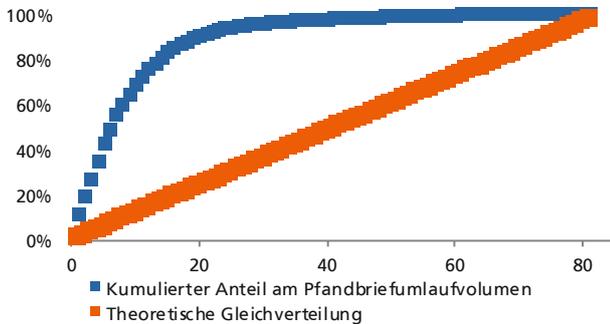


Quelle: Bundesbank, Berechnungen und Darstellung DZ BANK Research
Angaben für 2019 bis einschließlich Juni

Die auch 2018 weiter gestiegene Zahl aktiver Pfandbriefbanken unterstützt vor allem das Wachstum der Hypothekenfandbriefe. Inzwischen gibt es 82 aktive Pfandbriefemittenten (Stand Ende zweites Quartal 2019), die meisten davon verfügen über eine Lizenz für das Hypothekenfandbriefgeschäft. Darüber hinaus gibt es vier weitere Banken und Bausparkassen, die erst vor relativ kurzer Zeit die Lizenz für das Hypothekenfandbriefgeschäft erhalten haben und bei denen mit dem Beginn von Neuemissionen in absehbarer Zeit zu rechnen ist. Trotz der immer höheren Zahl von Pfandbriefbanken bleibt die Konzentration des Umlaufvolumens auf die größeren Pfandbriefbanken hoch. Auf die zehn (20) volumenstärksten Emittenten entfallen bereits rund 69 Prozent (rund 91 Prozent) des gesamten Umlaufvolumens. Durch anstehende Fusionen unter den Pfandbriefbanken dürfte die Marktkonzentration in den kommenden zwölf Monaten weiter zunehmen. Gleichzeitig bleiben die Hypothekenkassen mit einem Anteil von 42,3 Prozent am Pfandbriefumlaufvolumen die größte Emittentengruppe im Pfandbriefmarkt, gefolgt von den Landesbanken und Geschäftsbanken, die mit Anteilen von 25,7 Prozent und 25,0 Prozent fast gleichauf liegen. Auch Bausparkassen werden künftig an Bedeutung gewinnen. Zum zweiten Quartal 2019 betrug ihr Anteil am Umlaufvolumen allerdings lediglich 0,5 Prozent.

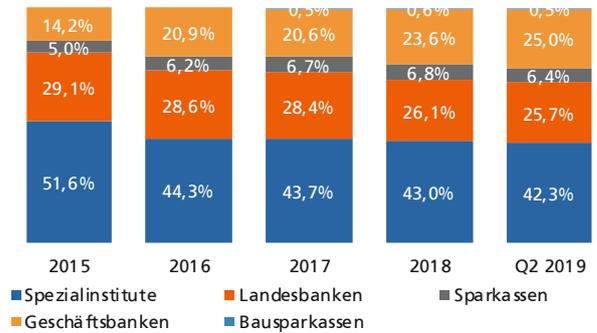
Immer mehr Pfandbriefbanken

DIE VOLUMENSTÄRKSTEN ZEHN EMITTENTEN VEREINEN RUND 65 PROZENT DES PFANDBRIEFUMLAUFVOLUMENS AUF SICH
X-ACHSE: ANZAHL EMITTENTEN, Y-ACHSE: MARKTANTEIL



Quelle: vdp, DSGVO, Emittenten, Berechnungen und Darstellung DZ BANK Research, Stand Q2 2019

AUFTEILUNG DES PFANDBRIEFUMLAUFVOLUMENS VERÄNDERT SICH KAUM ZWISCHEN DEN EMITTENTENGRUPPEN

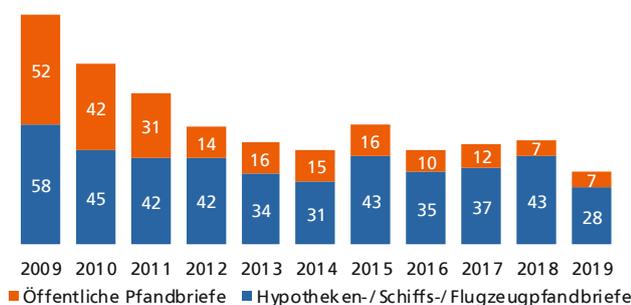


Quelle: vdp, DSGVO, Emittenten, Berechnungen und Darstellung DZ BANK Research

Vor über 100 Jahren, in der zweiten Hälfte des 19. Jahrhunderts, versuchten Hypothekenbanken den Absatz ihrer Pfandbriefe über Lotterien (Prämienpfandbriefe) und Kündigungsrechte für Investoren zu fördern. Beide verkaufsfördernden Maßnahmen sind heute nach geltendem Recht und aus guten Gründen nicht mehr erlaubt. Sie scheinen auch nicht nötig zu sein. Am Primärmarkt finden sich momentan genügend Investoren, die auch auf den aktuell geringen Rendite- und Spreadniveaus bereit sind, Pfandbriefe nachzufragen. Bis einschließlich Ende Juni wurde Pfandbriefe im Volumen von 34,9 Mrd. Euro neu aufgelegt. Damit zeichnet sich für 2019 eine Steigerung des Neuemissionsvolumens im Vergleich zum Vorjahr ab, in dem Pfandbriefe im Volumen von insgesamt 50,4 Mrd. Euro aufgelegt wurden. Der Verband deutscher Pfandbriefbanken (vdp) prognostiziert auf Grundlage einer Umfrage unter seinen Mitgliedsinstituten für 2019 ein Neuemissionsvolumen von 55 Mrd. Euro. Dies entspräche einem Zuwachs von 9 Prozent gegenüber 2018. Der vdp erwartet außerdem ein positives Nettoneuemissionsvolumen, wodurch sich eine Fortsetzung des Marktwachstums im laufenden Jahr ergäbe.

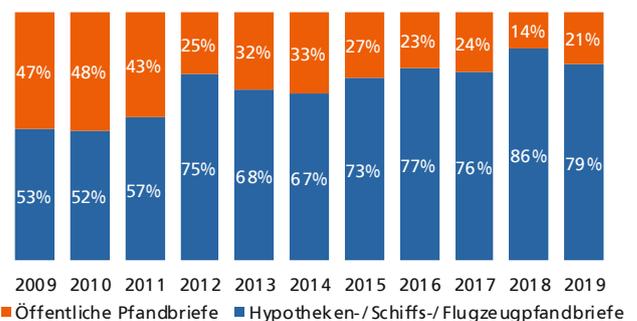
Weiteres Marktwachstum für 2019 erwartet

BRUTTONEUEMISSIONSVOLUMINA IM PFANDBRIEFMARKT: DER VDP ERWARTET EINE LEICHTE ZUNAHME FÜR 2019 AUF 55 MRD. EURO
ANGABEN IN MRD. EURO



Quelle: Bundesbank, Berechnungen und Darstellung DZ BANK Research, Angaben für 2019 bis einschließlich Juni

VERTEILUNG DES BRUTTONEUEMISSIONSVOLUMENS AUF DIE VERSCHIEDENEN PFANDBRIEFARTEN

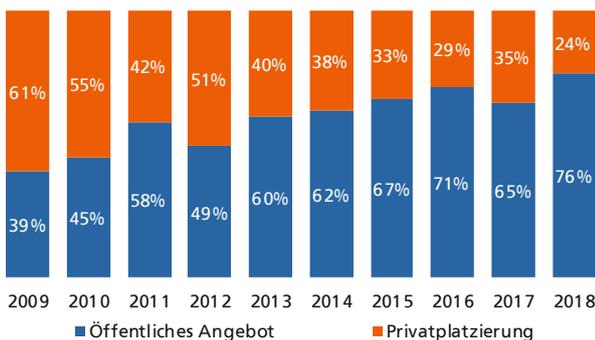


Quelle: Bundesbank, Berechnungen und Darstellung DZ BANK Research, Angaben für 2019 bis einschließlich Juni

Immer mehr Pfandbriefe werden öffentlich platziert. Der Anteil privatplatzierter Neuemissionen ist 2018 auf 24 Prozent zurückgegangen. Diese Entwicklung geht Hand in Hand mit der rückläufigen Bedeutung von Namenspfandbriefen. Anleihen mit einem Volumen von mindestens 500 Mio. Euro gewinnen spiegelbildlich zu den Namenspfandbriefen an Marktanteilen. Im Jahr 2018 betrug der Anteil der Benchmark-Anleihen (inklusive Jumbo-Pfandbriefe) am Neuemissionsvolumen 62 Prozent. Dies entspricht einer Steigerung von 21 Prozentpunkten gegenüber 2018. Auch dieser Trend dürfte sich mit geringerem Tempo fortsetzen, weil sich Benchmark-Pfandbriefe mit einem Rating von mindestens Aa3/AA- als hochliquide Aktiva im Rahmen der Mindestliquiditätsquote als Level 1 Aktiva qualifizieren. Diese aufsichtsrechtliche Privilegierung setzt für Banken starke Anreize, Benchmark Covered Bonds mit einem entsprechend guten Rating nachzufragen. Von dieser stabilen Nachfrage profitieren auch Pfandbriefbanken. Seit Jahresbeginn bis Ende Juli 2019 haben Pfandbriefbanken Euro-Benchmark-Pfandbriefe im Volumen von 18,75 Mrd. Euro aufgelegt. Damit sind deutsche Banken im Markt für großvolumige Anleihen momentan die aktivste Emittentengruppe.

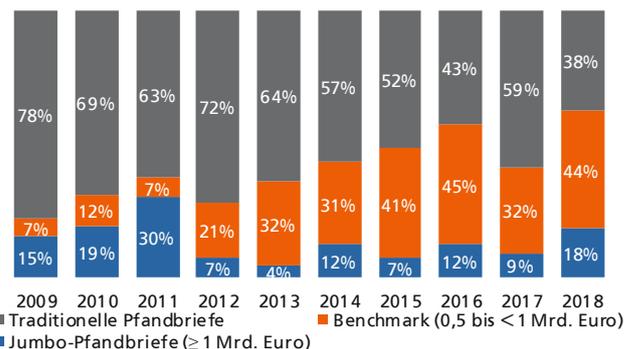
Großvolumige Anleihen gewinnen an Bedeutung

EMISSIONSFORMAT: ANTEIL PRIVATPLATZierter PFANDBRIEFNEUEMISSIONEN TENDENZIELL WEITER AB
VERTEILUNG VON PFANDBRIEFNEUEMISSIONEN



Quelle: Verband deutscher Pfandbriefbanken, Berechnungen und Darstellung DZ BANK Research

BENCHMARK- UND JUMBO-PFANDBRIEFE LEISTEN EINEN WESENTLICHEN BEITRAG IM REFINANZIERUNGSMIX DER BANKEN
VERTEILUNG VON PFANDBRIEFNEUEMISSIONEN



Quelle: Verband deutscher Pfandbriefbanken, Berechnungen und Darstellung DZ BANK Research

Pfandbriefe in fremder Währung

Die immer weiter fallenden Renditen könnten einen Nebeneffekt auf das Emissionsverhalten der Pfandbriefbanken haben. Bislang haben Covered Bond Emittenten – auch die meisten Pfandbriefbanken – versucht, negative Emissionsrenditen zu vermeiden. Es gab allerdings das eine oder andere Finanzinstitut aus Deutschland, welches eine Neuemission oder eine Aufstockung durchgeführt hat, bei der sich zum Emissionszeitpunkt eine negative Rendite für Investoren ergab. Diese Beispiele bilden allerdings noch die Ausnahme. Um negative Emissionsrenditen zu vermeiden bleibt den Pfandbriefbanken nur die Emission von Anleihen mit immer längeren Laufzeiten. Dieser Entwicklung sind jedoch Grenzen gesetzt, weil bei der Refinanzierung einer Pfandbriefbank die Laufzeiten ihres Aktivgeschäfts nicht völlig außer Acht gelassen werden können. Eine andere Möglichkeit wäre die Emission von Fremdwährungsanleihen. Für zum Beispiel auf US-Dollar lautende Anleihen können momentan auch für kurze Laufzeiten immer noch klar positive Renditen dargestellt werden. Allerdings muss der Investor das Währungsrisiko akzeptieren, wenn die Fremdwährung nicht gleichzeitig seine angestrebte Zielwährung für die Geldanlage ist. Wenn das

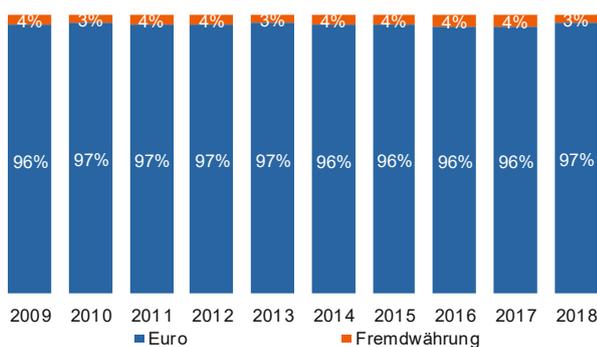
Fremdwährungspfandbriefe: eine Möglichkeit, um negativen Emissionsrenditen auszuweichen?

Währungsrisiko gegenüber dem Euro abgesichert wird, ergäbe sich für den Investor nach dem Fremdwährungsswap ohnehin wieder eine negative Rendite aus dem Paket aus Pfandbrief und Sicherungsgeschäft, je nach Stand des Basisswaps mit einem möglicherweise etwas besseren Risikoaufschlag als bei Euro-Anleihen. Wir sind aus diesem Anlass der Frage nachgegangen, welche Bedeutung Fremdwährungsemissionen für deutsche Pfandbriefbanken haben und ob deren Bedeutung in den letzten Monaten gestiegen ist.

Auf Grundlage der vom vdp veröffentlichten Zahlen lässt sich festhalten, dass der Euro die mit Abstand wichtigste Emissionswährung für den Pfandbriefmarkt ist. Nur rund 3 Prozent des Umlaufs zum Ende des Jahres 2018 lauteten auf fremde Währung. Der Anteil von Fremdwährungsneuemissionen schwankte demgegenüber von 2016 bis 2018 zwischen 9 und 12 Prozent. Damit ist ihr Anteil im Vergleich zu den Jahren vor 2016 etwas gestiegen.

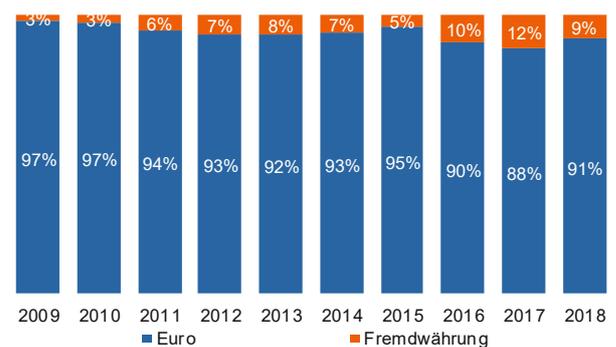
Euro ist die Emissionswährung mit der höchsten Bedeutung für den Pfandbriefmarkt

EURO BLEIBT WICHTIGSTE EMISSIONSWÄHRUNG
VERTEILUNG DES PFANDBRIEFUMLAUFS NACH WÄHRUNGEN



Quelle: Verband deutscher Pfandbriefbanken, Berechnungen und Darstellung DZ BANK Research

LEICHT STEIGENDER ANTEIL VON FREMDWÄHRUNGSEMISSIONEN
VERTEILUNG DER PFANDBRIEFNEUEMISSIONEN NACH WÄHRUNGEN



Quelle: Verband deutscher Pfandbriefbanken, Berechnungen und Darstellung DZ BANK Research

In den Währungsräumen für US-Dollar (USD) und das Britische Pfund (GBP) haben sich Märkte für liquide Benchmark-Covered-Bonds entwickelt. Markt hat deshalb neben dem Index für Euro-Benchmark-Covered-Bonds auch Indizes für großvolumige gedeckte Bankschuldverschreibungen entwickelt, die auf USD oder GBP lauten. Mit 923 Mrd. Euro (Marktwert) zum 30. Juni 2019 vereinigt der iBoxx € Covered Index ein wesentlich höheres Volumen als seine Schwesterindizes für USD und GBP Covered Bonds. Die geografische Verteilung des Euro-Index hat sich in den vergangenen Jahren immer weiter diversifiziert. Zuletzt wurden zum Beispiel gedeckte Anleihen von Emittenten aus Griechenland, Japan, Polen und der Slowakei in den Index aufgenommen. Gleichzeitig hat der Anteil deutscher Pfandbriefe am iBoxx € Covered Index seit 2013 von 11 Prozent auf rund 15 Prozent Mitte 2019 zugelegt. Demgegenüber sind die Indizes für USD und GBP Märkte kleiner und geografisch weniger diversifiziert.

Indizes von Markt zu verschiedenen Währungsräumen

Das Volumen der Anleihen im iBoxx \$ Covered Index ist seit 2013 rückläufig. Mitte 2019 betrug das Indexvolumen noch 46,5 Mrd. USD (Nennwert der Anleihen). In den Hochzeiten der europäischen Staatsschuldenkrise haben vor allem australische und kanadische aber auch skandinavische und schweizerische Banken auf USD lautende gedeckte Anleihen aufgelegt. Im Jahr 2012 betrug das Emissionsvolumen von USD-Benchmark-Covered-Bonds (nur Festzinsanleihen) rund 43,4 Mrd. USD. Im Jahr 2013

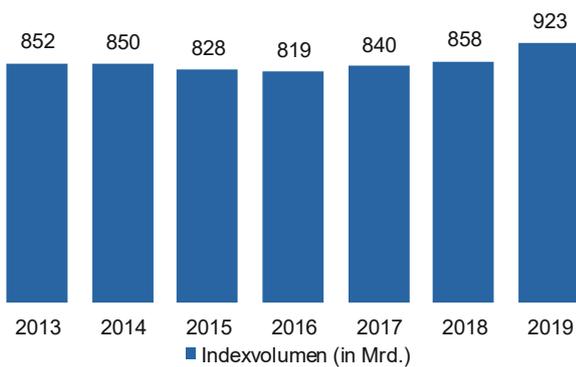
Pfandbriefbanken bei USD-Neuemissionen 2019 bislang auf Platz 2 nach Kanada

erreichte der Index ein Volumen von 94,1 Mrd. USD. Das jährliche Neuemissionsvolumen ist jedoch in den Folgejahren spürbar zurückgegangen und betrug zwischen 2016 und 2018 nur noch zwischen 11,7 und 16,2 Mrd. USD. Im Jahr 2019 scheint sich wieder eine etwas lebhaftere Emissionstätigkeit abzuzeichnen. In den ersten sieben Monaten des laufenden Jahres wurden bereits festverzinsliche USD Covered Bonds im Volumen von 11,6 Mrd. USD aufgelegt. Australische und vor allem kanadische Banken zählen zu den regelmäßigen USD-Anleiheemittenten. Zur Jahresmitte 2019 belegen deutsche Pfandbriefbanken mit insgesamt rund 3,1 Mrd. USD allerdings nach Kanada Platz zwei im Länderranking der aktivsten Emittenten. Dies ist bereits jetzt schon das höchste jährliche Emissionsvolumen von deutschen Instituten seit 2010. Pfandbriefbanken, die Kreditgeschäft in den Vereinigten Staaten von Amerika betreiben, haben einen natürlichen Refinanzierungsbedarf in USD. Der aktuelle Anstieg beim Emissionsvolumen der USD-Pfandbriefe könnte jedoch auch wie erwähnt eine Reaktion auf das niedrige Zinsumfeld im Euroraum sein. Der Anteil deutscher Pfandbriefbanken am iBoxx \$ Covered Index dürfte trotz allem nicht rasant steigen und auf absehbare Zeit weiter unter 10 Prozent rangieren.

Es überrascht nicht, dass britische Banken den GBP Covered Bond Markt dominieren. Diese bevorzugen Floater (variabel-verzinsliche Anleihen), sodass das Volumen des iBoxx £ Covered Index – in welchem ausschließlich festverzinsliche Anleihen berücksichtigt werden – mit 18,9 Mrd. GBP im Vergleich zu den anderen genannten Marktindizes klein ausfällt. Im GBP Index finden sich nach britischen Banken sowie Emittenten aus Australien und Kanada deutschen Pfandbriefbanken auf Platz vier in der Länderverteilung wieder (Stand 30. Juni 2019). Ähnlich wie bei USD Pfandbriefen werden auf GBP lautende Pfandbriefe vornehmlich von Instituten aufgelegt, die auch über entsprechendes Aktivgeschäft verfügen. Da vor dem Hintergrund des drohenden Brexits kurzfristig nicht mit einem raschen Anstieg des Kreditgeschäfts der Pfandbriefbanken in Großbritannien zu rechnen ist, bleibt GBP für den Pfandbriefmarkt auf absehbare Zukunft eine Nebenwährung.

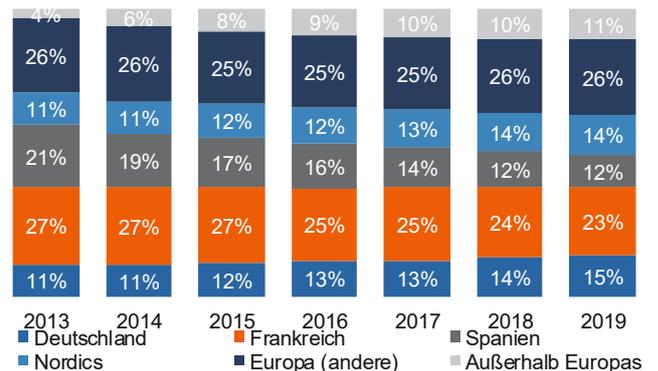
Britisches Pfund spielt im Pfandbriefmarkt nur eine Nebenrolle

VOLUMEN DES IBOXX € COVERED INDEX
ANGABEN IN MRD. EURO, ZU MARKTWERTEN



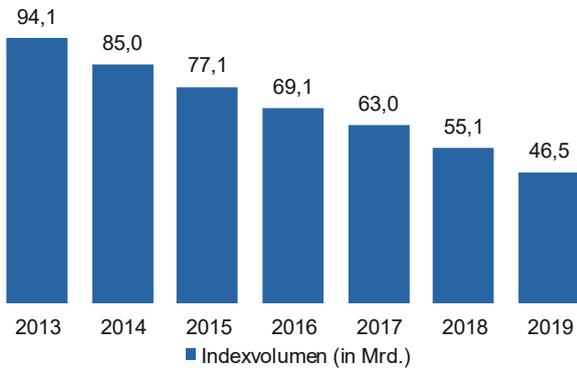
Quelle: Markt, Berechnungen und Darstellung DZ BANK Research, Angaben für 2019 per 30. Juni

GEOGRAFISCHE VERTEILUNG DER EMITTENTEN IM IBOXX € COVERED INDEX



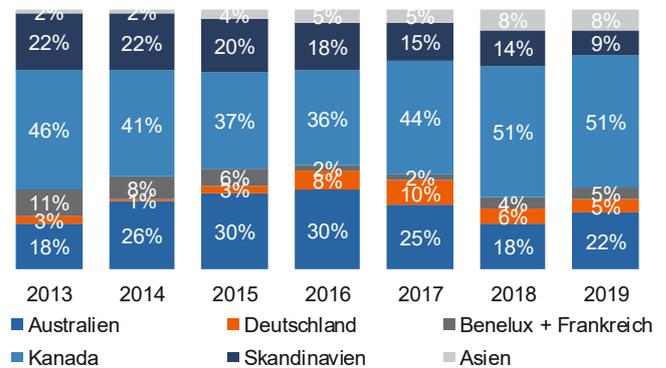
Quelle: Markt, Berechnungen und Darstellung DZ BANK Research, Angaben für 2019 per 30. Juni

VOLUMEN DES IBOXX \$ COVERED INDEX
ANGABEN IN MRD. USD, ZU NENNWERTEN



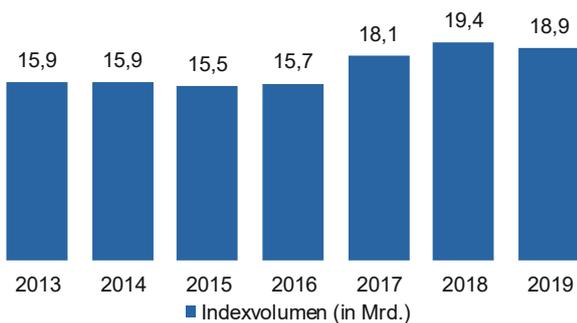
Quelle: Markit, Berechnungen und Darstellung DZ BANK Research, Angaben für 2019 per 30. Juni

GEOGRAFISCHE VERTEILUNG DER EMITTENTEN IM IBOXX \$ COVERED INDEX



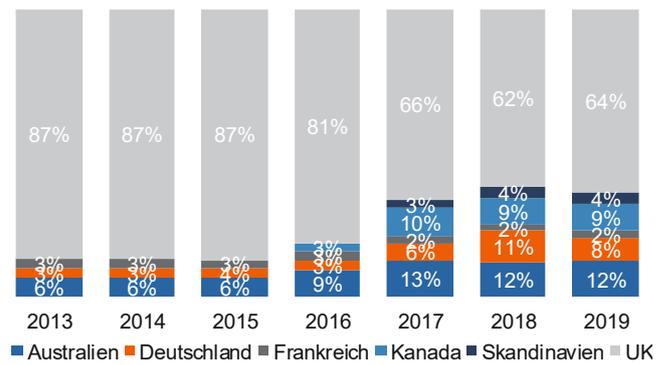
Quelle: Markit, Berechnungen und Darstellung DZ BANK Research, Angaben für 2019 per 30. Juni

VOLUMEN DES IBOXX £ COVERED INDEX
ANGABEN IN MRD. GBP, ZU NENNWERTEN



Quelle: Markit, Berechnungen und Darstellung DZ BANK Research, Angaben für 2019 per 30. Juni

GEOGRAFISCHE VERTEILUNG DER EMITTENTEN IM IBOXX £ COVERED INDEX



Quelle: Markit, Berechnungen und Darstellung DZ BANK Research, Angaben für 2019 per 30. Juni

Inwieweit Pfandbriefbanken Fremdwährungsanleihen auflegen, um negative Emissionsrenditen für ihre Euro-Pfandbriefe zu vermeiden, ist nicht genau bestimmbar. Wir vermuten, dass es eine untergeordnete Rolle bei der Emissionsentscheidung spielt. Wenn die Zinsen und Swapsreads weiter fallen und die EZB mit CBPP4 beginnt, müssen sich Emittenten und Investoren im Pfandbriefmarkt für längere Zeit auf negative Renditen einstellen. Ein wichtiger Vorteil von Fremdwährungspfandbriefen ist, dass mit ihnen eine währungskongruente Refinanzierung dargestellt werden kann, wenn die Pfandbriefbank im entsprechenden Währungsraum aktiv Kreditgeschäft betreibt. Neben diesem starken Motiv könnte die Pfandbriefbank auch versuchen, mit Pfandbriefen auf fremder Währung neue Investorengruppen anzusprechen. Die Orderbuchstatistiken für US-Dollar-Emissionen legen zum Beispiel nahe, dass Zentralbanken und andere öffentliche Stellen aus der ganzen Welt im Vergleich zu Euro-Anleihen stärker auf USD lautende gedeckte Anleihen kaufen. Dieser Schritt sollte zuvor gut überlegt werden, weil Investoren inner- und außerhalb des Euroraums eine Präferenz für Emittenten haben, die regelmäßig liquide Neuemissionen auflegen.

Motive für die Emission von Fremdwährungspfandbriefen

WICHTIGE WÄHRUNGRÄUME IM GLOBALEN COVERED BOND MARKT

Der US-Dollar ist zweifellos die mit Abstand wichtigste Reservewährung der Welt. Im Covered Bond Markt spielt der Greenback als Emissionswährung jedoch nicht die erste Geige – genau genommen nicht einmal die zweite oder dritte Geige. Stattdessen ist der Euro die mit Abstand wichtigste Emissionswährung im Markt für gedeckte Bankanleihen. Im Euroraum sind einige Länder mit großen Covered Bond Märkten vereint, zu denen neben Deutschland auch Frankreich und Spanien zählen. Im Euroraum gibt es eine breite heimische Investorenbasis für gedeckte Anleihen. Diese starke Investorenbasis ist auch ein Grund, warum viele Emittenten mit Sitz außerhalb des Euroraums gedeckte Bankschuldverschreibungen in der Gemeinschaftswährung aufliegen. Es gibt neben der Eurozone zahlreiche weitere Länder, die über gut entwickelte lokale Covered Bond Märkte in ihrer eigenen Währung verfügen. Auf Länderebene gesehen ist Dänemark das Land mit dem größten Covered Bond Markt. Entsprechend belegt die Dänische Krone Platz 2 im Ranking der Emissionswährungen, gefolgt von der Schwedischen Krone und dem Schweizer Franken. Der US-Dollar und die Norwegischen Krone liegen zusammen mit dem britischen Pfund eng beieinander.

Quelle: DZ BANK Research, Stand 2018

ESG und Grüne Pfandbriefe

Die gesellschaftlichen Themen wie Klimawandel und Nachhaltigkeitskriterien haben den Pfandbriefmarkt schon seit einigen Jahren erreicht. Grüne Pfandbriefe und Pfandbriefe, die mit Darlehen besichert sind, welche Kriterien aus den Bereichen Umwelt, Soziales oder Unternehmensführung (Environment, Social, Governance, kurz ESG) erfüllen, gibt es schon seit 2014. Mit den regelmäßigen Protesten bei „Friday for Future“ für mehr Klimaschutz wird auch in der Finanzbranche die Frage immer drängender, welche weiteren Beiträge mit gedeckten Bankanleihen noch geleistet werden könnten. Beim Blick in die Pfandbriefgeschichte gibt es bereits mit dem Sozialpfandbrief ein Beispiel, welches in diesen Themenkreis passt. Sozialpfandbriefe waren Pfandbriefe und Kommunalobligationen, deren Erlöse zu mindestens 90 Prozent in die Förderung des sozialen Wohnungsbaus flossen. Sie dienten in der Nachkriegszeit der Linderung der Wohnungsnot in Deutschland. Mit dem ersten Gesetz zur Förderung des Kapitalmarktes wurden in Deutschland 1952 die Zinsen der Sozialpfandbriefe von Steuern befreit. Die steuerlich begünstigten Sozialpfandbriefe gibt es allerdings schon lange nicht mehr. Aber vielleicht erfährt die Idee mit den grünen und ESG Pfandbriefen eine Renaissance.

Hypothekendarlehen gehören weltweit und auch in Deutschland zu den bedeutendsten Assetklassen im Covered Bond Markt. Gleichzeitig entfallen laut Angaben des vdp rund 40 Prozent des CO₂-Ausstoßes in Deutschland auf Gebäude (siehe vdp Infobrief Q2.2019). Ein Beitrag der Covered Bond Emittenten zur Senkung des CO₂-Ausstoßes könnte über günstige Finanzierungsangebote für energieeffiziente Gewerbe- und Wohnimmobilien bestehen, um dadurch Anreize für den Neubau oder Renovierungsmaßnahmen von Bestandsimmobilien zu setzen. Eine Voraussetzung dafür ist, dass die Kreditnehmer die erforderlichen Angaben im Rahmen der Kreditverhandlungen bereitstellen. Laut vdp gibt es jedoch auch ein Problem: Die Kosten für die Sanierung einer Bestandsimmobilie fallen nicht selten höher als die Ersparnisse durch einen künftig geringeren Energieverbrauch aus. Selbst wenn die Wertsteigerung durch die Sanierung mitberücksichtigt wird, bleiben die Projekte häufig unwirtschaftlich. Vergünstigte Kreditkonditionen können nach Einschätzung des vdp zwar ein Baustein im Anreizsystem für Renovierungen sein. Zusätzliche Maßnahmen staatlicherseits wären darüber hinaus jedoch für einen nachhaltigen Erfolg erforderlich.

Renaissance der Sozialpfandbriefe?

Günstige Finanzierungen für energieeffiziente Gebäude

Im Moment ist die Finanzbranche damit beschäftigt, gemeinsame Definitionen für grüne Finanzierungen zu finden. Über die Energy Efficient Mortgage Initiative, für die der Europäische Hypothekenverband die Federführung übernommen hat und die von der EU-Kommission finanziert wird, werden derzeit relevante Daten gesammelt und ausgewertet. Im Rahmen dieser Initiative wird auch geprüft, ob die Ausfallwahrscheinlichkeit von grünen Hypotheken geringer – also besser – ist als bei Finanzierungen von konventionellen Gebäuden. Letztlich geht es darum, Standards für die Finanzbranche zu entwickeln, damit es keine Trittbrettfahrer geben kann, die in erster Linie auf Green Washing für ihr Kreditgeschäft aus sind. Zur Frage „Was ist grün?“ hat die EU-Kommission außerdem eine Technical Expert Group (TEG) eingesetzt, die am 18. Juni 2019 ihren Bericht vorlegte. Darin werden Vorschläge für technische Kriterien besonders energieeffizienter Gebäude vorgestellt. Der Bericht kann auf der Internetseite der EU-Kommission abgerufen werden.

Einheitliche Definitionen gesucht

Eine klare und transparente Definition, die den Praxistest im Kreditgeschäft der Banken besteht, ist eine wichtige Grundlage für den letzten Schritt in der Prozesskette: die Refinanzierung der grünen Hypotheken über Covered Bonds. Mit den Green Bond Principles der International Capital Market Association (ICMA) gibt es bereits einen Standard, der bei den Marktteilnehmern auf breite Zustimmung stößt. Die ICMA Green Bond Principles verlangen, dass die Emittenten die Verwendung der Emissionserlöse aus grünen Anleihen klar niederlegen und darüber regelmäßig Bericht erstatten. Bei der Verwendung der Emissionserlöse besteht für die Covered Bond Banken heute noch eine gewisse Gestaltungsfreiheit, wodurch der Markt für Investoren unübersichtlich wird. Mit einer einheitlichen Definition für grüne Hypotheken könnte in diesem Punkt jedoch Abhilfe geschaffen werden.

Derzeit haben Emittenten noch Gestaltungsfreiheit

Grüne Hypotheken Covered Bonds sind ein wichtiger Bestandteil des Nachhaltigkeitssegments. Im Covered Bond Markt gibt es darüber hinaus auch andere Anleihen, deren Deckungsmasse Darlehen zur Förderung von sozialen oder gesellschaftlich relevanten Themen beinhalten. Darunter könnten zum Beispiel Finanzierungen von Krankenhäusern und Kindergärten fallen, aber auch Infrastrukturprojekte im Zusammenhang mit erneuerbarer Energiegewinnung. Für ESG Covered Bonds gibt es von der ICMA – ähnlich wie bei den Green Bond Principles – entsprechende Kriterien für Social Bonds. Die Kriterien für grüne und soziale Anleihen werden von der ICMA jährlich auf den Prüfstand gestellt und wenn nötig überarbeitet. Weitere Details hierzu finden Sie auf der Internetseite der ICMA.

Kriterien der ICMA für grüne und soziale Anleihen

Bezogen auf den deutschen Pfandbriefmarkt ist das Volumen von grünen und ESG Pfandbriefen noch überschaubar. Immer mehr Pfandbriefbanken widmen sich jedoch diesem Thema, sodass mit einer steigenden Zahl von nachhaltigen Pfandbriefen zu rechnen ist. In den Jahren 2017 und 2018 wurden grüne beziehungsweise ESG Pfandbriefe im Volumen von 1 und 2,5 Mrd. Euro an den Markt gebracht. Im ersten Halbjahr 2019 betrug das Neuemissionsvolumen 0,5 Mrd. Euro. Ein messbarer Preisunterschied zwischen nachhaltigen und konventionellen Pfandbriefen ist auf den aktuell sehr engen Spreadniveaus nicht festzustellen. Steuerliche Anreize für Anleger wie beim Sozialpfandbrief würden im aktuellen Niedrigzinsumfeld mit Kupons nahe Null ins Leere laufen. Eine Unterstützung der Klimaziele durch die Finanzierung nachhaltiger Projekte könnte im Wesentlichen über günstigere Konditionen für Immobilieninvestoren gelingen, wodurch ein gewisser Ausgleich für die höheren Kosten durch eine aufwendigere Bauweise geschaffen werden könnte. Mit den aktuellen Spreads gehen günstige Kreditkonditionen allerdings zulasten der Ertragslage der Pfandbriefbanken.

Günstige Konditionen zur Finanzierung von nachhaltigen Projekten

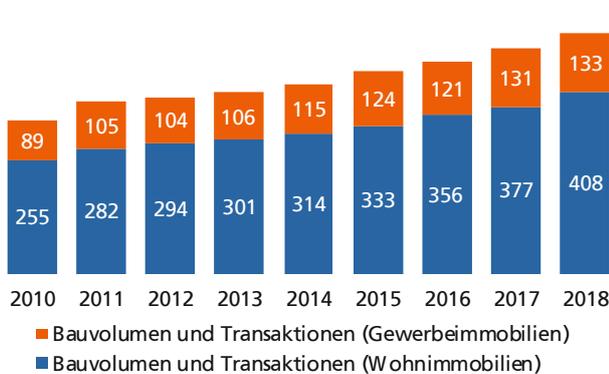
KREDITGESCHÄFT, DIGITALISIERUNG UND PFANDBRIEFRATINGS

Kreditgeschäft der Pfandbriefbanken und Digitalisierung

Der Verband deutscher Pfandbriefbanken hat am 25. Juni 2019 eine Ausarbeitung zum Immobilienkreditgeschäft in Deutschland und zum Neugeschäft seiner Mitglieder vorgelegt, wobei in der Studie zunächst der heimische Immobilienmarkt genauer beleuchtet wird. Demzufolge haben die Bauinvestitionen und Transaktionsvolumina bei Bestandsimmobilien in Deutschland seit 2010 zugenommen, nachdem das Volumen von Gewerbeimmobilienfinanzierungen in den Jahren 2008 und 2009 eingebrochen war. Das Bau- und Transaktionsvolumen von Gewerbeimmobilien erreichte 2018 rund 133 Mrd. Euro, für Wohnimmobilien beträgt die vergleichbare Zahl 408 Mrd. Euro. Entsprechend der Aktivitäten am Immobilienmarkt veränderten sich auch die Neukreditvolumina der Banken. Die vdp-Mitglieder haben hieran sowohl im Falle von Wohn- als auch von Gewerbeimmobilienfinanzierungen seit Jahren einen substantiellen Marktanteil, der sich Ende 2018 auf 42 Prozent beziehungsweise 60 Prozent belief. Unter den vdp-Mitgliedern finden sich Hypothekenbanken, Landesbanken, Spar- und Bausparkassen sowie Geschäftsbanken, deren Geschäftsmodelle sehr unterschiedlich sind. Im Durchschnitt – vor allem bei Hypotheken- und Landesbanken – dominieren Gewerbeimmobilienfinanzierungen, die zum Teil auch im nennenswerten Umfang im Ausland ausgereicht werden. Spar- und Bausparkassen sowie Geschäftsbanken sind vornehmlich im heimischen Wohnimmobilienfinanzierungsgeschäft tätig.

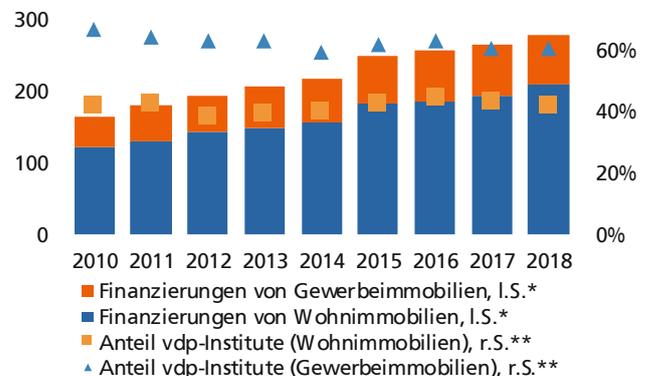
Aktivitäten am Immobilienmarkt spiegeln sich im Neugeschäft wider

BAUVOLUMEN UND TRANSAKTIONSVOLUMEN VON BESTANDSIMMOBILIEN SEIT 2010 AUF WACHSTUMSKURS
ANGABEN IN MRD. EURO



Quelle: DIW, vdpResearch

VDP-MITGLIEDER MIT KONSTANTEN MARKTANTEILEN AM NEUKREDITVOLUMEN
LINKE Y-ACHSE IN MRD. EURO, RECHTE Y-ACHSE IN PROZENT



Quelle: vdpResearch, * Darlehensauszahlungen der Banken und Versicherer (Neugeschäft, ohne Ablösungen) für den Bau und Erwerb von Wohn- und Gewerbeimmobilien einschließlich Bauleistungen an bestehenden Gebäuden, ** nur Inland

Die Zunahme im Kreditgeschäft spiegelt sich in abgeschwächter Form auch im Markt für Hypothekendarlehen wider. Das Umlaufvolumen dieser Anleihegattung ist in den vergangenen Jahren von 220 Mrd. Euro Ende 2010 auf knapp 234 Mrd. Euro Ende 2018 angewachsen. Die Dynamik in der Entwicklung des Umlaufvolumens war damit allerdings weniger stark ausgeprägt als das Plus im Kreditgeschäft. Dies könnte Folge der Langfristender der Europäischen Zentralbank (LTRO und TLTRO I bis III) sein, bei denen Banken langfristige Zentralbankkredite erlangen, die darüber hinaus zinsvergünstigt sind, wenn die Banken ihr relevantes Kreditgeschäft ausweiten.

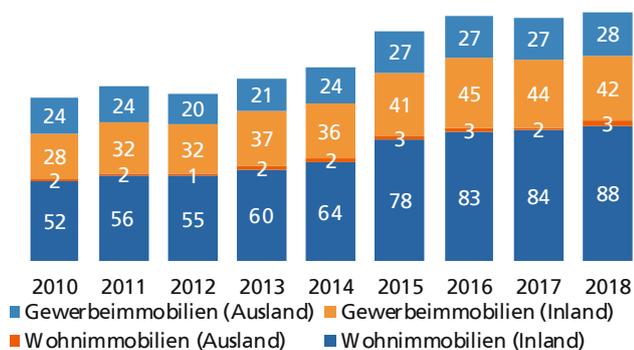
Verbindung zwischen Aktiv- und Passivseite der Pfandbriefbanken

Insgesamt dominiert das deutsche Hypothekengeschäft in den Deckungsmassen der Hypothekendarlehen. Je nach Geschäftsmodell der Pfandbriefbank – vor allem bei

Deutsches Hypothekengeschäft dominiert bei den Pfandbriefbanken

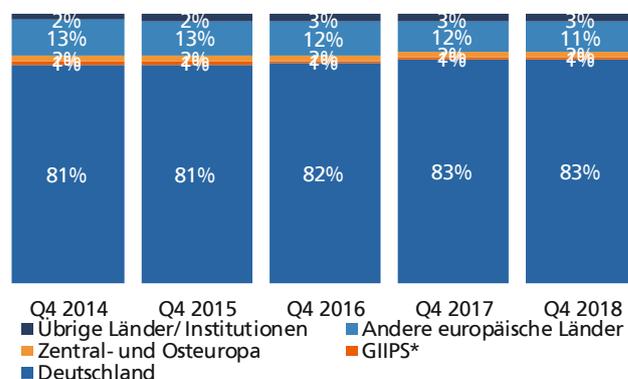
Hypothekenbanken – kann der Anteil von Gewerbeimmobilien sehr hoch liegen. Ein Punkt, den Moody's im jüngsten Legal Report zu Deutschland von Juli 2019 kritisch angemerkt hat. Wenn Pfandbriefbanken im Ausland Hypothekendarlehen ausreichen, dann sind dies vornehmlich Gewerbeimmobilienfinanzierungen. Interessant ist dabei, dass das Neugeschäft in Großbritannien – vermutlich aufgrund der Unsicherheiten bezüglich des Brexits – nach vdp Angaben zuletzt zurückgegangen ist. Der durchschnittliche Anteil von britischen Krediten an den Deckungsmassen der Hypothekendarlehen lag Ende 2018 jedoch mit 3,3 Prozent auf einem Niveau, welches etwas über der Marke von 3,1 Prozent aus den Jahren 2016 und 2017 rangiert. Das Auslandsgeschäft der Pfandbriefbanken ist jedoch nicht auf den europäischen Binnenmarkt beschränkt. In den vergangenen Jahren haben laut vdp vor allem die Vereinigten Staaten von Amerika beim Auslandsgeschäft seiner Mitglieder an Bedeutung gewonnen.

SCHWERPUNKT BEI WOHNIMMOBILIEN IM INLAND, SUBSTANZIELLES NEUGESCHÄFT IM AUSLAND BEI GEWERBEIMMOBILIEN
NEUGESCHÄFT DER VDP-MITGLIEDER IN MRD. EURO



Quelle: vdpResearch

GEOGRAFISCHE VERTEILUNG DER DECKUNGSMASSEN, SCHWERPUNKT BLEIBT DEUTSCHLAND
BEZOGEN AUF HYPOTHEKENPFANDBRIEFE DER VDP-MITGLIEDER



Quelle: vdp, * GIIPS = Griechenland, Irland, Italien, Portugal, Spanien

Um im nationalen wie internationalen Kreditgeschäft wettbewerbsfähig zu bleiben, sind nicht nur günstige Refinanzierungsbedingungen hilfreich, sondern auch möglichst effiziente Geschäftsprozesse. Die Digitalisierung der Betriebsabläufe im Bankgeschäft – inklusive des Kreditgeschäfts – soll dazu beitragen, langfristig Kosten zu sparen. Der Kreditprozess bildet hier keine Ausnahme. Die Datenerfassung soll möglichst nur an einer Stelle – zu Beginn des Kreditprozesses innerhalb der Bank – erfolgen. Alle nachfolgenden Abteilungen sollen sodann möglichst auf den gleichen Datensatz zurückgreifen. Die technischen Voraussetzungen hierfür zu schaffen, sind Herausforderungen für Banken, denen sie sich stellen müssen. Daneben gibt es weitere potenzielle Effizienzgewinne, zum Beispiel im Rahmen der Digitalisierung der Immobilienfinanzierung, bei denen es auch rechtliche Fragen zu lösen gilt, mit denen sich der vdp derzeit auseinandersetzt (siehe vdp Infobrief - Quarterly Q1.2019) und von denen wir im Folgenden einige kurz anklingen lassen:

- » Um Einsicht in ein Grundbuch in Deutschland nehmen zu können, muss ein berechtigtes Interesse bestehen. Beim analogen Zugang zum Grundbuch wird dies bei Kreditinstituten vermutet. Im automatisierten Abrufverfahren muss demgegenüber die Zustimmung des Eigentümers oder eine Zwangsvollstreckung vorliegen. Zur Vereinfachung der elektronischen Einsichtnahme in das Grundbuch plädiert der vdp für eine Gesetzesänderung, die die Zustimmung natürlicher Personen für Banken nicht mehr erforderlich macht.

Digitalisierung im Kreditgeschäft

Einsicht in das elektronische Grundbuch

- » Für die Grundschuldbestellung wäre ein digitaler Geschäftsverkehr der Banken mit den beteiligten Notaren hilfreich. Dazu würde gehören, dass die komplette Kommunikation und der Austausch von Daten papierlos möglich wären. Hierzu müssen gemeinsame Standards zwischen Notaren und Kreditinstituten entwickelt und entsprechende Schnittstellen zwischen den Beteiligten aufgesetzt werden.
- » Im Falle von Verbraucherimmobilienkreditverträgen gilt nach deutschem Recht der Schriftformzwang, der in der digitalen Welt nur durch eine qualifizierte Signatur ersetzt werden kann. Nach Einschätzung des vdp lässt sich eine qualifizierte elektronische Signatur (QES) nur für bestimmte Kundensegmente in der Praxis durchsetzen, aber nicht bei allen Kunden. Daher wird als Ergänzung zum QES für die Zulässigkeit der Textform plädiert, bei der der Kunde über bestehende Widerspruchsrechte oder bestimmte Warnfunktionen im Vergleich zum QES nicht schlechter gestellt sein soll. Mit dem Textform-Verfahren sollen dann künftig mehr Kunden an digitalen Vertragsabschlüssen partizipieren können.
- » Im internationalen Kreditgeschäft wären elektronische Grundbücher eine große Erleichterung. Auf europäischer Ebene gab es mit dem European Land Information Service (EULIS) den Versuch, einen europaweiten Datenverbund zwischen den Grundbuchsystemen herzustellen. EULIS hatte das Ziel, einen wechselseitigen Datenzugriff auf nationale Grundbuchdatenbanken zu ermöglichen. Dieses Projekt wurde allerdings 2018 beendet und durch das Projekt Land Register Interconnection (LRI) der Europäischen Kommission abgelöst. Die Vernetzung der Grundbuchsysteme stellt jedoch nicht nur technische Herausforderungen dar. Bei dem Austausch der Informationen müssen die Bedeutungen der einzelnen Datenfelder klar sein. Das heißt, bei der Übersetzung der Begriffe aus der Landessprache in eine andere Sprache müssen die hinter den Formulierungen stehenden juristischen Zusammenhänge sorgfältig berücksichtigt werden. Letzterer Punkt setzt voraus, dass die rechtlichen Unterschiede in den Grundbuchsystemen klar erkennbar werden. Diese aufwendige Arbeit ist leider notwendig, weil wir von einer einheitlich geregelten Eurohypothek in Europa noch weit entfernt sind.

Austausch von Informationen bei Grundbuchbestellung

Einfachere digitale Alternativen für die Schriftform

Internationale Grundbuchdatenbank innerhalb Europas

Unterstützung bei der Beleihungswertermittlung

Agenturen durchleuchten seit den 1990er Jahren die Bonität der Pfandbriefe

Zum Kreditprozess gehört auch die Bewertung von Sicherheiten, was im Pfandbriefgeschäft vornehmlich die Beleihungswertermittlung von Gebäuden beinhaltet. Auch hier können mit Automatisierungen der Abläufe und dem Einsatz digitaler Technik Arbeitsprozesse verschlankt werden. Automatisierte Bewertungsverfahren für gängige Wohnimmobilien, bei denen wichtige Kernmerkmale des Gebäudes beziehungsweise der Wohnung und die Adresse bereits zu einer recht präzisen Wertermittlung führen können, werden schon seit längerem verwendet. Darüber hinaus gibt es auch digitale Immobilienbesichtigungen, die inzwischen den Anforderungen der Beleihungswertermittlungsverordnung gerecht werden. Über Geoinformationssysteme (GIS) können im Rahmen der Beleihungswertermittlung Parameter wie Bodenwerte, soziodemografische oder wirtschaftliche Kennziffern bereitgestellt werden (siehe vdp Infobrief - Quarterly Q2.2019). Es gibt noch reichlich zu tun bei der Digitalisierung des Bankgeschäfts, bevor die potenziellen Effizienzgewinne in den künftigen Geschäftsprozessen realisiert werden.

Ein kritischer Blick auf die Methoden der Agenturen für Pfandbriefe

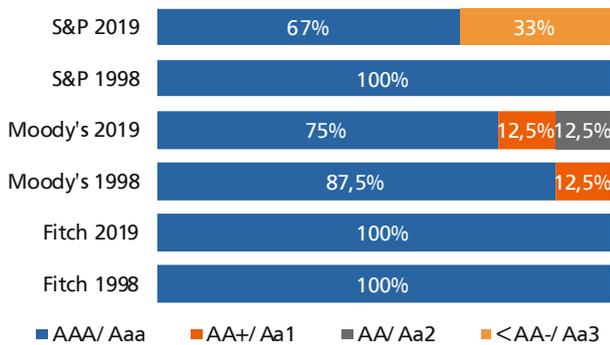
Nicht nur die Pfandbriefbanken führen intensive Bonitätsanalysen durch. Auch von externen Ratingagenturen werden ihre Pfandbriefe intensiv durchleuchtet und auf Herz und Nieren geprüft. Bereits in den 1990er Jahren haben Agenturen damit begonnen, Pfandbriefratings zu veröffentlichen. Die Emittenten standen externen Bonitätsnoten zuerst skeptisch gegenüber, weil nicht wenige Marktteilnehmer die Notwendigkeit

eines Ratings für gesetzlich als mündelsicher eingestufte Pfandbriefe anzweifeln. Mit dem zu jener Zeit aufkommenden Jumbo-Pfandbrief und der damit einhergehenden Notwendigkeit auch internationale Investoren von der Qualität des Pfandbriefs überzeugen zu müssen, haben sich die Qualitätssiegel der Agenturen durchsetzen können. Letztlich ist es im deutschen Pfandbriefmarkt seit über 20 Jahren üblich, Pfandbriefe von externen Agenturen bewerten zu lassen, wenn sie öffentlich platziert und vor allem internationalen Investoren angeboten werden.

Wenn die Ratingverteilung von 1998 mit 2019 verglichen wird, lässt sich zunächst feststellen, dass das typische Rating für einen Pfandbrief damals wie heute die Bestnote AAA von Fitch oder S&P sowie Aaa von Moody's ist. Kaum ein Pfandbrief ist schlechter als AA/Aa2 bewertet. Die Ratingverteilung hat sich natürlich im Laufe der Jahre – vor allem auch während der Finanzkrise – verändert. Allerdings haben sich die Bonitätsnoten der Pfandbriefe nach der internationalen Finanz- und der europäischen Staatsschuldenkrise in den letzten Jahren wieder deutlich erholt. In den nachstehenden Grafiken beziehen sich die Verteilungen teilweise auf nur sehr wenige Ratings je Agentur, sodass sich schon bei einzelnen Ratingveränderungen optisch große Verteilungsveränderungen ergeben können, zum Beispiel im Fall von S&P und den Ratings für Öffentliche Pfandbriefe.

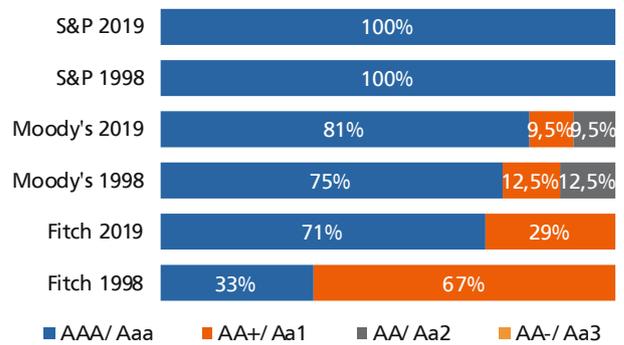
Langfristige Ratingtrends seit 1998

VERGLEICH DER RATINGVERTEILUNGEN FÜR ÖFFENTLICHE PFANDBRIEFE: 1998 VERSUS 2019



Quelle: „Der Pfandbrief 1769-2019 - Von der preußischen Finanzinnovation zur Covered Bond Benchmark“, Bloomberg, Ratingagenturen, Berechnungen und Darstellung DZ BANK Research
Anzahl der berücksichtigten Ratings: Fitch 1 (2019), 4 (1998), Moody's 16 (2019), 8 (1998), S&P 3 (2019), 16 (1998)

VERGLEICH DER RATINGVERTEILUNGEN FÜR HYPOTHEKENPFANDBRIEFE: 1998 VERSUS 2019



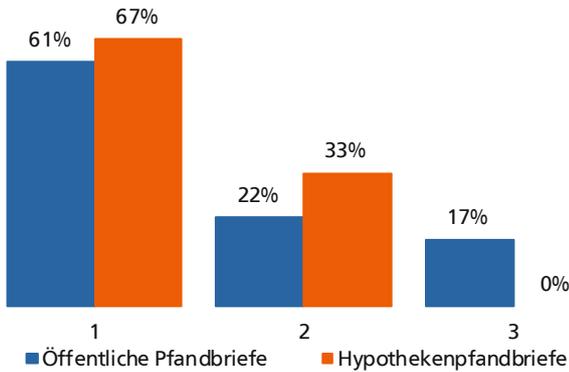
Quelle: „Der Pfandbrief 1769-2019 - Von der preußischen Finanzinnovation zur Covered Bond Benchmark“, Bloomberg, Ratingagenturen, Berechnungen und Darstellung DZ BANK Research
Anzahl der berücksichtigten Ratings: Fitch 7 (2019), 3 (1998), Moody's 21 (2019), 8 (1998), S&P 3 (2019), 1 (1998)

Neben der Verteilung der Bonitätsnoten hat sich die Ratinglandschaft im Pfandbriefmarkt in den vergangenen 20 Jahren in weiteren Punkten verändert. Wenn ein Pfandbrief heute extern bewertet wird, dann nur im Ausnahmefall von mehr als einer Agentur. Das heißt, im Regelfall hat ein Pfandbrief heutzutage lediglich ein externes Rating. Im Jahr 1998 hatten immerhin noch 22 Prozent beziehungsweise 17 Prozent der Öffentlichen Pfandbriefe zwei respektive drei Ratings. Die in den nachstehenden Grafiken aufgeführten Prozentsätze beziehen sich nur auf Pfandbriefe, die mindestens ein Rating aufwiesen. Die weit überwiegende Mehrheit der Pfandbriefbanken, insbesondere die kleineren Institute, verfügen nach wie vor über kein externes Rating für ihre gedeckten Anleihen, auch wenn die Zahl der erteilten Bonitätsnoten trendmäßig gestiegen ist. Im Fall der Öffentlichen Pfandbriefe ist die Zahl der Ratings von 1998 mit 18 auf 19 im Jahr 2019 minimal angestiegen. Demgegenüber ist die Zahl der Bonitätsnoten für Hypothekendarlehen von 9 auf 30 hochgeschwungen. Letztlich spiegelt sich

Pfandbriefe haben heute in der Regel lediglich ein Rating

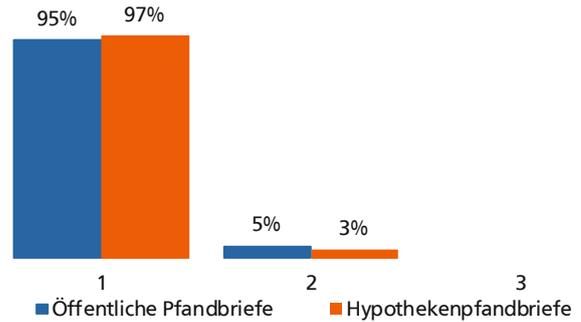
hierin auch die wachsende Bedeutung der Hypothekendarlehenpfandbriefe in Deutschland wider. Das Kommunal- und Staatskreditgeschäft wird bei vielen Pfandbriefbanken zurückgefahren oder gar gänzlich abgewickelt.

1998 WAR MEHR ALS EIN RATING NOCH RECHT HÄUFIG ANZUTREFFEN
X-ACHSE: ANZAHL DER RATINGS JE PFANDBRIEFPROGRAMM



Quelle: „Der Pfandbrief 1769-2019 - Von der preußischen Finanzinnovation zur Covered Bond Benchmark“, Berechnungen und Darstellung DZ BANK Research, Anzahl der berücksichtigten Ratings: Öffentliche Pfandbriefe: 6, Hypothekendarlehenpfandbriefe: 9

2019 GIBT ES NUR NOCH IM AUSNAHMEFALL MEHR ALS EIN RATING FÜR EINEN PFANDBRIEF
X-ACHSE: ANZAHL DER RATINGS JE PFANDBRIEFPROGRAMM



Quelle: Bloomberg, Ratingagenturen, Berechnungen und Darstellung DZ BANK Research, Anzahl der berücksichtigten Ratings: Öffentliche Pfandbriefe: 19, Hypothekendarlehenpfandbriefe: 30

An externen Bonitätswächtern herrscht kein Mangel, ihre Zahl ist in den vergangenen Jahren kontinuierlich gestiegen. Inzwischen gibt es neun Ratingagenturen, die eine Methode für Covered Bonds veröffentlicht haben. Die drei großen Agenturen Fitch, Moody's und S&P, die seit 1998 am Pfandbriefmarkt aktiv sind, haben nach wie vor eine dominierende Stellung, die letztlich auch von der Anerkennung dieser Agenturen durch die Europäische Zentralbank herrührt. Vor 20 Jahren war S&P bei den Öffentlichen Pfandbriefen die vorherrschende Agentur. Diese Stellung hat S&P jedoch inzwischen eingebüßt. Moody's hat S&P hier den Rang abgelaufen und gleichzeitig seine führende Position bei den Hypothekendarlehenpfandbriefen verteidigen können. Die Ratingagenturen haben ihre Methoden für Covered Bonds in den vergangenen zwölf Monaten – abgesehen von kleineren, eher technischen Anpassungen – im Wesentlichen unverändert gelassen.

Moody's hat dominierende Stellung im Pfandbriefmarkt

In den vergangenen Jahren gab es kaum Ratingveränderungen. Die Ratingvolatilität aus den Zeiten der Finanzmarkt- und Staatsschuldenkrise gehört inzwischen der Vergangenheit an. Der Trend bei deutschen Pfandbriefen scheint sehr stabil zu bleiben. Das gibt uns Gelegenheit, ein wenig hinter die Kulissen der Methoden der Agenturen zu blicken. Die Ratings der Agenturen werden häufig gleichgesetzt, so wie wir dies in den vorstehenden Grafiken ebenfalls getan haben. Das heißt, ein AAA von Agentur X entspricht auch der jeweiligen Bestnote von Agentur Y. Die Ratingaussagen der Agenturen können jedoch sehr unterschiedlich sein. Diese Unterschiede sind nicht nur von akademischem Interesse, sondern haben handfeste Auswirkungen über die Ratinganforderungen (in Form von Überdeckung) auf die Effizienz der Covered Bond Programme (aus Sicht der Emittenten) und das Sicherheitspaket (aus Sicht der Investoren). Dieses Thema betrachten wir daher im nächsten Abschnitt etwas ausführlicher.

Stabiler Ratingtrend und Unterschiede in den Methoden

Ratings der Agenturen sind nur bedingt miteinander vergleichbar

Die Aussage eines Ratings von Moody's bezieht sich auf den erwarteten Verlust, während sich bei den meisten anderen Agenturen die Bonitätsnoten auf die Ausfallwahrscheinlichkeit der Anleihen beziehen. Aufgrund dieses Unterschieds kann es auch zu unterschiedlichen Ratinganforderungen zum Erreichen des Zielratings kommen. Diesen Punkt betrachten wir ausführlich über einen Vergleich von Fitch und Moody's. Darüber hinaus gibt es einen weiteren Aspekt, der sich ebenfalls auf die Vergleichbarkeit der verschiedenen Agenturratings auswirken kann. Jede Agentur verwendet für ihre Cashflow-Modelle spezifische idealisierte Ausfallwahrscheinlichkeiten und Werte für erwartete Verluste. Diese Werte sind gewissermaßen die Messlatte, die ein Emittent überspringen muss, um ein bestimmtes Ratingniveau zu erreichen. Wir vergleichen im Rahmen dieser Studie beispielhaft die relevanten Werte von DBRS und Moody's.

Fitch versus Moody's: Ausfallwahrscheinlichkeit versus erwarteter Verlust

Moody's Covered Bond Ratings beziehen sich auf den erwarteten Verlust für die Investoren, falls der Emittent ausfallen sollte. Geringe Zahlungsausfälle wiegen daher weniger schwer als bei Ratings mit einem ausschließlichen Bezug auf die Ausfallwahrscheinlichkeiten der Anleihen. Fitch bewertet die Ausfallwahrscheinlichkeit eines Covered Bonds, berücksichtigt aber zusätzlich noch mögliche Erlöse aus dem Verkauf der Deckungswerte. Die Definitionen der beiden Agenturen scheinen nicht so weit auseinander zu liegen. Aufgrund feiner aber wichtiger methodischer Unterschiede können die Ratinganforderungen von Fitch und Moody's jedoch deutlich unterschiedlich ausfallen. Darauf hat ursprünglich Fitch in einer Studie hingewiesen (siehe „Acceptance of Low OC May Lead to Complacency in the Covered Bond Market“ vom 7. Februar 2018). Fitch kritisiert, dass für einige gedeckte Bankanleihen Aaa Ratings von Moody's erteilt werden, ohne nennenswerte Überdeckungsanforderungen an die Kreditinstitute zu stellen. Moody's Überdeckungsanforderungen werden stark von den jeweiligen Bonitäten der Covered Bond Emittenten beeinflusst, die über das Counterparty Risk Assessment und eventuelle Aufschläge den Ausgangspunkt für das Covered Bond Rating bilden. Im Gegensatz dazu erwartet Fitch, dass mögliche Verluste für eine Deckungsmasse nach Insolvenz des Emittenten von Anfang an mit einer entsprechenden Überdeckung ausgeglichen werden, um ein Zielrating zu erreichen.

Mit dem Risikopuffer „Überdeckung“ sollen eventuelle Kredit- und Marktrisiken ausgeglichen werden. Die Position der Anleihegläubiger könnte geschwächt werden, wenn eine Ratingagentur darauf vertraut, dass der als notwendig angesehene Ratingpuffer erst nach und nach aufgebaut wird, falls sich die Bonität des Emittenten verschlechtert. Bestehende gesetzliche Mindestüberdeckungsquoten für Covered Bonds würden dieses Risiko für die Anleihegläubiger nach Ansicht von Fitch zwar mildern. Allerdings glaubt die Agentur nicht, dass die bestehenden gesetzlichen Überdeckungsquoten, die in vielen Ländern typischerweise nicht höher als 5 Prozent liegen, immer ausreichen, um alle in einem Stressszenario denkbaren Verlustrisiken hinreichend abzusichern.

In einer Studie hat Fitch Zahlen aus dem ersten Quartal 2017 von Covered Bond Programmen verglichen, die von Fitch und Moody's jeweils die Bestnote erhalten haben. Die Agentur hat dabei vor allem die Verlustpotenziale der Deckungsmassen und die Überdeckungsanforderungen betrachtet und deren Verteilungen bezüglich der Bonität der Covered Bond Emittenten aufgezeigt. Dabei wurden insgesamt 51 Covered Bond Programme von Fitch berücksichtigt. Wir haben ähnliche Vergleichsrechnungen angestellt und dabei Zahlen für das zweite Quartal 2017 benutzt. Die von uns betrachtete Datengrundlage umfasst alle Covered Bond Programme mit einem AAA/Aaa von Fitch/Moody's, für die auch ein Emittentenrating veröffentlicht wurde

Vergleich der Bonitätsnoten hat seine Tücken

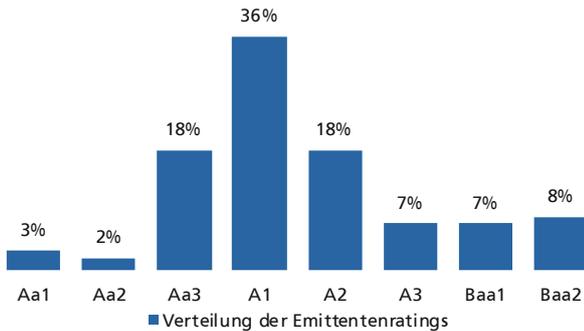
Kritik an Bestnoten ohne Überdeckungsanforderungen

Gesetzliche Mindestüberdeckung reicht nicht für alle Verlustszenarien aus

Unsere Berechnungen bestätigen die Darstellung von Fitch

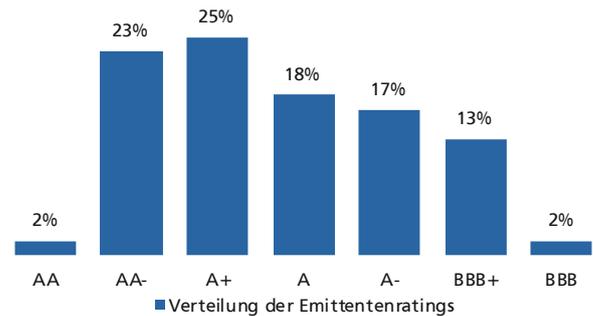
und die über ein Covered Bond Gesetz rechtlich geregelt sind. Daraus ergibt sich eine etwas breitere Datengrundlage von 60 Datenpunkten für Fitch und 122 für Moody's. Unsere leicht modifizierte Herangehensweise bestätigt nach unserer Einschätzung die Ergebnisse von Fitch.

MOODY'S: VERTEILUNG DER EMITTENTENRATINGS (SENIOR UNSECURED RATING, SUR)
STAND: Q2 2017, GRUNDGESAMTHEIT 98



Quelle: Moody's, Berechnungen und Darstellung DZ BANK Research

FITCH: VERTEILUNG DER EMITTENTENRATINGS (ISSUER DEFAULT RATING, IDR)
STAND: Q2 2017, GRUNDGESAMTHEIT 60

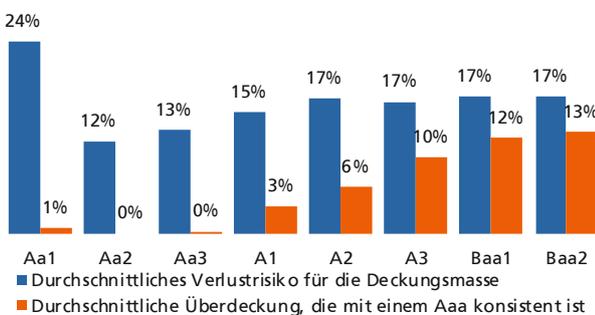


Quelle: Fitch, Berechnungen und Darstellung DZ BANK Research

In unserer Stichprobe wiesen 23 Prozent beziehungsweise 25 Prozent der Covered Bond Emittenten ein Doppel-A Rating von Moody's beziehungsweise Fitch auf. Die Schwerpunkte der Verteilungen der Emittentenratings lagen für beide Ratingagenturen auf dem Einfach-A Bereich, wobei im Falle von Moody's A1 und im Falle von Fitch A+ das jeweils häufigste Emittentenrating war. Es fällt jedoch auf, dass bei den von Moody's mit Aaa gerateten Covered Bond Programmen der Anteil der Emittenten mit einem Rating von A3 oder schlechter nur 22 Prozent betrug, während im Falle von Fitch der vergleichbare Anteil (IDR A- oder schlechter) mit 32 Prozent signifikant höher ausfiel.

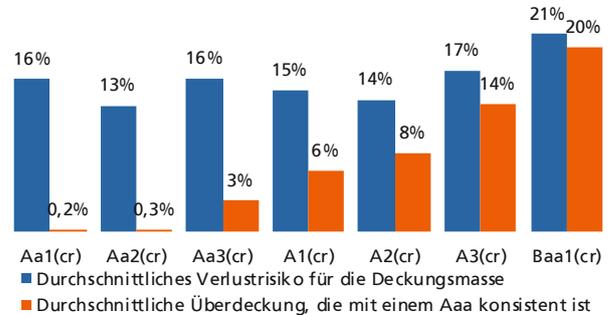
Fitch erteilt anteilig mehr AAA an Emittenten schwacher Bonität

ZUSAMMENHANG ZWISCHEN EMITTENTENBONITÄT UND ÜBERDECKUNGSANFORDERUNGEN BEI MOODY'S
STAND: Q2 2017, GRUNDGESAMTHEIT 98, X-ACHSE = SUR



Quelle: Moody's, Berechnungen und Darstellung DZ BANK Research

MOODY'S: ÜBERDECKUNGSANFORDERUNGEN STEIGEN, JE SCHLECHTER DAS COUNTERPARTY RISK ASSESSEMENT IST
STAND: Q2 2017, GRUNDGESAMTHEIT 122, X-ACHSE = COUNTERPARTY RISK ASSESSMENT



Quelle: Moody's, Berechnungen und Darstellung DZ BANK Research

Die von Fitch kritisierte Abhängigkeit der Überdeckungsanforderung von der Bonität des Emittenten bei Moody's ist aus den von uns untersuchten Daten klar zu erkennen. Als Ankerpunkt für das Covered Bond Rating verwendet Moody's das Counterparty Risk (CR) Assessment, das nie unter dem Emittentenrating (Senior Unsecured Rating,

Fitchs Kritikpunkt wird in den Daten klar erkennbar

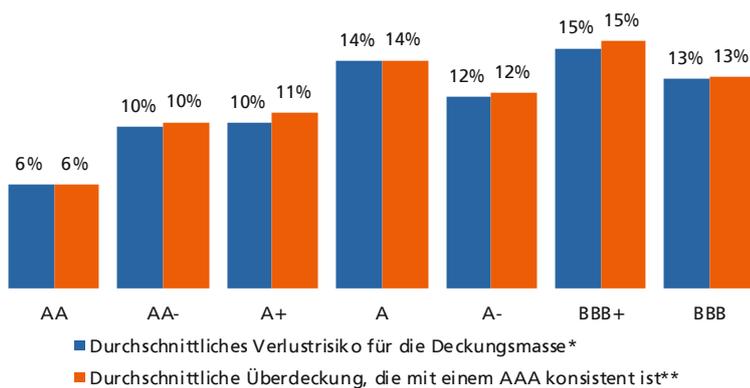
SUR) liegt. In vielen Fällen ist das CR Assessment jedoch bis zu zwei Stufen über dem SUR. Im Falle von europäischen Covered Bonds gewährt Moody's darüber hinaus noch eine Anhebung von einer Stufe über das CR Assessment als Ausgangspunkt für das Covered Bond Rating. Die folgenden Tendenzaussagen gelten sowohl für die Verteilungen mit Bezug auf das SUR als auch das CR Assessment. Emittenten mit einem Doppel-A Rating brauchen zum Erreichen des Zielratings bei Moody's nicht mehr als 1 Prozent Überdeckung vorzuhalten. Je schlechter die Bonität des Emittenten wird, desto höher fallen die Überdeckungsanforderungen bei Moody's im Durchschnitt aus. Auffällig ist dabei, dass die Höhe der Verlustrisiken, die Moody's im Rahmen ihrer Stresstests für die Deckungsmasse errechnet, weitgehend unabhängig vom Emittentenrating ist. Die durchschnittlichen Überdeckungsanforderungen von Moody's liegen in allen Ratingstufen unter den durchschnittlichen Verlustrisiken. Genau diesen Punkt kritisiert Fitch, weil bei einem Jump-to-Default des Emittenten (die plötzliche Insolvenz einer gut gerateten Bank wie im Falle von Lehman Brothers im September 2008) die Deckungsmasse nicht über einen ausreichenden Risikopuffer verfügen würde.

Im Falle von Fitch ist die Höhe des Verlustpotenzials für die Deckungsmasse im Vergleich zu Moody's weniger stark von der Bonität des Emittenten abhängig. Die Deckungsmassen von Banken mit einem Doppel-A Rating werden unter bestimmten Voraussetzungen weniger strengen Stressszenarien ausgesetzt. Insofern können sich ceteris paribus für diese Banken geringere unterstellte Verlustrisiken für die Deckungsmassen ergeben als im Falle von Kreditinstituten mit schlechteren Emittentenratings. Die von uns untersuchten Zahlen zeigen außerdem, dass sich Fitch im Durchschnitt bei der Festlegung der notwendigen Überdeckung klar an den gestressten Verlustpotenzialen orientiert. In keiner Ratingklasse ist die Mindestüberdeckung (Breakeven OC) von Fitch geringer als die von ihr errechneten durchschnittlichen Verlustrisiken für die Deckungsmasse. Hier liegt der wesentliche Unterschied zwischen Moody's und Fitch.

Fitch orientiert sich am Verlustpotenzial

BEI FITCH BESTEHT KEIN STARKER ZUSAMMENHANG ZWISCHEN EMITTENTENBONITÄT UND ÜBERDECKUNGSANFORDERUNGEN

STAND: Q2 2017, GRUNDGESAMTHEIT 60, X-ACHSE = IDR



Quelle: Fitch, Berechnungen und Darstellung DZ BANK Research, * Average of the sum of credit losses, cash flow valuation and asset disposal loss (%), **Average of Breakeven OC for the Rating (%)

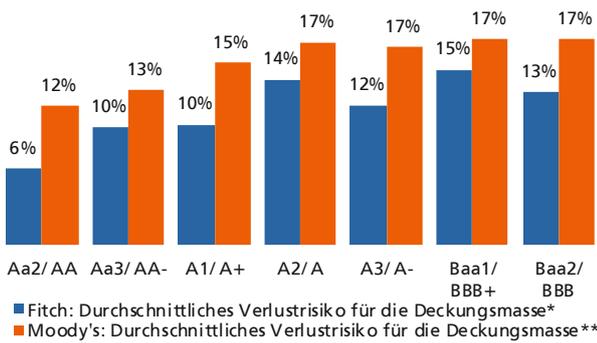
Diesen Unterschied haben wir in den nachstehenden Grafiken noch einmal hervorgehoben, indem wir die entsprechenden Kennzahlen der beiden Ratingagenturen gegenüberstellen. Bei dem Vergleich fällt auf, dass sich die Überdeckungsanforderungen von Fitch und Moody's für Banken mit einem BBB Rating stark annähern. Außerdem errechnet Moody's im Vergleich zu Fitch systematisch höhere Verlustpotenziale

Moody's verwendet strengere Stressszenarien für mögliche Verlustrisiken

für die Deckungsmassen. Das heißt, Moody's scheint im Vergleich zu Fitch strengere Stresstests in Rahmen der Cashflow-Analyse zu verwenden. Diese höheren Verlustpotenziale führen im Falle von Banken mit hoher Bonität jedoch nicht zu entsprechend hohen Überdeckungsanforderungen von Moody's.

MOODY'S SCHEINT STRENGERE STRESSRECHNUNGEN FÜR DIE DECKUNGSMASSE ANZUWENDEN ALS FITCH

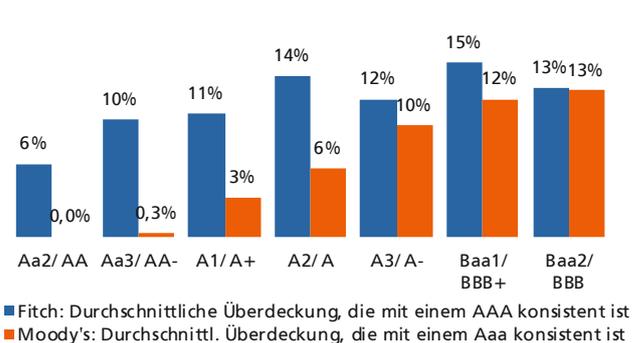
STAND: Q2 2017, X-ACHSE = EMITTENTENRATINGS



Quelle: Moody's, Fitch, Berechnungen und Darstellung DZ BANK Research
* Fitch: Durchschnitt der Summe aus gestressten Kreditrisiken, Asset Disposal Losses und der Cash Flow Valuation
** Moody's: durchschnittliche Deckungsstockverluste (Cover Pool Losses)

ÜBERDECKUNGSANFORDERUNGEN VON MOODY'S UND FITCH GLEICHEN SICH AN, WENN BANKEN IM BBB BEREICH RANGIEREN

STAND: Q2 2017, X-ACHSE = EMITTENTENRATINGS



Quelle: Moody's, Fitch, Berechnungen und Darstellung DZ BANK Research

DBRS versus Moody's: Unterschiedlich hohe Schwellenwerte für Zielratings

In den nachstehenden Tabellen sind die idealisierten Ausfallwahrscheinlichkeiten je Laufzeit für die einzelnen Rating-Kategorien von DBRS und Moody's aufgeführt. Jede Ratingagentur erstellt individuelle Tabellen auf Grundlage eigener empirischer Erfahrungen hinsichtlich beobachteter Ausfälle bei Kreditnehmern aus der jeweiligen Ratingkategorie. In Amerika werden externe Ratings schon recht lange verwendet und sind dort weit verbreitet, vor allem im Markt für Unternehmensanleihen. Daher reflektieren die Ausfallwahrscheinlichkeitstabellen vermutlich stark die Entwicklungen der vergangenen Jahre im amerikanischen Markt für Unternehmensanleihen. Allerdings entsprechen die angegebenen Werte nicht exakt den historischen Ausfallraten in jeder einzelnen Ratingkategorie. Es kann nach unserem Verständnis sein, dass einige Werte geglättet beziehungsweise für eine bessere Konsistenz innerhalb der Tabelle angepasst worden sind.

In den nachstehenden Tabellen wurden je zwei Werte pro Ratingagentur hervorgehoben. Die idealisierte Ausfallwahrscheinlichkeit eines Schuldners mit einem A (low) Rating von DBRS beträgt für einen Zeithorizont von 5 Jahren 0,9643 Prozent. Im Falle eines AAA wäre die Ausfallwahrscheinlichkeit lediglich 0,0987 Prozent. Bei Moody's beträgt die Ausfallwahrscheinlichkeit für einen Schuldner mit einem A3 Rating (das Äquivalent zum A (low) von DBRS) und 5 Jahren Laufzeit 0,73 Prozent. Für ein Aaa von Moody's fällt die Ausfallwahrscheinlichkeit für dieselbe Laufzeit auf 0,0029 Prozent. Die hier aufgeführten Zahlen sind Schwellenwerte. Damit ein Schuldner sich für ein AAA bei DBRS qualifiziert, darf die im Ratingmodell geschätzte Ausfallwahrscheinlichkeit nicht über 0,0987 Prozent liegen. Ratings für unbesicherte Bankverbindlichkeiten sind auch bei Moody's auf die Ausfallwahrscheinlichkeit kalibriert. Ein Schuldner dürfte in den Modellrechnungen von Moody's eine Ausfallwahrscheinlichkeit von höchstens 0,0029 Prozent erreichen, wenn er mit einem Aaa bewertet werden

Jede Agentur erstellt eigene Ausfalltabellen

Uneinheitliche Hürden führen zu ...

möchte. Die Messlatte liegt in diesem konkreten Fall bei Moody's im Vergleich zu DBRS also um das 34fache höher (0,0987 Prozent geteilt durch 0,0029 Prozent), weil der Schwellenwert für die Ausfallwahrscheinlichkeit im Falle von Moody's deutlich niedriger ist als bei DBRS.

Dieses willkürliche Beispiel soll lediglich verdeutlichen, dass selbst wenn die Agenturen mit ihren Ratings dieselben Aussagen treffen – wie im Beispiel die Ausfallwahrscheinlichkeit für unbesicherte Verbindlichkeiten einer Bank als Schuldner – können die mit der Ratingnote einhergehende Aussagen zur Bonität desselben Schuldners immer noch erheblich voneinander abweichen.

.. unterschiedlichen Aussagen

DBRS: IDEALISIERTE AUSFALLWAHRSCHEINLICHKEITEN JE FÄLLIGKEITSJAHR

Rating \ Laufzeit (Jahre)	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
AAA	0,0110%	0,0264%	0,0460%	0,0699%	0,0987%	0,1330%	0,1736%	0,2212%	0,2765%	0,3405%
AA (high)	0,0161%	0,0390%	0,0691%	0,1071%	0,1539%	0,2107%	0,2784%	0,3580%	0,4501%	0,5554%
AA	0,0212%	0,0517%	0,0922%	0,1442%	0,2091%	0,2883%	0,3832%	0,4948%	0,6237%	0,7703%
AA (low)	0,0281%	0,0709%	0,1297%	0,2055%	0,2994%	0,4123%	0,5445%	0,6962%	0,8672%	1,0571%
A (high)	0,0419%	0,1095%	0,2045%	0,3280%	0,4801%	0,6602%	0,8671%	1,0991%	1,3543%	1,6306%
A	0,0487%	0,1287%	0,2419%	0,3893%	0,5704%	0,7841%	1,0283%	1,3005%	1,5978%	1,9173%
A (low)	0,0945%	0,2420%	0,4391%	0,6815%	0,9643%	1,2825%	1,6309%	2,0045%	2,3990%	2,8101%
BBB (high)	0,1860%	0,4685%	0,8333%	1,2659%	1,7521%	2,2792%	2,8359%	3,4126%	4,0013%	4,5956%
BBB	0,2318%	0,5818%	1,0305%	1,5581%	2,1460%	2,7776%	3,4384%	4,1166%	4,8024%	5,4884%
BBB (low)	0,3732%	0,8912%	1,5142%	2,2099%	2,9528%	3,7230%	4,5053%	5,2884%	6,0636%	6,8252%
BB (high)	1,0800%	2,4384%	3,9327%	5,4686%	6,9863%	8,4500%	9,8400%	11,1473%	12,3697%	13,5091%
BB	1,3627%	3,0573%	4,9001%	6,7721%	8,5997%	10,3408%	11,9738%	13,4908%	14,8921%	16,1826%
BB (low)	2,2346%	4,7297%	7,2541%	9,6836%	11,9572%	14,0507%	15,9604%	17,6938%	19,2641%	20,6863%
B (high)	3,6297%	7,4056%	11,0204%	14,3419%	17,3292%	19,9866%	22,3389%	24,4186%	26,2592%	27,8922%
B	4,8503%	9,7471%	14,3160%	18,4179%	22,0296%	25,1805%	27,9201%	30,3028%	32,3799%	34,1974%
B (low)	10,0776%	17,6609%	23,5135%	28,1371%	31,8670%	34,9314%	37,4891%	39,6528%	41,5044%	43,1047%
CCC (high)	18,7898%	30,8505%	38,8426%	44,3357%	48,2625%	51,1831%	53,4376%	55,2363%	56,7119%	57,9502%
CCC	22,2746%	36,1264%	44,9743%	50,8151%	54,8208%	57,6837%	59,8169%	61,4696%	62,7949%	63,8884%
CCC (low)	61,1373%	68,0632%	72,4872%	75,4076%	77,4104%	78,8419%	79,9085%	80,7348%	81,3974%	81,9442%
C	100,0000%	100,0000%	100,0000%	100,0000%	100,0000%	100,0000%	100,0000%	100,0000%	100,0000%	100,0000%

Quelle: DBRS, Darstellung DZ BANK Research, Stand 2016

MOODY'S: IDEALISIERTE KUMULIERTE ERWARTETE AUSFALLRATEN

Rating \ Laufzeit (Jahre)	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Aaa	0,0001%	0,0002%	0,0007%	0,0018%	0,0029%	0,0040%	0,0052%	0,0066%	0,0082%	0,0100%
Aa1	0,0006%	0,0030%	0,0100%	0,0210%	0,0310%	0,0420%	0,0540%	0,0670%	0,0820%	0,1000%
Aa2	0,0014%	0,0080%	0,0260%	0,0470%	0,0680%	0,0890%	0,1110%	0,1350%	0,1640%	0,2000%
Aa3	0,0030%	0,0190%	0,0590%	0,1010%	0,1420%	0,1830%	0,2270%	0,2720%	0,3270%	0,4000%
A1	0,0058%	0,0370%	0,1170%	0,1890%	0,2610%	0,3300%	0,4060%	0,4800%	0,5730%	0,7000%
A2	0,0109%	0,0700%	0,2220%	0,3450%	0,4670%	0,5830%	0,7100%	0,8290%	0,9820%	1,2000%
A3	0,0389%	0,1500%	0,3600%	0,5400%	0,7300%	0,9100%	1,1100%	1,3000%	1,5200%	1,8000%
Baa1	0,0900%	0,2800%	0,5600%	0,8300%	1,1000%	1,3700%	1,6700%	1,9700%	2,2700%	2,6000%
Baa2	0,1700%	0,4700%	0,8300%	1,2000%	1,5800%	1,9700%	2,4100%	2,8500%	3,2400%	3,6000%
Baa3	0,4200%	1,0500%	1,7100%	2,3800%	3,0500%	3,7000%	4,3300%	4,9700%	5,5700%	6,1000%
Ba1	0,8700%	2,0200%	3,1300%	4,2000%	5,2800%	6,2500%	7,0600%	7,8900%	8,6900%	9,4000%
Ba2	1,5600%	3,4700%	5,1800%	6,8000%	8,4100%	9,7700%	10,7000%	11,6600%	12,6500%	13,5000%
Ba3	2,8100%	5,5100%	7,8700%	9,7900%	11,8600%	13,4900%	14,6200%	15,7100%	16,7100%	17,6600%
B1	4,6800%	8,3800%	11,5800%	13,8500%	16,1200%	17,8900%	19,1300%	20,2300%	21,2400%	22,2000%
B2	7,1600%	11,6700%	15,5500%	18,1300%	20,7100%	22,6500%	24,0100%	25,1500%	26,2200%	27,2000%
B3	11,6200%	16,6100%	21,0300%	24,0400%	27,0500%	29,2000%	31,0000%	32,5800%	33,7800%	34,9000%
Caa1	17,3816%	23,2342%	28,6386%	32,4788%	36,3137%	38,9667%	41,3854%	43,6570%	45,6718%	47,7000%
Caa2	26,0000%	32,5000%	39,0000%	43,8800%	48,7500%	52,0000%	55,2500%	58,5000%	61,7500%	65,0000%
Caa3	50,9902%	57,0088%	62,4500%	66,2420%	69,8212%	72,1110%	74,3303%	76,4853%	78,5812%	80,7000%
Ca	100,0000%	100,0000%	100,0000%	100,0000%	100,0000%	100,0000%	100,0000%	100,0000%	100,0000%	100,0000%
C	100,0000%	100,0000%	100,0000%	100,0000%	100,0000%	100,0000%	100,0000%	100,0000%	100,0000%	100,0000%

Quelle: Moody's, Darstellung DZ BANK Research, Stand 2018

Rating Paradox

Im Zusammenhang mit den Ratingmethoden gibt es aus diesseitiger Sicht ein Paradox bei der Bewertung von Covered Bonds mit Conditional Pass-Through (CPT) und gedeckten Anleihen, die nach Insolvenz des Emittenten sofort fällig gestellt werden. Alle Covered Bond Gläubiger stehen grundsätzlich mit ihren Forderungen gegen die Deckungsmasse im gleichen Rang. In älteren Covered Bond Gesetzen wie dem deutschen Hypothekendarstellungsgesetz von vor 1998 konnte man noch die Regelung finden, dass im Insolvenzfall des Emittenten auch die Covered Bonds sofort fällig gestellt würden. Die alten HBG Regeln sahen vor, dass die Erlöse aus der Verwertung der Deckungsmasse zu gleichen Teilen (pari passu) an die Covered Bond Gläubiger ausgekehrt worden wären. Die besicherten Gläubiger hätten somit zur gleichen Zeit die anteilig gleiche Rückzahlung auf ihre Anleihen erhalten. Damit wäre natürlich das Risiko verbunden gewesen, dass aufgrund eines eventuell kurzfristigen Verkaufs der Deckungsmasse die Verwertungsquote unter 100 Prozent bleiben könnte. Ratingagenturen haben diese Regelungen kritisiert. Sie setzen zum Erreichen hoher Ratings voraus, dass die Rückzahlung der Covered Bonds auch nach Insolvenz des Emittenten zum ursprünglich vereinbarten Termin erfolgt. Entsprechend wurden die Covered Bond Gesetze angepasst. Auch das moderne Pfandbriefgesetz (PfandBG) sieht vor, dass die ausstehenden Anleihen nicht mit Insolvenz der Pfandbriefbank fällig werden. Mit dieser Regelung entsteht jedoch das Problem der zeitlichen Nachrangigkeit (Time Subordination), weil länger laufende Anleihen erst später bedient werden. Wenn zuvor ein überproportional hoher Teil der Überdeckung aufgebraucht wurde, um früher fällig gewordene Serien pünktlich zurückzahlen, könnten später einsetzende Kreditverluste auf die verbleibenden noch ausstehenden Serien durchschlagen. Der gleichrangige Anspruch auf die Deckungsmasse wäre dann zwar formal gegeben. Aufgrund der zeitlichen Nachrangigkeit tragen die Gläubiger von später fälligen Anleihen dennoch ein höheres Verlustrisiko als jene von kurzlaufenden Anleihen.

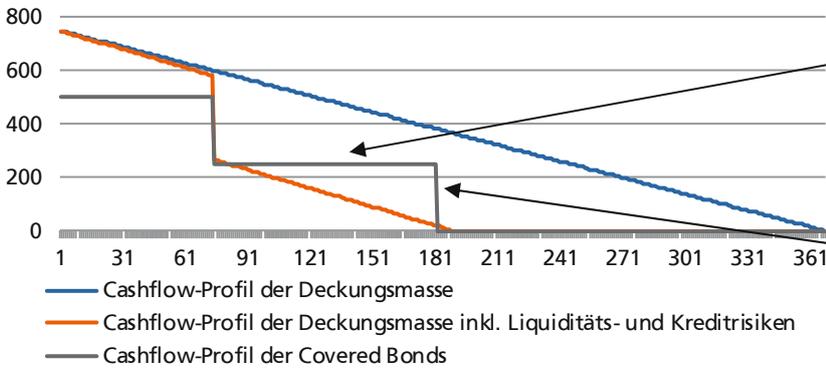
Zeitliche Nachrangigkeit der Covered Bond Serien

Im Beispiel der nachstehenden Grafik sind die Zahlen so gewählt, dass die Verluste aus Kredit-, Markt- und vor allem Liquiditätsrisiken zum Fälligkeitszeitpunkt der ersten Anleihe so hoch ausfallen, dass für die später fällige zweite Anleihe aufgrund von nach der Rückzahlung der ersten Anleihe weiter auflaufenden Kreditausfällen in der Deckungsmasse ab dem Tag 134 keine ausreichend hohe Deckungsmasse mehr vorhanden ist. Durch den Verkauf von Deckungswerten zur pünktlichen Tilgung der ersten Anleihe wurde im Beispiel zum Nachteil der anderen Covered Bond Gläubiger überproportional viel von der verfügbaren Überdeckung verbraucht. Um dieses Risiko zu begrenzen gibt es in einigen Covered Bond Programmen vertragliche Vorkehrungen, die sicherstellen sollen, dass jede ausstehende Covered Bond Serie den gleichen Anteil an der Überdeckung im Verhältnis zu ihrem Umlaufvolumen nutzen kann. Damit wird ein wie in der Grafik skizziertes Szenario abgemildert. Es könnte jedoch dazu führen, dass im Bedarfsfall für eine individuelle Serie nicht genügend Deckungswerte zur Verfügung stehen, um ausreichend Liquidität für eine anstehende Tilgung aufzunehmen, obwohl in der Deckungsmasse noch ausreichend viele Vermögenswerte vorhanden sind. Darüber hinaus bleiben die Gläubiger von später fälligen Anleihen selbst mit dieser Regelung immer noch einem höheren Risiko ausgesetzt, weil im Laufe der Zeit höhere Kreditausfälle auflaufen können, die von der immer kleiner werdenden Deckungsmasse getragen werden müssen.

Im Laufe der Zeit kumulieren sich Verluste

ZEITLICHE NACHRANGIGKEIT: GLÄUBIGER VON SPÄTER FÄLLIGEN COVERED BONDS TRAGEN HÖHERE AUSFALLRISIKEN

X-ACHSE: TAGE NACH INSOLVENZ DES EMITTENTEN, Y-ACHSE: EURO



Ab dem Tag 134 ist klar, dass die Deckungsmasse aufgrund von Kreditausfällen überschuldet ist und dadurch die zweite Anleihe nicht vollständig zurückgezahlt werden kann

Aufgrund von zuvor aufgelaufenen Verlusten aus Kredit-, Markt- und Liquiditätsrisiken reicht die Deckungsmasse nicht mehr aus, um die zweite Anleihe vollständig zurückzuzahlen

Quelle: DZ BANK Research

Im obigen Beispiel entstehen zum ursprünglichen Rückzahlungstermin der ersten Anleihe hohe Verluste für die Deckungsmasse, die den späteren Ausfall auf die zweite Anleihe verursachen. Eine Möglichkeit, diese Verluste zu vermeiden oder zu reduzieren, wäre die kurzfristige Verschiebung der Rückzahlung (Fälligkeitsverschiebung oder Soft Bullet). Im einfachsten Fall kann der Verwalter der Deckungsmasse abwarten, wenn er sicher ist, dass sich durch die Zahlungseingänge in der Verlängerungsperiode genügend Barmittel ansammeln, um die Anleihen später vollständig zurückzuzahlen. Im nächsten Beispiel (siehe nachstehende Grafik) wird dieses Szenario durchgespielt. Allerdings hat sich in der Deckungsmasse erst nach Fälligkeit des zweiten Covered Bonds genügend Cash angesammelt, um die erste Anleihe zu tilgen. In der Regel wird versucht, eine Situation zu vermeiden, in der die eingesammelten Einzahlungen für die verschobene Tilgung einer Anleihe zwischendurch für die Rückzahlung einer anderen (später fällig gewordenen) Anleihe verwendet werden. Die Fälligkeitsverschiebung der ersten Anleihen könnte also kaskadenförmig die Verschiebung der Rückzahlung aller nachfolgenden Anleihen auslösen.

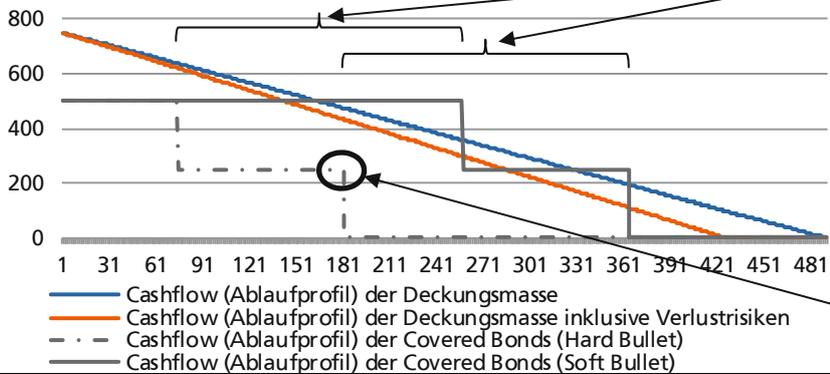
Einhaltung der Reihenfolge der Rückzahlung bei Soft Bullets

In Deutschland wird seit einigen Jahren über die Einführungen von Regelungen im Pfandbriefgesetz zur Fälligkeitsverschiebung nachgedacht. Ein Vorschlag, der dazu aktuell diskutiert wird, orientiert sich am polnischen Covered Bond Gesetz. Dort ist vorgesehen, dass wenn die Fälligkeit einer Anleihe verschoben wird, die Rückzahlung aller ausstehenden Covered Bonds zwölf Monate später erfolgt. Das Problem einer ungewollten Überholung in der Rückzahlungsreihenfolge der Anleihen wäre damit gelöst. Im polnischen Covered Bond Gesetz ist sogar vorgesehen, dass sich die Rückzahlung der gedeckten Anleihen im Bedarfsfall (Illiquidität einer werthaltigen Deckungsmasse) nach den Zahlungseingängen richten kann. Dieser Mechanismus ist auch von CPT Covered Bonds bekannt. Der CPT stellt eine Weiterentwicklung des Soft Bullets dar, mit dem das Liquiditätsrisiko für die Deckungsmasse wirksam eliminiert wird. Anleihegläubiger profitieren von höheren Verwertungsquoten aus der Abwicklung der Deckungsmasse, weil dieser keine Verluste aufgrund von Notverkäufen drohen. Die dadurch erreichte Liquiditätsabsicherung der Deckungsmasse geht jedoch auf Kosten der Anleihegläubiger, weil sie im Zweifel wesentlich länger auf ihr Geld warten müssen.

Überlegungen zur Änderung des Pfandbriefgesetzes

ÜBERHOLVERBOT: DÜRFEN FÄLLIGKEITSVERSCHIEBUNGEN DIE REIHENFOLGE DER ANLEIHERÜCKZAHLUNGEN ÄNDERN?

X-ACHSE: TAGE NACH INSOLVENZ DES EMITTENTEN, Y-ACHSE: EURO



Soft Bullet Phase für die erste und zweite Anleihe

Kumulierte Einzahlungen: 250

Kumulierte Einzahlungen: 250

Überholverbot für die Rückzahlung der zweiten Anleihe?

Quelle: DZ BANK Research

Der Abwicklungsmodus einer Deckungsmasse mit CPT Covered Bonds erinnert – rein wirtschaftlich betrachtet – an die ursprüngliche Idee im Hypothekendarlehensgesetz von vor 1998, bei denen wie erwähnt alle ausstehenden Anleihen zum Insolvenzzeitpunkt fällig würden, um die Verwertungserlöse aus der Deckungsmasse pari passu an die Pfandbriefgläubiger aufzuteilen. Die Verwertung der Deckungsmasse muss nicht zwingend über einen kurzfristigen und sicher verlustträchtigen Verkauf der Deckungswerte erfolgen. Der Verwalter der Deckungsmasse kann die fälligen Forderungen aus den Darlehen eintreiben und auf eine günstige Gelegenheit für einen Portfolioverkauf warten. Interessant ist, dass die Ratingagenturen dieses HBG-Modell in ihren Methoden wesentlich schlechter behandeln als CPT Covered Bonds, deren Ratings sich in der Regel wesentlich weiter von der Bonität des Emittenten entfernen können als endfällige Anleihen. Im Vergleich zu Soft Bullet Covered Bonds müssen CPT Covered Bonds häufig sogar für ein gegebenes Ratingniveau ceteris paribus deutlich geringere Überdeckungsanforderungen erfüllen. Es ist für uns nur schwer nachvollziehbar, warum die alten HBG-Vorschriften, die eine sofortige Fälligkeit der Anleihen vorgesehen hatten, bei den Ratingagenturen in Ungnade gefallen sind und gleichzeitig CPT Covered Bonds sehr wohlwollend bewertet werden, obwohl beide Varianten wirtschaftlich betrachtet sehr ähnliche Szenarien darstellen.

CPT Covered Bonds versus HBG

Ratingagenturen halten dem freilich entgegen, dass im Falle des alten HBG die Pfandbriefe zusammen mit dem Emittenten als insolvent betrachtet werden müssen und somit als ausgefallen gelten. Bei CPT Covered Bonds ist vertraglich vereinbart, dass bei einer Zahlungsunfähigkeit des Emittenten (inklusive dessen Insolvenz) die Covered Bonds nicht als ausgefallen angesehen werden, auch wenn fällige Zahlungen nicht geleistet werden können. Außerdem bestünde mit dem CPT Mechanismus eine Vereinbarung, die eine wertschonende Abwicklung der Deckungsmasse sicherstellt, wodurch Verluste für Covered Bond Gläubiger minimiert werden, auch wenn die Abwicklung der Deckungsmasse sehr lange dauern könnte. Es scheint den Ratingagenturen gleichgültig zu sein, ob die CPT Regeln in den Anleihebedingungen stehen oder im Covered Bond Gesetz geregelt werden, wie dies beispielsweise in Polen der Fall ist. Beißt sich hier die Katze in den Schwanz, wenn man bedenkt, dass Covered Bond Gesetze wie das Pfandbriefgesetz letztlich nur insolvenzrechtliche Sonderbestimmungen für Banken sind? Wenn also das Insolvenzrecht sagen würde, die Anleihe gilt als nicht ausgefallen, auch wenn nicht gezahlt wird, werden beste Ratings eher möglich. Scheinbar fehlte dem alten HGB eine entsprechende Definition und Richtlinien für den Verwalter der Deckungsmasse, die Vermögenswerte wertschonend abzuwickeln.

Vertragliche Regeln und gesetzliche Fiktion

EUROPÄISCHE HARMONISIERUNG DER COVERED BOND GESETZE IM LICHT VON 250 JAHREN PFANDBRIEFGESCHICHTE

Die Ursprünge des heutigen Pfandbriefrechts lassen sich bis zur Kabinettsorder des preußischen Königs Friedrich II zur Gründung der Schlesischen Landschaft vom 29. August 1769 zurückverfolgen. Der Pfandbrief feiert 2019 also seinen 250. Geburtstag. Eine vollständige Darstellung der interessanten Geschichte des Pfandbriefs würde den Rahmen dieser Studie sprengen. In der Festschrift „Der Pfandbrief 1769-2019 – Von der preußischen Finanzinnovation zur Covered Bond Benchmark“ von Friederike Sattler und Fritz Engelhard wird die bewegte Geschichte des Pfandbriefs sehr anschaulich und ausführlich beschrieben. Dieser Festschrift haben wir ein paar Highlights entnommen, die wir im Rahmen dieser Ausarbeitung anklingen lassen möchten, um so das 250. Pfandbrief-Jubiläum zu würdigen.

Seit August 1769 hat sich das Pfandbriefrecht häufig gewandelt, um erfolgreich zu bleiben. Die Pfandbriefe von 1769 und 2019 unterscheiden sich deshalb stark voneinander. Viele der heute als selbstverständlich geltenden Regelungen sind gemessen an der langen Geschichte des Pfandbriefs erst sehr jung. Einige von ihnen sind erst mit dem im Jahr 2005 erlassenen Pfandbriefgesetz (PfandBG) aufgenommen beziehungsweise in dessen zahlreichen Novellierungen später eingeführt worden. Zum Beispiel wurden die rechtlichen Grundlagen für den Flugzeugpfandbrief erst 2009 in das PfandBG aufgenommen. Die Transparenzvorschriften, die 2005 als Ausgleich für die Aufgabe des Spezialbankprinzips geschaffen wurden, wurden 2009 zum ersten Mal erweitert. Ebenfalls im Jahr 2009 wurde die Vorschrift für die 180-Tage-Liquidität innerhalb der Deckungsmasse im PfandBG festgeschrieben sowie eine klarere Trennung der Insolvenz- und Deckungsmasse, die seither als insolvenzfreies Vermögen bezeichnet wird, vorgenommen. Erst 2010 wurde im §30 PfandBG das Trennungsprinzip bei Insolvenz der Pfandbriefbank und die Bezeichnung des Pfandbriefprogramms als „Pfandbriefbank mit beschränkter Geschäftstätigkeit“ eingeführt. Darüber hinaus wurde in besagtem Jahr im §36a PfandBG auch die Verbindung zwischen Pfandbrief- und Restrukturierungsrecht geschaffen. Eine weitere wichtige Änderung im PfandBG wurde schließlich 2014 erlassen, mit der die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) per Verwaltungsakt die Höhe der Überdeckung für eine Pfandbriefbank individuell festlegen darf. Viele dieser Änderungen waren Reaktionen auf die Finanz- und Staatsschuldenkrise in den Jahren nach 2008 und den Kollaps der US-Investmentbank Lehman Brothers, aber auch auf kritische Rückfragen von Investoren und Ratingagenturen.

Allerdings waren nicht alle Änderungen Reaktionen auf Kritik von Marktteilnehmern oder Ausdruck von Krisenmanagement. Oft genug gibt es einen Gestaltungswillen mit dem Ziel, das Pfandbriefrecht kontinuierlich zu verbessern. Nicht selten bilden Regelungen in Nachbarländern das Vorbild für Gesetzesänderungen. Schon seit 1769 wandern die Covered Bond Ideen zwischen den Ländern Europas und dienen wechselseitig als Inspiration. Allerdings gab es auch immer schon Unterschiede in den verschiedenen rechtlichen Rahmenwerken, sodass der Wunsch nach Harmonisierung vor inzwischen etwa 50 Jahren zum ersten Mal formuliert wurde. Es brauchte noch einige Zeit, bis im Rahmen einer internationalen Konferenz in München 1981 über eine europaweite Harmonisierung des Pfandbriefrechts diskutiert wurde. Diese Idee wurde in einer Folgekonferenz, die 1984 am Chiemsee stattfand, weiterentwickelt, indem Kernelemente einer Pfandbrief-Richtlinie ausgearbeitet wurden. Der Geist vom Chiemsee führte zunächst im Jahr 1992 zur Gründung des Pfandbriefausschusses (Mortgage Bond Committee) im Europäischen Hypothekenverband (European Mortgage Foundation), aus dem 2004 das European Covered Bond Council (ECBC)

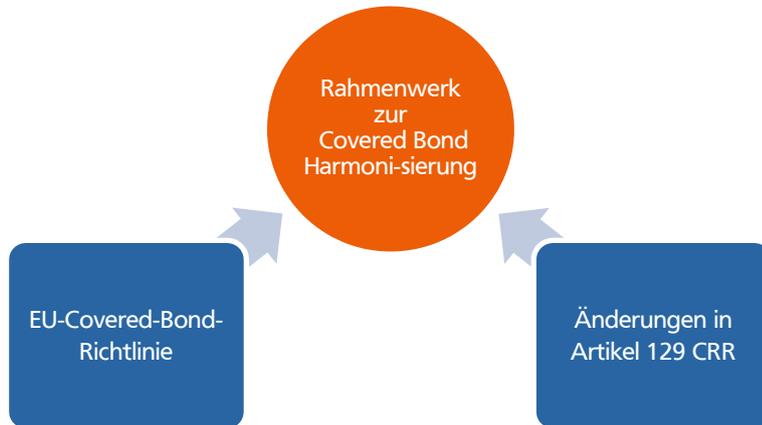
Wurzeln des Pfandbriefrechts reichen 250 Jahre zurück

Große Unterschiede zwischen damals und heute belegen die Anpassungsfähigkeit des Pfandbriefs

Gestaltungswille führte zum Regulierungspaket zur Harmonisierung europäischer Covered Bond Gesetze

hervorging. Letztlich war es das ECBC, welches stark für das Regulierungspaket zur Harmonisierung der Covered Bond Gesetze in der Europäischen Union geworben hat, dessen Umsetzung in nationales Recht der EU-Mitgliedsstaaten vermutlich ab November 2019 auf der Tagesordnung stehen wird.

DAS RAHMENWERK ZUR COVERED BOND HARMONISIERUNG BESTEHT AUS ZWEI TEILEN



Quelle: Rat der Europäischen Union, Darstellung DZ BANK Research, CRR = Eigenkapitalverordnung für Banken

Mit dem aktuellen Rahmenwerk zur Harmonisierung der europäischen Covered Bond Gesetze, welches aus einer EU-Covered-Bond-Richtlinie und Änderungen in der Eigenkapitalverordnung für Banken (CRR) besteht, findet ein über Dekaden laufender Prozess seinen vorläufigen Schlusspunkt. Die in den 1980er Jahren vorbereitete europäische Pfandbrief-Richtlinie wurde letztlich nicht weiterverfolgt. Als dies klar wurde, konnte mit der Einführung der OGAW-Kriterien 1988 eine kleine Lösung gefunden werden. Die noch immer geltenden OGAW-Kriterien (Stand September 2019) sehen vor, dass die gedeckte Anleihe von einem Kreditinstitut mit Sitz in einem Mitgliedsland des Europäischen Wirtschaftsraums (EWR) aufgelegt werden muss. Zum Schutz der Anleihegläubiger müssen gesetzliche Vorschriften für eine besondere öffentliche Aufsicht der Schuldverschreibungen und für eine ausreichende Deckung der Rückzahlung sowie der Kupons der Anleihe vorhanden sein. Diese erste Legaldefinition für eine gedeckte Bankschuldverschreibung dient seit über 30 Jahren als Anknüpfungspunkt für zahlreiche aufsichtsrechtliche Privilegien bei Banken und Versicherungen. Europäische Covered Bond Gesetze, die seitdem neu erlassen wurden, orientierten sich an diesen Vorgaben. Mit dem jetzt vorliegenden Rahmenwerk zur Covered Bond Harmonisierung wird die grundlegende Legaldefinition für Covered Bonds gründlich reformiert. Die neue EU-Covered-Bond-Richtlinie wird die OGAW-Kriterien im Artikel 52 Absatz 4 der Richtlinie über Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) und korrespondierenden Bestimmungen in anderen Richtlinien künftig ersetzen.

EU-Covered-Bond-Richtlinie ersetzt OGAW-Kriterien

Von einer Vollharmonisierung der europäischen Covered Bond Gesetze, über die in den 1980er Jahren nachgedacht wurde, ist das aktuelle Regulierungspaket der Europäischen Union weit entfernt. Es handelt sich vielmehr um eine prinzipienbasierte Harmonisierung entlang klarer Kriterien, die zuvor in Studien der Europäischen Bankaufsichtsbehörde (EBA) ausgearbeitet wurden und Mindeststandards definieren. Die EU-Covered-Bond-Richtlinie lässt den Mitgliedsstaaten darüber hinaus bei der Umsetzung einiger Vorgaben Wahlrechte. Die 34 Artikel der Richtlinie enthalten insgesamt 25 Wahlrechte. Trotz dieser Freiheitsgrade bei der nationalen Umsetzung werden über das Regulierungspaket im Vergleich zu den OGAW-Kriterien europaweit strengere Qualitätsstandards festgeschrieben.

EU-Covered-Bond-Richtlinie schreibt Qualitätsstandards fest

STRUKTUR DER EU-COVERED-BOND-RICHTLINIE



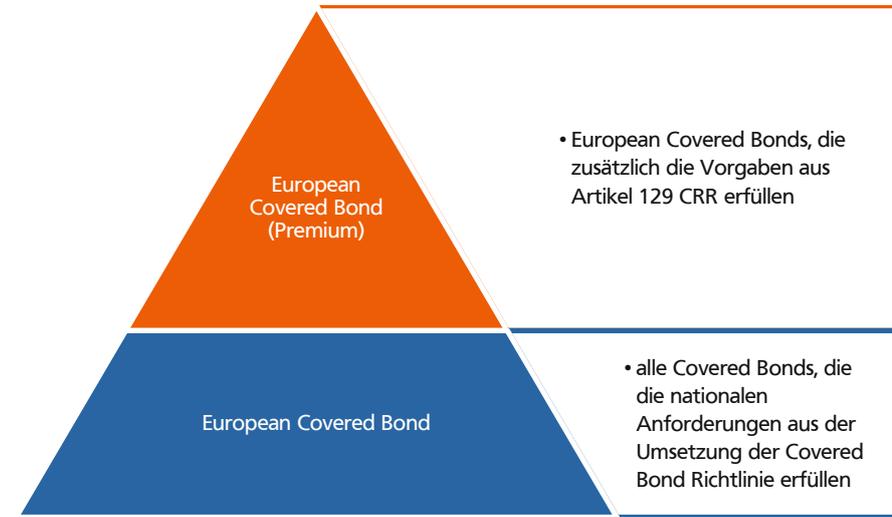
Quelle: EU-Covered-Bond-Richtlinie, Darstellung DZ BANK Research

European Secured Notes (ESN) werden von der aktuellen EU-Covered-Bond-Richtlinie nicht erfasst. ESN sollen zur Refinanzierung von Mittelstandskrediten und Infrastrukturprojekten eingesetzt werden und in ihrer Grundstruktur dem Aufbau eines Covered Bond Programms folgen. Das heißt, der Emittent wäre eine Bank und die Forderungen aus der Anleihe wären mit entsprechenden Forderungen aus Mittelstandskrediten oder Projektfinanzierungen gedeckt. Es wäre denkbar, ESN später in einer überarbeiteten Version der EU-Covered-Bond-Richtlinie – zum Beispiel in einem separaten Kapitel – abzuhandeln. Dieses Projekt dürfte allerdings noch einige Jahre dauern. Schließlich ist die aktuelle Version der EU-Covered-Bond-Richtlinie noch nicht einmal veröffentlicht, geschweige denn in den Mitgliedsländern umgesetzt. Zu hoffen bleibt, dass dem ESN-Projekt mehr Erfolg beschieden sein wird als den bisherigen Versuchen, die knapp 100 Jahre zurückreichen. Bereits in der Weimarer Republik wurde versucht, eine Industrieschaft nach Vorbild der Land- und Stadtschaften als Selbsthilfeeinrichtung für kleine und mittlere Industriebetriebe ins Leben zu rufen, die dann Pfandbriefe aufgelegt hätte. Der Versuch scheiterte damals letztlich daran, dass der Wert eines Industriebetriebes stärkeren Schwankungen unterliegt als jene von Grundstücken und Gebäuden. Daher wären laufende Neubewertungen des Vermögens der Industrieunternehmen notwendig gewesen, die sich letztlich auf den Beleihungsrahmen und mithin auf die Möglichkeit, Pfandbriefe aufzulegen, ausgewirkt hätten. Einzig die Industrieschaft Sächsische Landespfandbriefanstalt, eine gemeinnützige Anstalt öffentlichen Rechts, bildete dank strenger Kreditvergabestandards und einer Garantie Sachsens für die ausgegebenen Pfandbriefe eine Ausnahme.

Gedekte Anleihen, die die Vorgaben der EU-Covered-Bond-Richtlinie erfüllen, dürfen sich künftig „European Covered Bond“ nennen. Wenn darüber hinaus auch die geänderten Vorgaben des Artikels 129 CRR eingehalten werden, dürfen sich die Anleihen mit dem Titel „European Covered Bond (Premium)“ schmücken. Der Verband deutscher Pfandbriefbanken und seine Mitglieder setzten sich dafür ein, dass die Bestimmungen im Pfandbriefrecht derart angepasst werden, dass der Status deutscher Pfandbriefe als „European Covered Bonds (Premium)“ gesichert wird.

Nächstes Zukunftsprojekt: European Secured Notes

Neue Gütesiegel für Covered Bonds

DEFINITION DES GÜTESIEGELS FÜR EUROPÄISCHE COVERED BONDS

Quelle: Covered Bond Richtlinie, Darstellung DZ BANK Research

Einfluss des Harmonisierungsregelwerks auf das Pfandbriefgesetz

Viele Bestimmungen in der EU-Covered-Bond-Richtlinie scheinen durch das deutsche Pfandbriefrecht inspiriert worden zu sein. Großer Anpassungsbedarf aufgrund des Reformpakets ist daher nicht zu erwarten, aber der Teufel steckt bekanntlich im Detail. Die nach Ansicht des vdp notwendigen Änderungen im PfandBG stellen wir nachstehend vor, sortiert nach den entsprechenden Artikeln aus der EU-Covered-Bond-Richtlinie und der CRR.

Änderungsbedarf aufgrund der EU-Covered-Bond-Richtlinie

- » Artikel 8 und 9 (Gemeinsame Refinanzierung): Der vdp prüft, inwieweit unter seinen Mitgliedern Interessen an Regelungen im PfandBG für eine gemeinsame Refinanzierung (Pooling) über Pfandbriefe innerhalb einer Unternehmensgruppe und allgemein für Banken untereinander bestehen. Wenn dem so ist, würde der vdp sich für die Umsetzung der in der EU-Covered-Bond-Richtlinie hierzu vorgeschlagenen Regelungen (Wahlrechte) in das deutsche Pfandbriefgesetz einsetzen.
- » Artikel 11 (Derivate in Deckung): Entsprechend der EU-Covered-Bond-Richtlinie dürfen Derivate nur in die Deckungsmasse aufgenommen werden, um damit bestehende Marktrisiken abzusichern. Unklar ist jedoch, zu welchem Zeitpunkt ein Derivat aus der Deckungsmasse wieder entfernt werden muss. In der Richtlinie wird davon gesprochen, dass dies erfolgen muss, wenn das zugrundeliegende Risiko in der Deckungsmasse entfallen ist. Vorstellbar wäre in diesem Zusammenhang ein Fall, wenn ein Fremdwährungsdarlehen in die Deckungsmasse aufgenommen wird und das zur Absicherung des Währungsrisikos dienende Derivat ebenfalls in das Deckungsregister eingetragen wird. Falls später ein Pfandbrief mit der entsprechenden Fremdwährung aufgelegt würde, wäre das zugrundeliegende Währungsrisiko auf natürliche Weise eingehegt. Wäre hier bereits der von der Richtlinie erwähnte Fall des Wegfalls des zugrundeliegenden Risikos eingetreten? Problematisch könnte die Regelung werden, wenn ein Entfernen des Derivates aus der Deckungsmasse nicht allein von der Pfandbriefbank abhinge. Dies könnte der Fall sein, wenn die Zustimmung der Gegenpartei hierfür erforderlich wäre. Bei der Umsetzung der Richtlinie wären klare Vorgaben wünschenswert, die die normalen Geschäftsabläufe der Emittenten berücksichtigen. Derivate sind

Was ändert sich durch das Reformpaket im PfandBG?**Gemeinsame Refinanzierung****Deckungsderivate**

momentan in den Deckungsmassen deutscher Pfandbriefe selten anzutreffen und wenn, dann ist ihr Nettobarwert im Verhältnis zum Volumen der Deckungsmasse gering.

- » Artikel 13 (Berichtspflichten des Treuhänders gegenüber der Aufsicht): Die derzeit sehr allgemeinen Regelungen im PfandBG zum Treuhänder bezüglich seiner Berichtspflichten an die Aufsicht müssten etwas konkreter gefasst werden, um die Vorgaben der EU-Covered-Bond-Richtlinie zu erfüllen. Der Treuhänder entspricht dem Cover Pool Monitor in der Richtlinie, die vorsieht, dass es gesetzliche Bestimmungen für seine Berichtspflichten an die Aufsicht geben muss, die im Moment im PfandBG noch fehlen.

Berichtspflichten des Treuhänders

- » Artikel 14 (Transparenzpflichten): Die Transparenzanforderungen des PfandBG erfüllen die Anforderungen der EU-Covered-Bond-Richtlinie bereits weitgehend. Einige Punkte müssten neu aufgenommen werden, zum Beispiel die Wertpapierkennnummern (ISIN) der umlaufenden Pfandbriefe und die Höhe einer eventuell bestehenden vertraglichen Überdeckung. Redaktionell müssten außerdem Hinweise auf Kennzahlen zu Kreditrisiken in der Deckungsmasse ergänzt werden. Offen ist, wie Namenspfandbriefe, die nicht über eine ISIN verfügen, im neuen Berichtsformat berücksichtigt werden sollen.

Leicht erweiterte Transparenzpflichten

- » Artikel 15 (Deckungsrechnung): Die EU-Covered-Bond-Richtlinie sieht anders als das PfandBG vor, dass die Kosten der Abwicklung des Covered Bond Programmes in der Deckungsrechnung berücksichtigt werden müssen. Darüber hinaus muss im PfandBG eine Zinsdeckungsrechnung eingeführt werden, die im Zusammenhang mit der Einführung der barwertigen Deckungsrechnung in Deutschland abgeschafft wurde. Ausgefallene und unbesicherte Forderungen sollen außerdem nicht zur Deckung der Pfandbriefe beitragen können.

Deckungsrechnung

- » Artikel 16 und 17 (Liquiditätsabsicherung der Deckungsmasse und Soft Bullets für Pfandbriefe): Die Liquiditätsabsicherung der Deckungsmasse ist für 180 Tage über eine entsprechende Reserve bereits im PfandBG verankert. Überlegt wird, ob die Möglichkeit einer gesetzlichen Fälligkeitsverschiebung (Soft Bullet) von allen umlaufenden Pfandbriefe im Bedarfsfall (in der Regel nach Insolvenz des Emittenten) eingeführt werden soll. Eine Idee für diesen Fall wäre, die Laufzeit aller Pfandbriefe eines Programms gleichzeitig um zwölf Monate zu verlängern. Damit bliebe die ursprüngliche Reihenfolge bei der Tilgung der ausstehenden Pfandbriefe erhalten. Eine Überholung bei der Rückzahlung, die auftreten könnte, wenn die Laufzeit der Pfandbriefe nacheinander aufgrund von vereinzelt auftretenden Liquiditätsengpässen verlängert werden würde, könnte bei dieser Regelung nicht auftreten (siehe hierzu auch den Abschnitt „Rating Paradox“). Wünschenswert wäre auch eine klare Definition des Zeitpunkts oder der Umstände, die eine Fälligkeitsverschiebung der Pfandbriefe auslösen könnten, um damit die Gefahr von willkürlichen Entscheidungen einzelner Personen in dieser Frage zu unterbinden. Für die Fälligkeitsverschiebung könnten grundsätzlich verschiedene Zeitpunkte in Frage kommen, wie beispielsweise die Einsetzung des Sachwalters für die Deckungsmasse. Dieser Zeitpunkt könnte jedoch etwas zu früh gewählt sein, weil der Sachwalter auch bereits vor Insolvenz der Pfandbriefbank im Rahmen eines Rettungspakets eingesetzt werden kann. Die Zahlungsunfähigkeit der Deckungsmasse aufgrund von zu wenig Liquidität könnte andererseits zu spät sein. Hier gilt es einen Mittelweg zu finden, der den Interessen der Beteiligten gerecht wird und der gleichzeitig transparent und nachvollziehbar bleibt. Die Einführung eines Soft Bullets für Pfandbriefe würde wohl auch eine

Liquiditätsabsicherung der Deckungsmasse

Adjustierung der 180-Tage-Regel nach sich ziehen, weil die Liquidität der Deckungsmasse für die ersten sechs Monate ansonsten doppelt – über die Reserve und den Soft Bullet – abgesichert wäre. Vorstellbar wäre, dass die 180-Tage-Liquiditätsregel für die Zeit nach der möglichen Fälligkeitsverschiebungsfrist ansetzt. Wenn der gesetzliche Soft Bullet zum Beispiel eine Laufzeitverlängerung von zwölf Monaten vorsähe, würde die Liquiditätsreserve von 180 Tagen erst ab dem 366. Tag gelten, sodass insgesamt die Deckungsmasse für insgesamt eineinhalb Jahre abgesichert wäre.

- » Artikel 26 (Veröffentlichungspflichten der Aufsicht): Die zuständigen Aufsichtsbehörden (im Falle Deutschlands die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) werden künftig dazu verpflichtet, eine Liste der zugelassenen, lizenzierten Programme für „European Covered Bonds“ und „European Covered Bonds (Premium)“ innerhalb ihres Zuständigkeitsbereichs zu veröffentlichen. Diese Regelung muss im PfandBG neu aufgenommen werden. Die Behörden müssen daher künftig prüfen, ob eine Anleihe alle Kriterien der EU-Covered-Bond-Richtlinie oder der CRR erfüllt. Investoren können dann die Einschätzung der Aufsicht benutzen, wenn die Frage zu klären ist, ob sich eine gedeckte Anleihe für aufsichtsrechtliche Privilegien qualifiziert. Dies dürfte für Investoren eine große Arbeitserleichterung darstellen.

Neue Veröffentlichungspflichten für die Aufsicht

- » Artikel 27 (Namensschutz): Im PfandBG müssen Vorschriften zum Namensschutz für „European Covered Bonds“ und „European Covered Bonds (Premium)“ geschaffen werden.

Namensschutz

Anzumerken bleibt, dass Flugzeugpfandbriefe schon heute nicht CRR-konform sind. Sie werden sich deshalb nicht für den European Covered Bond (Premium) Status qualifizieren, weil die CRR Flugzeughypotheken nicht vorsieht. Flugzeugpfandbriefe sollten jedoch nach den Anpassungen im PfandBG die Voraussetzungen für European Covered Bonds erfüllen, weil die EU-Covered-Bond-Richtlinie im Artikel 6 ein deutlich breiteres Spektrum an Deckungswerten zulässt als die CRR.

Flugzeugpfandbriefe werden den Premium-Standard nicht erreichen

Wenn der Anspruch an Hypothekpfandbriefe, Öffentliche Pfandbriefe und Schiffspfandbriefe ist, dass mit Einhaltung der gesetzlichen Vorgaben auch der Status als European Covered Bond (Premium) sichergestellt wird, muss sich die Definition der Deckungswerte im PfandBG ohnehin an den strengeren Regelungen des Artikels 129 CRR ausrichten. Gleichzeitig könnten die im Artikel 6 der EU-Covered-Bond-Richtlinie weiter gefassten Regelungen zur Definition von Deckungswerten von European Covered Bonds eventuell später Grundlage für neue Pfandbrieftypen werden. Warum also nicht zusätzliche Assetklassen für den Pfandbrief erschließen? Denkbar wäre es zum Beispiel Mittelstandsfinanzierungen (KMU-Darlehen) als Deckungswerte zuzulassen, wenn die Pfandbriefbanken nicht auf das ESN-Rahmenwerk warten wollen.

Weite Definition für mögliche Deckungswerte in der Richtlinie

Anpassungsbedarf aufgrund von Veränderungen in der CRR

Die CRR Kriterien sind wie bereits erwähnt bezüglich der erlaubten Deckungswerte strenger als jene der EU-Covered-Bond-Richtlinie. Flugzeugpfandbriefe werden daher nie den Premium-Status nach vorherrschender Rechtslage erreichen können. Um das Ziel zu erreichen, dass alle anderen Pfandbriefgattungen – Hypothekpfandbriefe, Öffentliche Pfandbriefe und Schiffspfandbriefe – den Premiumstatus erhalten, sind ein paar kleinere Änderungen im Pfandbriefgesetz erforderlich.

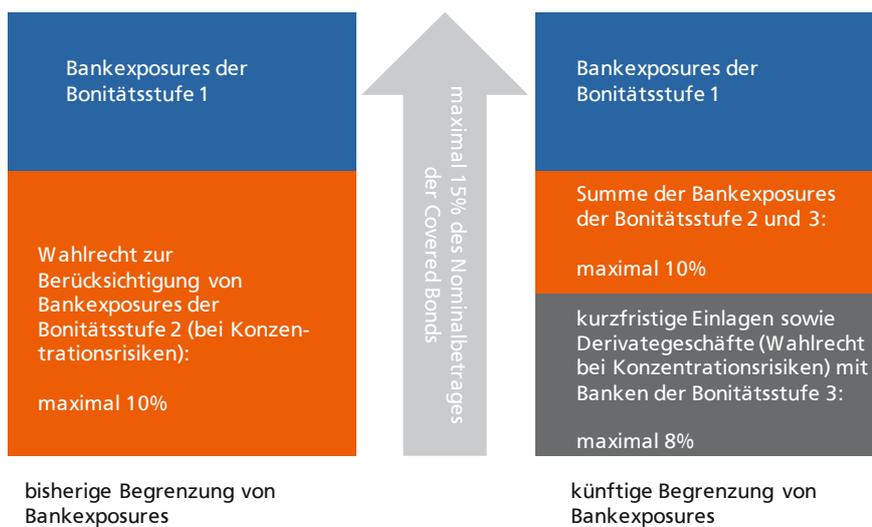
Absicherung des Premiumstatus erfordert kleine Änderungen im PfandBG

- » Forderungen gegenüber Banken der Bonitätsstufe 1 (AAA bis AA-) dürfen bislang in der Deckungsmasse bis zu 15 Prozent der umlaufenden Covered Bonds ausmachen. Die Aufsichtsbehörden dürfen für bis zu 10 Prozent des ausstehenden

Forderungen gegenüber Banken

Covered Bond Volumens auch Forderungen gegen Kreditinstitute der Bonitätsstufe 2 (A+ bis A-) zulassen. Diese Ausnahmegenehmigung kann erteilt werden, sofern nachweisbar ist, dass bei der Beschränkung auf Banken der Bonitätsstufe 1 erhebliche Konzentrationsrisiken entstehen können. Bei diesem aufwendigen Verfahren, welches jährlich durchlaufen werden muss, ist die EBA vorab zu konsultieren. Hier gibt es jedoch bald eine Vereinfachung, weil künftig generell Forderungen gegenüber Banken der Bonitätsstufe 2 bis maximal 10 Prozent des ausstehenden Nominalvolumens der Covered Bonds erlaubt werden.

ÄNDERUNG DER BONITÄTSANFORDERUNGEN FÜR BANKEXPOSURES IN DECKUNG



Quelle: Verordnung zur Änderung der CRR, Darstellung DZ BANK Research

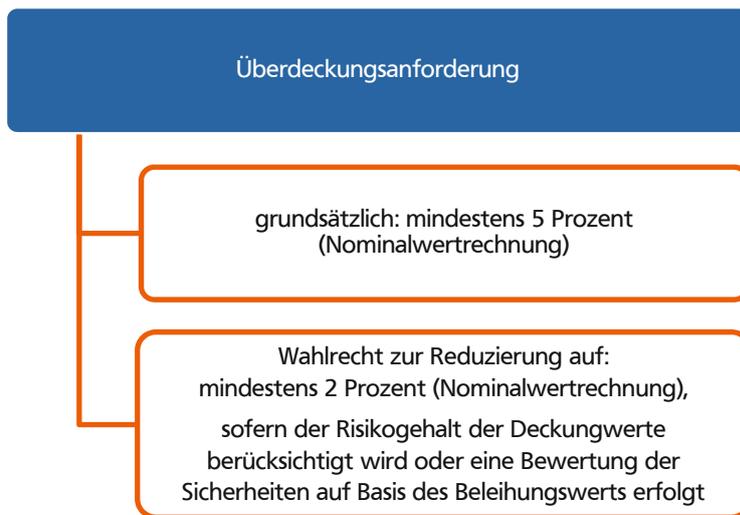
Daneben können auch Forderungen aus kurzfristigen Einlagen und Derivategeschäften mit Banken der Bonitätsstufe 3 (BBB+ bis BBB-) bis zu maximal 8 Prozent der umlaufenden Covered Bonds in die Deckungsmasse einfließen. Zur Berücksichtigung von Derivategeschäften mit Banken der Bonitätsstufe 3 müssen die nationalen Covered Bond Aufsichtsbehörden allerdings das in Artikel 129 (1a) CRR enthaltene Wahlrecht ausüben und potenzielle Konzentrationsrisiken nachweisen sowie vorab die EBA konsultieren. Die CRR stellt auch klar, dass zu den Bankexposures auch Forderungen aus Derivaten zählen. Wir erwarten, dass die aktuellen Regelungen im PfandBG zu Derivaten in Pfandbrief-Deckungsmassen entsprechend neu gefasst werden, weil beispielsweise Währungsderivate nach aktuellem Stand unbegrenzt in die Deckungsmasse aufgenommen werden könnten.

- » Im aktualisierten Artikel 129 CRR wird eine Mindestanforderung an die Überdeckung in Höhe von 5 Prozent neu aufgenommen. Diese Anforderung müsste jedoch nicht im PfandBG verankert werden. Die Überdeckung kann vielmehr aus gesetzlicher, vertraglich zugesicherter oder freiwilliger Überdeckung bestehen. Im Klartext: Es ist egal, aus welchem Grund die Überdeckung vorhanden ist, sie muss bloß mindestens in Höhe von 5 Prozent in der Deckungsmasse enthalten sein, damit ein Covered Bond eine Eigenkapitalprivilegierung erhalten kann. Die Berechnung der Überdeckung erfolgt jedoch nach dem Nominalwertprinzip. Sie darf nur aus den gemäß Artikel 129 (1) CRR erlaubten Deckungswerten bestehen. Wenn die Überdeckung aus zum Beispiel Hypothekendarlehen besteht, müssen die im Artikel 129 CRR genannten Qualitätskriterien, inklusive der Beleihungswertgrenzen...

Anforderungen an die Form der Überdeckung ...

zen (LTV-Limit), eingehalten werden. Es wäre nach unserer Meinung nicht möglich, dass in diesem Beispiel die Überdeckung lediglich aus jenen Darlehensteilen besteht, die über dem jeweiligen LTV-Limit liegen. Im Zusammenhang mit der Überdeckung gibt es auch eine Erleichterung: Für Forderungen gegenüber Banken, die Teil der Überdeckung sind, finden die Begrenzungen für Bankexposures in der Deckungsmasse keine Anwendung. Das heißt, dass die Überdeckung aus Forderungen an Banken bestehen kann, obwohl die grundsätzlich für Bankexposures geltenden Grenzen womöglich schon erreicht sind.

MINDESTNIVEAU DER ÜBERDECKUNG KANN VON 5 PROZENT AUF 2 PROZENT REDUZIERT WERDEN



Quelle: Verordnung zur Änderung der CRR, Darstellung DZ BANK Research

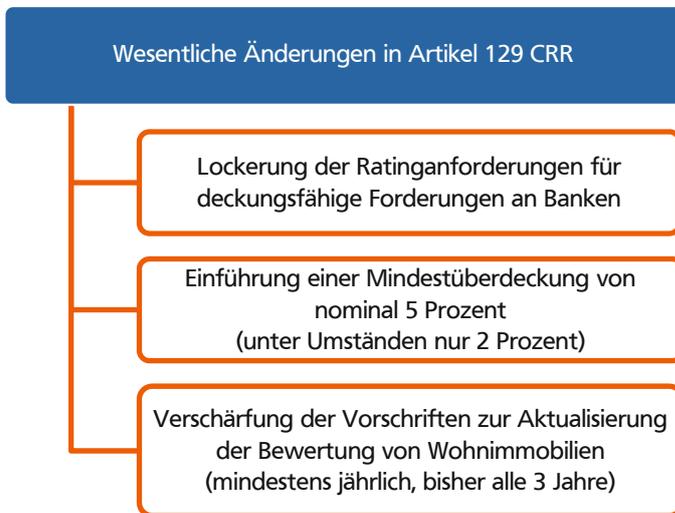
Die 5-Prozent-Schwelle kann unter bestimmten Voraussetzungen auf bis zu 2 Prozent reduziert werden. Wenn die Berechnung der Überdeckung das zugrundeliegende Risiko der Deckungswerte berücksichtigt oder bei der Bewertung der Deckungswerte einem in der CRR definierten Beleihungswert unterliegt, kann die Höhe der Mindestüberdeckung auf bis zu 2 Prozent gesenkt werden oder die Aufsichtsbehörde ermächtigt werden, die Höhe der Überdeckung festzulegen.

- » Im Artikel 129 CRR wurde der Überprüfungsturnus für Wohnimmobilien verschärft und verlangt, dass nicht nur der Wert von Gewerbeimmobilien, sondern auch von Wohnimmobilien künftig jährlich überprüft wird. Zur Überprüfung der Immobilienwerte können statistische Verfahren verwendet werden, zum Beispiel über die Kopplung des Immobilienpreises an einen passenden Immobilienpreisindex. Insbesondere bei granularen Deckungsmassen mit Eigenheimfinanzierungen kann der Aufwand für die Pfandbriefbank künftig stark steigen, weil die Überprüfung zuvor nur alle drei Jahre stattfinden musste.

... und Anhebung der Mindestüberdeckung auf 5 Prozent (im Ausnahmefall 2 Prozent)

Regelmäßige Überprüfung der Immobilienbewertungen

ZUSAMMENFASSUNG: ANFORDERUNGEN AN DIE EIGENKAPITALPRIVILEGIERUNG VON COVERED BONDS WERDEN SOWOHL GELOCKERT ALS AUCH VERSCHÄRFT



Quelle: Verordnung zur Änderung der CRR, Darstellung DZ BANK Research

Meinungen zum europäischen Harmonisierungspaket

Wie bewerten die Ratingagenturen das Harmonisierungspaket?

Die Reaktionen der Ratingagenturen auf das europäische Rahmenwerk zur Harmonisierung der Covered Bond Gesetze fallen insgesamt positiv aus, heben aber durchaus unterschiedliche Aspekte hervor.

DBRS erwartet, dass die Standardisierung der Definition für europäische Covered Bonds das Vertrauen der Investoren stärken wird (siehe „The New Legislative Proposal On European Covered Bonds“ vom 6. März 2019). Wie die anderen Ratingagenturen bewertet auch DBRS die Regelungen zur 180-Tage-Liquidität als Verbesserung zum Status quo, die vor allem in Ländern wie zum Beispiel Portugal helfen würde. Ebenso stuft DBRS eine stärkere Standardisierung der Auslöserereignisse für Laufzeitverlängerungen (Soft Bullets) als positiv ein. Die Mindestüberdeckung von 5 Prozent in der CRR wird von der Agentur wohlwollend zur Kenntnis genommen. Allerdings dürfte dieses Überdeckungs-niveau in bonitätsschwachen Ländern wie beispielsweise Italien nicht ausreichen, um einen großen Einfluss auf die Covered Bond Ratings zu haben. Am meisten dürfte nach Einschätzung der Agentur das spanische Covered Bond Gesetz durch die Harmonisierung profitieren. DBRS erteilt neben Kanada die meisten seiner Covered Bond Ratings in Italien, Portugal und Spanien.

Nach Meinung von Fitch unterstützen die Mindeststandards der neuen EU-Richtlinie für Covered Bonds die Kreditqualität von gedeckten Anleihen, wobei die aktuellen nationalen Covered Bond Gesetze zusammen mit der gängigen Marktpraxis bereits viele der neuen Vorgaben erfüllen würden (siehe Fitch „EU Covered Bond Directive Broadly Positive; Impact Uneven“ vom 18. April 2019). In der Vorschrift zum neuen verpflichtenden 180-Tage-Liquiditätspuffer sieht die Ratingagentur die größten potenziellen Auswirkungen auf die Covered Bond Ratings. In einigen Ländern wie Portugal, Spanien und Ungarn würde das Fehlen einer Liquiditätsabsicherung der Deckungsmasse bislang die Möglichkeit begrenzen, Covered Bond Ratings zu vergeben, die signifikant über dem Emittentenrating liegen. Dies betrifft nach unserer Einschätzung auch Österreich. Der Grad der Harmonisierung wird laut Fitch letzten Endes davon abhängen, in welcher Weise die einzelnen Mitgliedstaaten die Vorgaben der

Insgesamt positive Beurteilungen

DBRS

Fitch

EU-Covered-Bond-Richtlinie umsetzen werden. Dabei verweist die Agentur vor allem auf die Regelungen zum Cover Pool Monitor (im PfandBG der Treuhänder) und Verwalter der Deckungsmasse (im PfandBG der Sachwalter) sowie auf die Regelungen zum Liquiditätspuffer (auch in Verbindung mit verlängerbaren Covered Bonds).

Aus Sicht von Moody's wird das Harmonisierungsrahmenwerk die Bonität von europäischen Covered Bonds insgesamt verbessern (siehe Moody's „Newly agreed EU covered bond law supports credit standards“ vom 28. März 2019). Die neuen Regelungen würden dazu führen, dass in den nationalen Covered Bond Gesetzen eine Reihe von Änderungen vorgenommen werden müssen, die den gesetzlichen Standard in der EU anheben werden. Allerdings gibt es laut der Ratingagentur auch ein paar Vorschriften, die gemischte oder negative Auswirkungen haben könnten. Zu den positiven Anforderungen zählt Moody's ähnlich wie Fitch die Einführung des 180-Tage-Liquiditätspuffers und darüber hinaus die Mindestüberdeckung von 5 Prozent für eine Eigenkapitalprivilegierung sowie die Kooperation zwischen der Covered Bond Aufsichtsbehörde und der Abwicklungsbehörde. Zu den Auswirkungen der Ausweitung der erlaubten Deckungswerte in der EU-Richtlinie lässt sich derzeit nach Auffassung von Moody's noch nicht viel sagen, da es auf die einzelne nationale Umsetzung ankommen wird. Die Lockerung der Bonitätsanforderung für Bankexposures in Artikel 129 CRR wird isoliert betrachtet mit Credit Negative beurteilt. Wobei aufgrund der gelockerten Kriterien potenziell mehr Gegenparteien für Derivategeschäfte zur Verfügung stehen und damit Absicherungsgeschäfte in den Deckungsmassen mit mehr Kontrahenten ermöglicht werden. Als potenziell Credit Negative sieht die Ratingagentur, dass die möglichen objektiven Auslöser für eine Fälligkeitsverschiebung im jeweiligen nationalen Gesetz der Mitgliedstaaten zu definieren sind und damit die Möglichkeit für unterschiedliche Umsetzungen offen lässt. Daneben haben die Mitgliedstaaten das Wahlrecht, dass die aus den LCR-Anforderungen für 30 Tage vorgehaltene Liquidität auf den 180-Tage-Liquiditätspuffer angerechnet werden kann, um eine Doppelbelastung zu vermeiden. Moody's sieht diesen Punkt kritisch, weil die LCR-Liquidität nicht in der Deckungsmasse gehalten wird und den Covered Bond Gläubigern im Insolvenzfall des Emittenten nicht prioritär zur Verfügung steht. Die Absicherung der Deckungsmasse in den ersten 30 Tagen ist daher nicht sichergestellt.

Moody's

S&P beurteilt das Harmonisierungsrahmenwerk als insgesamt positiv und verweist auf die höheren Standards für die Kreditqualität, Veröffentlichungspflichten und öffentliche Aufsicht (siehe S&P „Harmonization Accomplished: A New European Covered Bond Framework“ vom 18. April 2019). Die Agentur erwartet aus der Harmonisierung keine unmittelbaren Auswirkungen auf ihre Covered Bond Ratings. Die meisten Länder werden in den Augen von S&P ihre Covered Bond Gesetze anpassen müssen, wobei mit Österreich und Spanien zwei Staaten genannt werden, deren Anpassungsbedarf als umfangreicher eingeschätzt wird. Die Einführung eines Markennamens für gedeckte Bankanleihen mit „European Covered Bond“ und „European Covered Bond (Premium)“ würde zudem das Anleihesegment als wichtiges Refinanzierungsinstrument für Banken in der EU unterstützen.

S&P

Weitere Meinungen zum Harmonisierungspaket

Ähnlich wie die Ratingagenturen stehen auch andere wichtige Marktteilnehmer dem Harmonisierungspaket der Europäischen Union positiv gegenüber, selbst wenn das eine oder andere Detail als noch verbesserungswürdig angesehen wird. So wünscht sich beispielsweise die Europäische Bankenaufsichtsbehörde, dass die Überdeckung in allen Ländern auf mindestens 5 Prozent angehoben wird und keine Möglichkeiten zur Absenkung auf 2 Prozent zugelassen werden. Schiffshypothesen als Sicherheiten für gedeckte Anleihen sind der EBA nach wie vor ein Dorn im Auge. Außerdem sollte der Cover Pool Monitor Bestandteil des Pflichtkanons für Covered Bond Gesetze und kein

Insgesamt positives Echo von den Marktteilnehmern

Wahlrecht sein. Die EBA hofft, dass die neuen Standards als Vorbild für die rechtlichen Grundlagen von Covered Bonds in Drittstaaten dienen. Die Europäische Zentralbank hatte schon vor längerer Zeit ihre Sorge zu Protokoll gegeben, dass die englische Abkürzung für EZB (ECB) als Abkürzung für European Covered Bond missverstanden werden könnte. Was mag den größten Covered Bond Investor der Welt an dieser Stelle wohl beunruhigen? Darüber hinaus wünscht sich die EZB strengere Vorgaben für die Deckungswerte. Diesem Punkt begegnet das European Covered Bond Council (ECBC) mit der Aussage, dass sich Covered Bonds letztlich am Markt durchsetzen und ausreichend Investoren finden müssen. Deckungswerte, die von Investoren nicht akzeptiert würden, könnten langfristig am Markt nicht überleben. Daher plädiert das ECBC in dieser Frage für mehr Gelassenheit. Lange Debatten darüber, welche Deckungswerte im Artikel 6 der EU-Covered-Bond-Richtlinie zugelassen sind und wie bestimmte Formulierungen in der Richtlinie an dieser Stelle zu interpretieren sind, könnten sich über einen „Market Based Approach“ mit der Zeit von selbst klären.

Das Harmonisierungspaket ist aus diesseitiger Sicht sehr gelungen. Der prinzipienbasierte Ansatz lässt bei der Umsetzung in die nationalen Covered Bond Gesetze genügend Freiräume, um länderspezifischen Besonderheiten Genüge zu tun. Gleichzeitig schafft die Reform neue Qualitätsstandards, die weit über die bislang zentralen OGAW-Kriterien hinausgehen. Damit wird nicht zuletzt auch ein Beitrag geleistet, dass das Vertrauen der Marktteilnehmer in Covered Bonds weiter wachsen kann. Es gibt unserer Meinung nach allerdings zu viele Wahlrechte in der EU-Covered-Bond-Richtlinie, vor allem bei so wichtigen Punkten wie dem Cover Pool Monitor oder dem Verwalter der Deckungsmasse. Beide Rechtsfiguren sind im PfandBG bereits umgesetzt, sodass sich Pfandbriefgläubiger insofern keine Gedanken darüber machen müssten. Allerdings sind dies zwei Beispiele dafür, dass an diesen Stellen Chancen für eine weitergehende Qualitätsangleichung und -steigerung zwischen den europäischen Covered Bond Gesetzen vertan wurde.

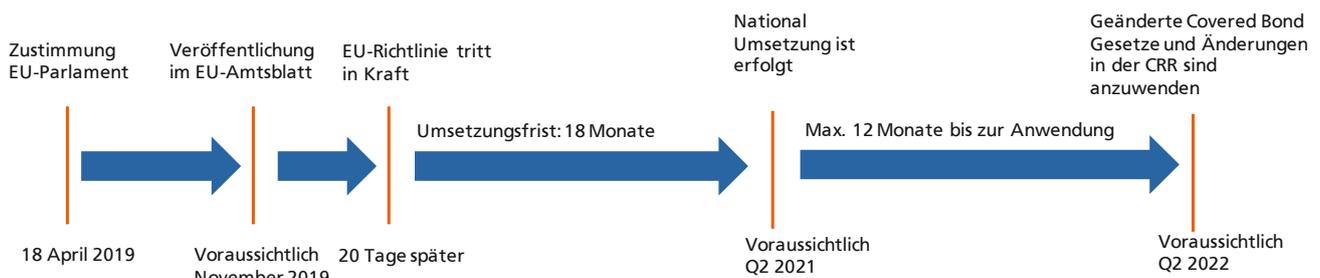
**Prinzipienbasierter Ansatz
schafft Freiräume für die nationale
Umsetzung der Richtlinie**

Wie geht es weiter?

Sobald die EU-Covered-Bond-Richtlinie in die Amtssprachen der Europäischen Union übersetzt wurde und die endgültige Zustimmung des Europaparlaments erhalten hat, steht der Veröffentlichung der neuen Richtlinie im EU-Amtsblatt nichts mehr im Wege. Mit der Veröffentlichung, die für November 2019 erwartet wird, beginnt die Umsetzungsfrist von 18 Monaten, die in einigen Fällen knapp bemessen sein könnte. Dies gilt insbesondere für Länder, in denen erst vor ein paar Monaten ein neues Parlament gewählt wurde oder in denen in der nächsten Zeit noch Wahlen anstehen. Jeder Tag, der für eine eventuell langwierige Regierungsbildung benötigt wird, ist ein Tag weniger für die Arbeit an der – politisch sicher nicht kontroversen – Umsetzung der EU-Covered-Bond-Richtlinie. Insofern könnten die 18 Monate Umsetzungsfrist bis voraussichtlich zweites Quartal 2021 für manche Länder eine Herausforderung werden. Für Deutschland rechnen wir jedoch nicht mit einer Verzögerung. Positiv zu vermelden ist in diesem Zusammenhang, dass die britische Finanzaufsicht (Financial Conduct Authority) im Rahmen ihres [Geschäftsplans für 2019/2020](#) signalisiert hat, trotz des geplanten Brexits das neue EU-Rahmenwerk für Covered Bonds auch in Großbritannien umzusetzen. Ein Lichtblick in der scheinbar nicht enden wollenden Brexit-Saga.

Umsetzungsfrist für manche Staaten womöglich zu kurz

ZEITPLAN ZUR UMSETZUNG DES RAHMENWERKS ZUR HARMONISIERUNG DER EUROPÄISCHEN COVERED BOND GESETZE



Quelle: Rat der Europäischen Union, Darstellung DZ BANK Research

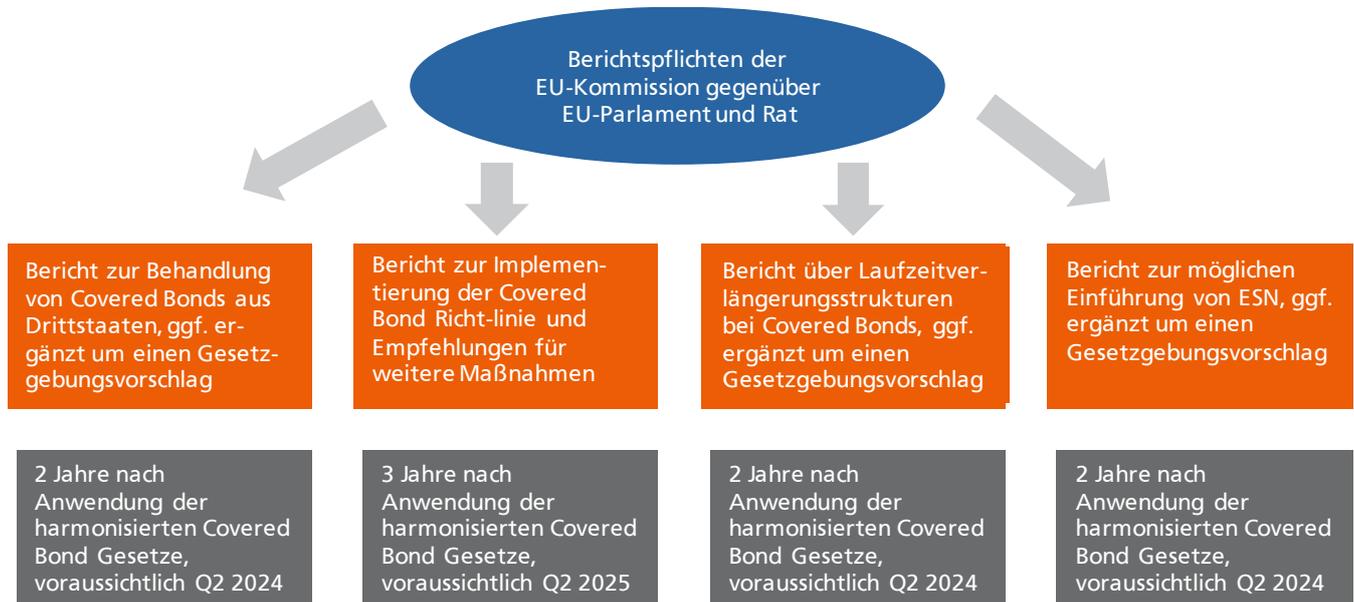
Die Themen Behandlung von Covered Bonds aus Drittstaaten sowie ESNs wurden in der Covered Bond Richtlinie nicht geregelt und erstmal auf die lange Bank geschoben. Die hierzu von der EU-Kommission verlangten Berichte und eventuellen Gesetzgebungsvorschläge sind leider voraussichtlich erst im zweiten Quartal 2024 fällig. Insbesondere eine zügige Entscheidung zur Behandlung von Covered Bonds aus Drittstaaten wäre aus unserer Sicht wünschenswert gewesen, da eine mögliche gegenseitige Anerkennung den globalen Covered Bond Markt weiter vertiefen würde.

Behandlung von Covered Bonds aus Drittstaaten und ESNs auf die lange Bank geschoben

Der Änderungsbedarf im PfandBG aufgrund des Harmonisierungspakets wird nach unserer Einschätzung im Vergleich zu vielen anderen europäischen Ländern geringer ausfallen. Gleichzeitig dürfte auch nach der europaweiten Umsetzung des Harmonisierungspakets das PfandBG innerhalb Europas weiterhin zu den stärksten Covered Bond Gesetzen zählen. Damit bleiben die gesetzlichen Grundlagen auch künftig ein wichtiges Qualitätsmerkmal für den deutschen Pfandbrief. Allerdings dürfte sich die Qualität der europäischen Rechtsrahmen für gedeckte Anleihen angleichen, auch wenn Unterschiede – nicht zuletzt auch aufgrund der zahlreichen Wahlrechte in der EU-Covered-Bond-Richtlinie – bestehen bleiben. Abzuwarten bleibt, ob auch Drittländer außerhalb Europas das europäische Regelwerk als Richtschnur verwenden werden.

Gesetzliche Grundlagen sind wichtiges Qualitätsmerkmal

EU-KOMMISSION MUSS SICH LAUT ARTIKEL 31 COVERED BOND RICHTLINIE NOCH MIT VIER THEMEN GENAUER BESCHÄFTIGEN



Quelle: Covered Bond Richtlinie, Darstellung DZ BANK Research

Im nächsten Kapitel möchten wir Ihnen eine aktuelle Zusammenfassung der wichtigsten Regelungen des PfandBG vorstellen, in die wir auch die aufgrund des Brexits notwendig gewordenen Änderungen des PfandBG eingearbeitet haben. Wir beziehen uns im nächsten Kapitel im Wesentlichen auf die Ausführungen von Otmar Stöcker „Grundzüge des Pfandbriefrechts und des Refinanzierungsregisters“ im Bankrechts-Handbuch (2011). Zusätzlich haben wir die Änderungen zum Pfandbriefgesetz seit 2011 auf Grundlage der einschlägigen Drucksachen des deutschen Bundestages in diese Studie eingearbeitet. Der Verband deutscher Pfandbriefbanken stellt auf seiner [Internetseite](#) die relevanten Drucksachen zu den Novellierungen des Pfandbriefgesetzes zur Verfügung, die interessante Einblicke in die Hintergründe für die Veränderungen des Pfandbriefrechts geben. Eine Zusammenfassung dieser Dokumente finden Sie außerdem in der vom vdp herausgegebenen Studie „10 Jahre Pfandbriefgesetz – Textsammlung und Materialien“ (2015), die direkt an die Veröffentlichung „Das Pfandbriefgesetz: Gesetzestext und Materialien“ (2005) anschließt.

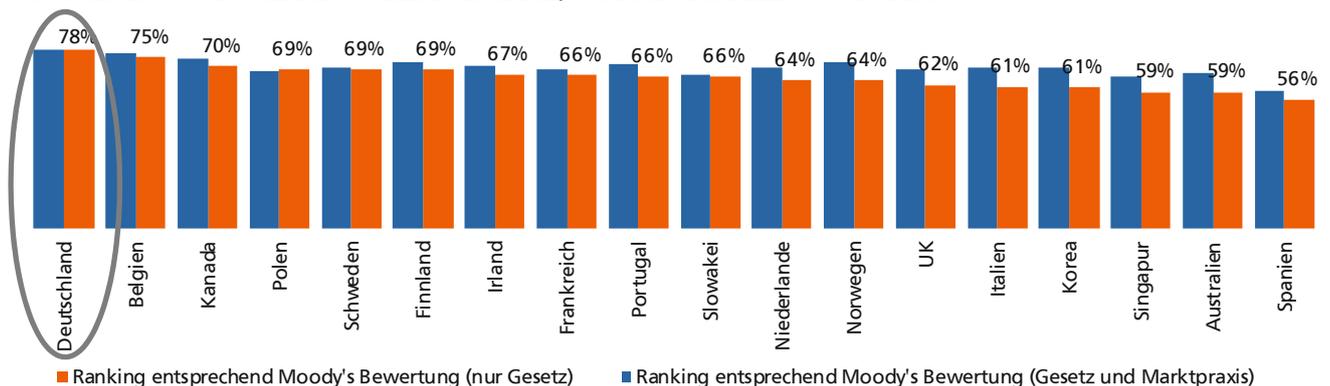
Aktueller Stand beim PfandBG

RECHTLICHE GRUNDLAGEN FÜR PFANDBRIEFE

Im Jubiläumsjahr des deutschen Pfandbriefs legte Moody's am 2. Juli 2019 eine aktualisierte Fassung des Berichts „Germany – Legal framework for covered bonds“ vor. Diese Studie stammt aus der Reihe „Legal Reports“, in der die Rechtsgrundlagen von Covered Bonds systematisch anhand von sechs Bewertungskategorien mit insgesamt 47 Unterkategorien untersucht werden. Die Einstufungen werden zu einem Score zusammengefasst, der in Prozent ausgedrückt wird. Je höher der Prozentsatz ist, desto besser ist die Bewertung. In der aktuellen Fassung hat Moody's lediglich an einer Stelle die Bewertung für das Pfandbriefgesetz verändert und die Einstufung für Deckungsderivate (Stellung von Sicherheiten/Austausch der Gegenpartei) angehoben. Der Score für das Pfandbriefgesetz verbesserte sich damit leicht. Im Vergleich zu den anderen von Moody's bewerteten Gesetzen konnte Deutschland seinen Spitzenplatz etwas ausbauen. Als Stärken des Pfandbriefrechts sieht die Agentur das Beleihungswertkonzept und die strengen Beleihungswertgrenzen von 60 Prozent ebenso an wie die Pflichtstresstests im Rahmen der Barwertrechnung und die 180-Tage-Regel zur Absicherung der Liquidität der Deckungsmasse. Außerdem hebt Moody's positiv hervor, dass die sichernde Überdeckung (Mindestüberdeckung) nur in Form bestimmter qualitativ hochwertiger Vermögenswerte gehalten werden darf. Die Rolle der Aufsicht und des Treuhänders wird im Rahmen des Legal Reports ebenfalls als Stärke genannt. Die Liste der Vorzüge umfasst darüber hinaus auch die Regelungen zum Sachwalter und dessen Befugnisse bei der Abwicklung der Deckungsmasse sowie das Aufrechnungsverbot der Bankgläubiger mit Deckungswerten. Dieser beeindruckenden Aufzählung stehen lediglich zwei Schwächen gegenüber, die sich beide auf die Auswahl der erlaubten Deckungswerte beziehen. Pfandbriefe können mit Finanzierungen von Gewerbeimmobilien, Schiffen oder Flugzeugen besichert werden. Außerdem sieht die Agentur erhöhte Risiken im grenzüberschreitenden Kreditgeschäft außerhalb des Europäischen Wirtschaftsraums, welches das Pfandbriefgesetz zulässt. Die angesprochenen Punkte greifen wir im Folgenden nacheinander auf.

Moody's stellt dem deutschen Pfandbriefrecht ein gutes Zeugnis aus

MOODY'S: BEWERTUNG VERSCHIEDENER COVERED BOND GESETZE, PFANDBRIEFGESETZ BLEIBT AUF PLATZ EINS



Quelle: Moody's, Darstellung DZ BANK Research, Stand Juli 2019

Pfandbrieflizenz

Durch die Berücksichtigung des Pfandbriefgeschäfts in der Definition des Bankgeschäfts im Kreditwesengesetz wird die Ausgabe von Pfandbriefen seit 2005 grundsätzlich allen Kreditinstituten ermöglicht, die über eine Erlaubnis für das Betreiben von Bankgeschäften verfügen. Dazu muss allerdings eine Lizenz zur Emission von Pfandbriefen bei der BaFin beantragt werden. Die Pfandbrieflizenz wird erteilt, wenn das

Anforderungen zum Erhalt einer Pfandbrieflizenz

Kreditinstitut bestimmte Mindestanforderungen erfüllt. Zu den Anforderungen gehören unter anderem die folgenden Punkte:

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

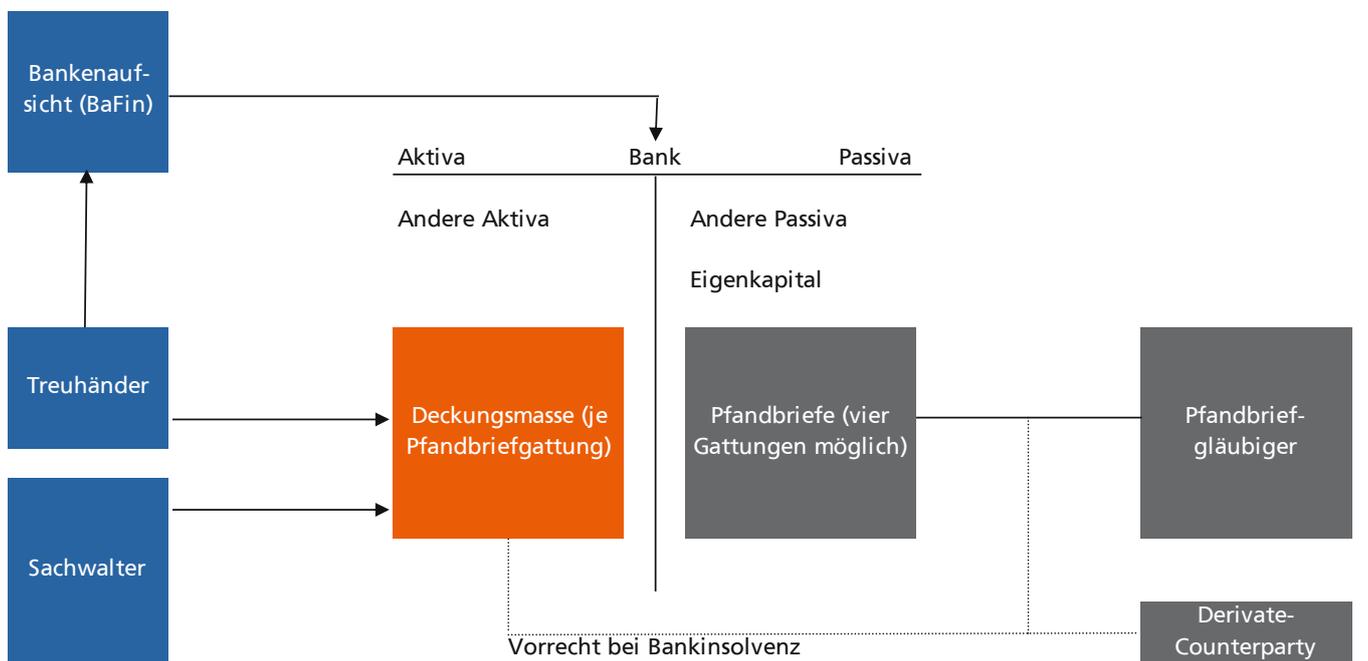
Regelmäßige Pfandbriefemissionen

Mindestkapital und geeignetes Risikomanagement

Eine einmal erteilte Pfandbrieflizenz kann auch wieder entzogen werden. Dies geht jedoch nur dann, wenn die Bank die qualitativen Anforderungen des Pfandbriefgesetzes nicht mehr erfüllt. Dies ist auch möglich, wenn die Pfandbriefbank seit zwei Jahren keine Pfandbriefe mehr emittiert hat und die Aufnahme des Pfandbriefgeschäfts innerhalb der nächsten sechs Monate nicht zu erwarten ist. Im Fall des Lizenzentzugs kann die BaFin die Abwicklung der Deckungsmassen durch einen Sachwalter anordnen.

Lizenz kann auch entzogen werden

VERALLGEMEINERTE TRANSAKTIONSSTRUKTUR EINES PFANDBRIEFS



Quelle: DZ BANK Research

Das aktuelle Pfandbriefrecht kennt vier unterschiedliche Pfandbriefarten: Hypothekendarfandbriefe, Öffentliche Pfandbriefe, Schiffspfandbriefe und Flugzeugpfandbriefe. Die Pfandbrieflizenz kann durch die BaFin auf bestimmte Pfandbriefarten begrenzt werden. Für den Erhalt der Lizenz sieht das Pfandbriefgesetz kein Mindestemissionsvolumen in Bezug auf die Summe der zu begebenden Pfandbriefe vor. Das Pfandbriefgesetz begrenzt auch nicht explizit das Pfandbriefumlaufvolumen einer Bank. Vielmehr ergibt sich eine implizite Begrenzung des Umlaufvolumens über das Aktivgeschäft der Bank, das heißt, inwieweit die Pfandbriefbank Vermögenswerte besitzt, die sich als

Vier Pfandbriefarten mit besonderen Deckungsanforderungen

Deckungsaktiva qualifizieren. Im Gegensatz dazu sehen die rechtlichen Grundlagen für gedeckte Anleihen in vielen anderen Ländern (vor allem außerhalb Europas) Höchstgrenzen vor. Hintergrund für diese Auflage ist die Sorge, dass durch die zunehmende Reservierung von Vermögen der Bank (Vermögensverpfändung oder Asset Encumbrance) zugunsten bestimmter Gläubigergruppen die Bankbilanz ausgehöhlt werden könnte. Dies würde das Verlustrisiko der unbesicherten Bankgläubiger im Falle einer Insolvenz erhöhen. Es gibt jedoch mehrere Geschäftsfelder einer Bank, in deren Rahmen regelmäßig Sicherheiten hinterlegt werden. Im Rahmen des Artikels „Asset Encumbrance und Pfandbriefe“ in der Publikation des vdp „Der Pfandbrief 2012/2013 - Fakten und Daten zu Europas führenden Covered Bond“ wird detailliert ausgeführt, dass neben gedeckten Anleihen auch die Zentralbankrefinanzierung, das Derivategeschäft und besicherte Geldmarktgeschäfte (Repos) zur Asset Encumbrance beitragen. Der bestehende Interessenkonflikt zwischen unbesicherten und besicherten Bankgläubigern ist außerdem systemimmanent und ergibt sich durch den im Pfandbriefgesetz verankerten Schutz der Pfandbriefgläubiger. Über besicherte Refinanzierungsinstrumente wie Pfandbriefe haben sich die Banken gerade in Krisenzeiten mit Liquidität eindecken können. Eine starre Emissionsgrenze für Pfandbriefe wird vom vdp daher als nicht sachgerecht angesehen.

Das Risikomanagement eines Kreditinstitutes und das der Deckungsmasse haben einen hohen Stellenwert bezüglich des Schutzes der Pfandbriefgläubiger. Vor dem Hintergrund, dass sich Risiken des Pfandbriefgeschäfts von den allgemeinen Risiken des sonstigen Bankgeschäfts unterscheiden können, stellt der Gesetzgeber spezifische Anforderungen an das Risikomanagement einer Pfandbriefbank. Danach muss jedes Pfandbriefinstitut über ein für das Pfandbriefgeschäft geeignetes Risikomanagementsystem verfügen. Dieses muss sicherstellen, dass sämtliche mit dem Pfandbriefgeschäft verbundenen Risiken wie Ausfallrisiken, Zinsänderungs- oder Währungsrisiken sowie operationelle Risiken und Liquiditätsrisiken identifiziert, beurteilt, gesteuert und überwacht werden können. Das Risikomanagementsystem muss deshalb unter anderem die folgenden Anforderungen erfüllen:

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

Anforderungen an das Risikomanagement

Limitsystem und Rückführung der Risiken, falls erforderlich

Flexibilität und regelmäßige Überprüfung

Allgemeine Deckungsanforderungen und Kongruenzvorschriften

Alle zur Deckung der umlaufenden Pfandbriefe einer Bank dienenden Werte müssen in ein für die jeweilige Pfandbriefart separat geführtes Deckungsregister eingetragen werden. Dieses ermöglicht die eindeutige Identifikation der zur Deckungsmasse gehörenden Vermögensgegenstände. Einzelheiten über Form und den notwendigen Inhalt des Deckungsregisters sowie vorzunehmenden Eintragungen werden durch eine gesonderte Rechtsverordnung (Deckungsregisterverordnung) genau bestimmt. Das Deckungsregister wurde im deutschen Pfandbriefrecht mit dem Hypothekendarlehenbankgesetz von 1899 eingeführt. Dieses Gesetz schrieb außerdem das Befriedigungsvorrecht der Pfandbriefgläubiger bezüglich der im Deckungsregister eingetragenen Vermögensgegenstände fest. Ein direktes Pfandrecht an den Hypotheken, wie es in den Vorläufern zum damaligen Hypothekendarlehenbankgesetz noch vorgesehen war, wurde verworfen. Die Gründe dafür waren praktischer Natur: Die Ausstellung von Hypothekenbriefen für alle Kredite in der Deckungsmasse wäre zu aufwendig gewesen. Gleichzeitig war das Grundbuchwesen in Deutschland an der Schwelle zum 20. Jahrhundert noch nicht weit genug beziehungsweise flächendeckend entwickelt gewesen, um als Alternative zu Buchgrundschulden verwendet werden zu können.

Getrenntes Deckungsregister je Pfandbriefart

Stresstests nach Pfandbriefrecht

Das Pfandbriefgesetz verlangt von den Emittenten, die Werthaltigkeit der Deckungsmassen wöchentlich mittels Stresstests zu prüfen. Damit soll sichergestellt werden, dass auch im Fall sehr volatiler Märkte die barwertige Deckung der umlaufenden Pfandbriefe sichergestellt wird.

Gemäß Pfandbrief-Barwertverordnung hat die Pfandbriefbank sicherzustellen, dass die barwertige Deckung der umlaufenden Pfandbriefe auch im Fall von Zins- und Wechselkursänderungen gegeben ist. Die Deckungsmasse muss ausreichen, um auch im unterstellten Stressszenario eine barwertige Überdeckung von mindestens 2 Prozent zu gewährleisten.

Die Stressszenarien haben eine Zins- und eine Währungskomponente. Bei den beiden Komponenten kann sich der Emittent zwischen einem statischen oder dynamischen Test entscheiden. Beim statischen Test wird die Zinskurve, die zur Diskontierung der Deckungswerte und der umlaufenden Pfandbriefe verwendet wird, parallel um 250 Basispunkte verschoben. Beim statischen Währungsstresstest gibt die Pfandbrief-Barwertverordnung feste prozentuale Auf- und Abschläge für mögliche Währungen vor. Im Gegensatz zu diesen festen Vorgaben werden beim dynamischen Verfahren die Stresswerte für die Verschiebung der Zinskurve beziehungsweise die Auf- und Abschläge bei den Währungen auf Grundlage der Volatilität der vergangenen 250 Handelstage bestimmt, wobei die Zinskurve um mindestens 100 Basispunkte verschoben werden muss.

Pfandbriefbanken können auch eigene Risikomodelle für die Berechnung der Stresstests verwenden, wenn dieses Modell zuvor vom Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht geprüft und als ausreichend angesehen worden ist.

Quelle: DZ BANK Research auf Grundlage der Pfandbrief-Barwertverordnung

Das heutige Pfandbriefgesetz sieht vor, dass der jeweilige Gesamtbetrag der im Umlauf befindlichen Pfandbriefe je Gattung jederzeit ihrem Nenn- und Barwert nach durch Werte in mindestens gleicher Höhe gedeckt sein muss. Die Deckungsrechnung auf Grundlage der Barwerte der Pfandbriefe im Vergleich zu den Deckungswerten unterliegt besonderen aufsichtsrechtlichen Anforderungen, die in der Pfandbrief-Barwertverordnung geregelt sind. Die Pfandbriefbank hat nach dieser Verordnung sicherzustellen, dass die barwertige Deckung auch in Stressszenarien gegeben ist. Darüber hinaus ist von Emittenten eine Überdeckung in Höhe von 2 Prozent des Umlaufvolumens der Pfandbriefe auch für den Fall der gestressten Risikobarwerte sicherzustellen.

Deckung zum Nenn- und Barwert mit einer Mindestüberdeckung in Höhe von 2 Prozent

Der Vorläufer der barwertigen Deckungsrechnung war das Ampelmodell, auf welches sich die Hypothekenbanken mit der BaFin Ende 2000 geeinigt hatten und das ab April 2001 einzuhalten war. Das Ampelmodell sah vor, dass die barwertig ermittelten Zinsänderungsrisiken nicht mehr als 20 Prozent des haftenden Eigenkapitals der Hypothekenbank ausmachen durften. Falls die barwertigen Zinsänderungsrisiken 10 Prozent des haftenden Eigenkapitals überschritten haben, konnte dies Anlass für eine Überprüfung der Risikotragfähigkeit der Bank sein. Die Kennziffer musste täglich berechnet werden und einmal pro Monat an die Aufsicht berichtet werden. Mit den Änderungen im Hypothekenbankgesetz zum 1. Juli 2002 wurde die barwertige Deckungsrechnung gesetzlich verankert. Die Novelle ermöglichte auch die Aufnahme von Derivaten in der Deckungsmasse. Mit der Pfandbrief-Barwertverordnung der BaFin von Dezember 2003 wurden genauere Details zur Umsetzung der gesetzlichen Barwertdeckung der Pfandbriefe gegeben. Die erwähnte Überdeckungsanforderung in Höhe von 2 Prozent zum Barwert wurde erst 2004 mit der Novelle des Hypothekenbankgesetzes eingeführt.

Die Berechnungsvorschriften zum Risikobarwert aus der Pfandbrief-Barwertverordnung zeigen aus diesseitiger Sicht nach wie vor Wirkung und tragen somit zur Sicherheit der Pfandbriefgläubiger bei. Die aktuellen Berechnungsvorschriften zum Bar- und Risikobarwert nach Pfandbriefrecht heben jedoch nicht den Effekt auf, der aus der Verknüpfung der Überdeckungsanforderung an die (gestresste) Barwertrechnung herührt. Aufgrund des Bezugs bei der gesetzlichen Überdeckung zur (gestressten) Barwertrechnung haben es die Pfandbriefbanken im Vergleich zur einfachen Nennwertrechnung etwas leichter, die Deckungsanforderung einzuhalten. Die von Moody's an den aktuellen Regelungen bezüglich der Barwertrechnung nach deutschem Pfandbriefrecht geäußerte Kritik greift allerdings zu kurz (siehe Moody's Studie „Low Interest Rates Limit Protection Offered by Stressed Present Value OC Requirement“ vom 13. März 2017). Sie müsste eher lauten, dass sich die gesetzlich erforderlichen Überdeckungsquoten nicht nur an einer gestressten Barwertrechnung orientieren, sondern auch eine mindestens gleich hohe Überdeckung zum Nennwert verlangen sollten. Die Pfandbriefbanken sollten dies nicht vor allzu große Probleme stellen. Die Ratingagenturen erwarten in der Regel ohnehin Überdeckungsquoten, die über den gesetzlich verankerten 2 Prozent liegen. Im Zuge der Umsetzung des europäischen Harmonisierungsregelwerks dürfte außerdem ohnehin eine Überdeckung von mindestens 2 Prozent zum Nennwert eingeführt werden.

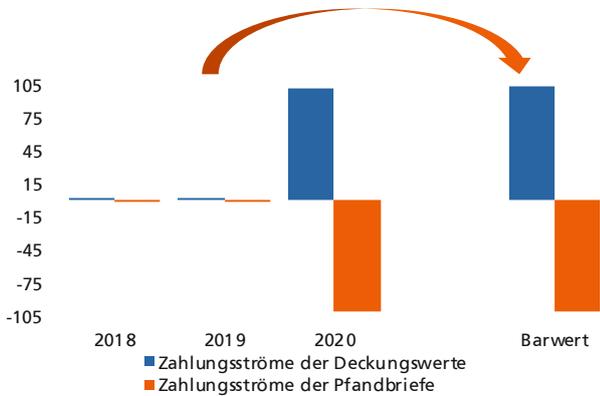
Falls sich Risiken für die Werthaltigkeit der Deckungsmasse ergeben, kann die BaFin eine höhere individuelle Überdeckungsanforderung an die jeweilige Pfandbriefbank stellen. Mit dieser Regelung kann die Aufsichtsbehörde im Bedarfsfall einer drohenden Verschlechterung der Deckungsmasse entgegenwirken.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

Ampelmodell als Vorläufer der Barwertdeckung

Barwertrechnung erleichtert die Einhaltung der gesetzlichen Überdeckung

Überdeckung steht den Pfandbriefgläubigern insgesamt zur Verfügung

MARGE AUS DEM AKTIVGESCHÄFT KANN IM RAHMEN DER BARWERTRECHNUNG ZU EINER IM VERGLEICH ZUR NENNWERTRECHNUNG HÖHEREN ÜBERDECKUNG FÜHREN
EINFACHES ZAHLENBEISPIEL



Quelle: DZ BANK Research

	Zahlungsströme der Deckungsmasse	Zahlungsströme der Pfandbriefe
2018	2	-1,25
2019	2	-1,25
2020	102	-101,25
	Deckungsmasse	Pfandbriefe
Nennwert	100,0	100,0
Überdeckung (Nennwert)	0,0 Prozent	
Barwert	103,0	-100,7
Überdeckung (Barwert)	2,28 Prozent	

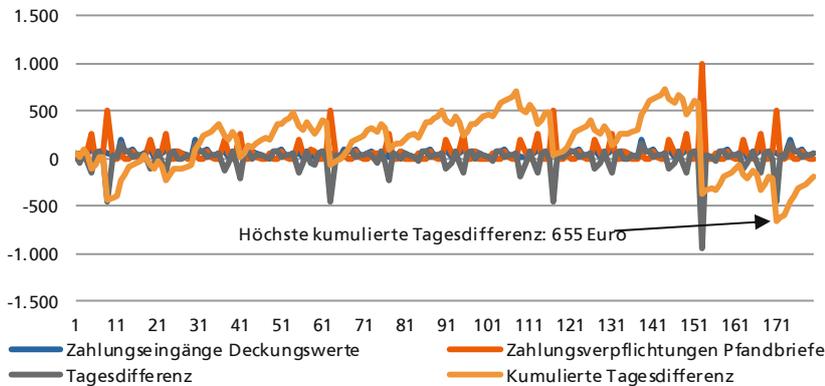
Quelle: DZ BANK Research

Die gesetzliche Überdeckung ist in Form von liquiden Deckungswerten bereitzustellen (sichernde Überdeckung), für die besondere gesetzliche Anforderungen gelten. Die sichernde Überdeckung kann beispielsweise als Guthaben bei der Deutschen Bundesbank oder auch als Guthaben bei der EZB beziehungsweise allen übrigen Zentralbanken der Mitgliedstaaten der EU gehalten werden. Es eignen sich auch Staatsanleihen von Mitgliedsländern des EWR oder Guthaben bei geeigneten Kreditinstituten, wenn diese ein Rating der Bonitätsstufe 1 gemäß der europäischen Bankenrichtlinie aufweisen. Die BaFin kann nach Abstimmung mit der EBA im Ausnahmefall erlauben, auch Forderungen gegen Kreditinstitute der Bonitätsstufe 2 zu verwenden, um damit Konzentrationsrisiken zu vermeiden. Diese Regelungen zielen darauf ab, die sichernde Überdeckung in möglichst liquiden Vermögenswerten vorzuhalten, damit die Deckungsmasse auch unmittelbar nach einer Trennung von der Pfandbriefbank ihren Zahlungsverpflichtungen nachkommen kann.

Sicherende Überdeckung in Form von besonders liquiden Vermögenswerten

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

Zahlungen auf Pfandbriefe für die nächsten 180 Tage muss sichergestellt werden

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


Quelle: DZ BANK Research

Eine vollständige Kongruenz zwischen den Zahlungsströmen der Deckungsmasse und den umlaufenden Pfandbriefen verlangt das Pfandbriefgesetz nicht. Wie oben erwähnt, verlangt das Pfandbriefgesetz, dass die sichernde Überdeckung von 2 Prozent und die Reserven für Zahlungsverpflichtungen in den nächsten 180 Tagen, die nicht durch erwartete Zahlungseingänge auf die Deckungswerte abgedeckt sind, in besonders liquiden Vermögenswerten vorzuhalten sind. Darüber hinaus gibt es je Pfandbriefart besondere Vorschriften, welche Vermögensgegenstände zur Sicherung der Pfandbriefe geeignet sind (ordentliche Deckung), die wir in den nachfolgenden Unterabschnitten zu den einzelnen Pfandbriefftypen im Einzelnen darstellen. Um den Pfandbriefbanken jedoch mehr Flexibilität bei der Steuerung der Deckungsmassen zu geben, erlaubt das Pfandbriefgesetz in begrenztem Umfang die Aufnahme von weiteren Deckungswerten ins Deckungsregister der Pfandbriefe. Der Gesetzgeber scheint in diesem Zusammenhang jedoch auch insgesamt die Liquidität der Deckungsmasse für einen weiteren Zeithorizont im Sinn gehabt zu haben. Die zulässigen weiteren Deckungswerte sind im Vergleich zu den Anforderungen an die Vermögenswerte für die sichernde Überdeckung von etwas geringerer Liquidität. Sie scheinen jedoch geeignet zu sein, die Liquidität der Deckungsmasse im Insolvenzfall der Pfandbriefbank zu verbessern. Die für die weitere Deckung zulässigen Forderungen sind für alle vier Pfandbriefarten gleich. Ihr Anteil am Umlaufvolumen der gedeckten Anleihen ist jedoch unterschiedlich (siehe hierzu auch den Artikel „Weitere Deckungswerte als notwendiger Bestandteil von Pfandbriefdeckungsmassen“ in der vdp Publikation „Der Pfandbrief 2012/ 2013 - Fakten und Daten zu Europas führenden Covered Bond“). Grundsätzlich eignen sich unter anderem die folgenden Forderungen als weitere Deckungswerte:

- » Forderungen gegenüber der EZB, der Deutschen Bundesbank oder anderen Zentralbanken der Mitgliedstaaten der EU und Forderungen gegen geeignete Kreditinstitute, wobei die Forderung gegen ein solches Kreditinstitut nicht höher als 2 Prozent des Gesamtbetrags der umlaufenden Pfandbriefe sein darf
- » Für Hypotheken-, Schiffs- und Flugzeugpfandbriefe: Forderungen, die sich als ordentliche Deckung für Öffentliche Pfandbriefe qualifizieren würden
- » Sicherungsgeschäfte mit Derivaten, die die Veränderungen im Wert der Deckungsmasse gegen Zins- und Währungsschwankungen abfedern, können als weitere Deckungswerte Teil des insolvenzfesten Pfandbriefregisters sein. Der Einsatz der Derivate in Deckung wird durch das Pfandbriefgesetz beschränkt. Auf

Weitere Deckungswerte neben der ordentlichen Deckung
Forderungen gegenüber Zentralbanken und Kreditinstitute ...

... sowie öffentlichen Schuldnern

Derivate mit geeigneten Gegenparteien

Grundlage der Barwertrechnung darf der Anteil der Forderungen aus Derivategeschäften an den Deckungswerten beziehungsweise der Anteil der Zahlungsverpflichtungen aus diesen Derivaten an der Summe aus umlaufenden Pfandbriefen zuzüglich der Zahlungsverpflichtungen aus den Derivaten 12 Prozent nicht überschreiten. In dieser 12-Prozent-Grenze werden Derivate, die zur Absicherung von Währungspositionen eingesetzt werden, jedoch nicht berücksichtigt. Für alle Derivate, die der Deckungsmasse zugeordnet werden, gelten besondere Anforderungen für die zugrundeliegenden Rahmenverträge. Unter anderem darf die Insolvenz der Pfandbriefbank nicht die vorzeitige Beendigung des Derivats auslösen

Die EBA hat im April 2017 bekannt gegeben, dass sie die Anwendung eines Wahlrechts zur Lockerung der Ratinganforderungen für in der Deckungsmasse enthaltene Forderungen gegenüber Banken in Deutschland als gerechtfertigt ansieht. In Artikel 129 Absatz 1(c) CRR ist geregelt, dass Forderungen gegenüber Banken mit einer Laufzeit von über 100 Tagen in der Deckungsmasse höchstens 15 Prozent des Nominalbetrags der ausstehenden Covered Bonds ausmachen dürfen und diese Banken ein Rating der Bonitätsstufe 1 (mindestens „AA-“) aufweisen müssen. Sind diese Anforderungen nicht erfüllt, kann für die betreffenden Covered Bonds von europäischen Instituten kein privilegiertes Risikogewicht gemäß CRR angesetzt werden. Es gibt derzeit nicht viele Banken, die über ein solch hohes Rating verfügen. Daher könnte ein Konzentrationsrisiko in der Deckungsmasse entstehen, wenn sich Pfandbriefbanken bei den weiteren Deckungswerten auf wenige Banken mit hohen Bonitätsnoten beschränken müssten. Die nationalen Aufsichtsbehörden haben nach Konsultation mit der EBA die Möglichkeit, die Ratinganforderungen aufzuweichen. So kann das Mindestrating von Bonitätsstufe 1 auf Bonitätsstufe 2 (mindestens A-) gesenkt werden, wobei dann die Forderungen gegenüber diesen Banken höchstens noch 10 anstatt 15 Prozent des ausstehenden Covered Bond Volumens ausmachen dürfen.

EBA sieht die Lockerung von CRR-Ratinganforderungen als gerechtfertigt an

Der Anteil der weiteren Deckungswerte im Deckungsregister kann für Hypotheken-, Schiffs- und Flugzeugpfandbriefe insgesamt bis zu 20 Prozent des Umlaufvolumens betragen. Die Forderungen gegenüber der EZB, den Zentralbanken der Mitgliedstaaten der EU sowie Schuldverschreibungen von geeigneten Kreditinstituten dürfen dabei maximal 10 Prozent betragen. Im Falle von Hypotheken-, Schiffs- und Flugzeugpfandbriefen dürfen darüber hinaus Vermögenswerte mit bis zu 20 Prozent in Deckung genommen werden, die sich als ordentliche Deckungsmasse für Öffentliche Pfandbriefe eignen, wobei die zuvor genannten Forderungen anzurechnen sind. Bei den Öffentlichen Pfandbriefen ist der Anteil der weiteren Deckungswerte generell auf 10 Prozent des Umlaufvolumens der Öffentlichen Pfandbriefe begrenzt. Forderungen aus Derivategeschäften werden auf diese Grenzen jedoch bei allen Pfandbriefarten nicht angerechnet. Für sie gilt eine wie oben ausgeführt selbstständige 12-Prozent-Grenze.

Anteil der weiteren Deckungswerte gesetzlich geregelt

Vorrecht der Pfandbriefgläubiger und insolvenzfeste Treuhand

Die Deckungswerte sollen nach Insolvenz des Emittenten zur Befriedigung der Ansprüche der Pfandbriefinvestoren uneingeschränkt zur Verfügung stehen (insolvenzfeste Deckungsmasse). Forderungen in Deckung, bei denen das Insolvenzvorrecht der Pfandbriefgläubiger nicht zweifelsfrei sichergestellt ist, dürfen bei Öffentlichen Pfandbriefen und Hypothekenspfandbriefen insgesamt 10 Prozent des Gesamtbetrags der Forderungen in der Deckungsmasse nicht übersteigen. Bei Schiffs- und Flugzeugpfandbriefen liegt diese Grenze bei 20 Prozent.

Fragen im Zusammenhang mit dem Insolvenzvorrecht der Pfandbriefgläubiger können sich vor allem beim internationalen Kreditgeschäft ergeben. Für alle Forderungen gegen Kreditnehmer aus den Ländern des EWR kann nach unserem Verständnis das Konkursvorrecht der Pfandbriefgläubiger aufgrund einheitlicher europäischer Regelungen als gesichert angesehen werden. Die Richtlinie der EU zur Sanierung und Liquidation von Kreditinstituten (Liquidationsrichtlinie) führt dazu, dass im Falle der Insolvenz einer Pfandbriefbank das deutsche Recht für das Insolvenzverfahren auch in den Mitgliedsländern des EWRs anerkannt wird. Das Vorrecht der Pfandbriefgläubiger auf Deckungswerte, die innerhalb des EWR belegen sind, wird dadurch geschützt, weil kein Sekundärinsolvenzverfahren im Drittland droht. Im Falle eines Sekundärinsolvenzverfahrens nach ausländischem Recht wäre nicht zweifelsfrei sichergestellt, dass im Drittland belegene Deckungswerte in diesem Insolvenzverfahren unberücksichtigt bleiben. Bei Deckungswerten, die außerhalb des EWR belegen sind, ist daher größere Vorsicht angebracht. Für Forderungen gegen Schuldner mit Sitz in Staaten außerhalb des EWR und bei Sicherheiten an Grundstücken beziehungsweise grundstücksgleichen Rechten sowie Schiffen und Flugzeugen, die nicht innerhalb des EWR belegen sind, kann zur Wahrung der erwarteten gleichwertigen Sicherheit der Deckungswerte zugunsten der Pfandbriefgläubiger eine zusätzliche vertragliche Sicherheit nach den entsprechenden Rechtsvorschriften des Drittlandes an den betroffenen Deckungswerten bestellt werden. Diese vertragliche Sicherheit kann beispielsweise Doppeltreuhänder für die Pfandbriefgläubiger unter Wahrung der Interessen der Pfandbriefbank vorsehen. Im Krisenfall garantiert der Treuhänder der ausländischen Vermögenswerte unabhängig von der ausländischen Anerkennung deutscher Maßnahmen des Sanierungs- und Insolvenzrechts den Schutz des Befriedigungsvorrechts der Pfandbriefgläubiger auf die ausländischen Deckungswerte.

Die möglichen Beschränkungen für Deckungswerte außerhalb des EWR gelten solange wie die Pfandbriefbank nicht durch geeignete Maßnahmen die Insolvenzfestigkeit dieser Deckungswerte zugunsten der Pfandbriefgläubiger sichergestellt hat. Aus der Praxis heraus haben sich Lösungsansätze wie das zuvor angesprochene Modell der Doppeltreuhand herausgebildet. Im Special Comment von Moody's „Structural Protection Mechanisms for Non-EEA Assets in German Cover Pools“ vom 22. Juli 2014 bezieht die Ratingagentur Stellung zu diesen Maßnahmen, die für in Japan, Kanada, den Vereinigten Staaten von Amerika und in der Schweiz belegene Deckungswerte gelten. Nach Ansicht von Moody's sind die von den Banken verwendeten Treuhandstrukturen für US-amerikanische und schweizerische Vermögenswerte geeignet, die möglichen Risiken im Insolvenzfall der Bank für Pfandbriefgläubiger zu begrenzen und damit deren Befriedigungsvorrecht sicherzustellen. Für Deckungswerte, die in Japan belegen sind, hat Moody's die rechtliche Prüfung ebenfalls abgeschlossen (siehe Pressemitteilung „Moody's updates on Japanese assets in German cover pools“ vom 15. August 2016). Demnach stellen die Treuhandstrukturen für japanische Deckungswerte nach Auffassung der Ratingagentur sicher, dass den Pfandbriefgläubigern die japanischen Vermögenswerte im Insolvenzfall der Pfandbriefbank voll zur Verfügung stehen werden.

Deckungswerte müssen im Insolvenzfall des Emittenten den Pfandbriefgläubigern uneingeschränkt zur Verfügung stehen

Drohende Vollstreckungsmaßnahmen bei ausländischen Deckungswerten

Treuhandmodell sichert Vorrecht der Pfandbriefgläubiger

Das Pfandbriefgesetz eröffnet allgemein für das In- und Auslandsgeschäft die Möglichkeit, treuhänderisch von Dritten gehaltene Forderungen und Grundpfandrechte in die Deckung aufzunehmen. Dies setzt voraus, dass diese Vermögensgegenstände die allgemeinen Anforderungen des Pfandbriefgesetzes erfüllen. Um die treuhänderisch gehaltenen Vermögensgegenstände für die Deckung von Pfandbriefen zu verwenden, muss außerdem sichergestellt werden, dass im Insolvenzfall des Treuhänders die Pfandbriefbank uneingeschränkten Zugriff auf diese Vermögensgegenstände hat (insolvenzfeste Treuhand). Eine insolvenzfeste Treuhand kann zum Beispiel über die Eintragung von Vermögensgegenständen in ein Refinanzierungsregister geschaffen werden. Durch das Refinanzierungsregister, das im Kreditwesengesetz (KWG) und in der Refinanzierungsregisterverordnung geregelt ist, können Kreditinstitute zum Beispiel grundpfandrechtlich besicherte Kredite an Pfandbriefbanken übertragen, aber die Forderungen oder Grundpfandrechte weiter verwalten und in ihrer Bilanz ausweisen.

**Treuhänderisch verwaltete
Deckungswerte**

Die Regelungen im KWG zum Refinanzierungsregister lehnen sich an die Formulierungen des Pfandbriefgesetzes an. Das Treuhand-Kreditinstitut (oder Refinanzierungsunternehmen) führt das Refinanzierungsregister, in das die Forderungen und/oder die Grundpfandrechte zugunsten der Pfandbriefbank eingetragen werden. Ein speziell einzusetzender Verwalter prüft die ordnungsgemäße Führung des Refinanzierungsregisters. Im Insolvenzfall des Refinanzierungsinstituts setzt die BaFin einen Sachwalter ein, der sich unabhängig vom Insolvenzverwalter um das Refinanzierungsregister kümmert. Dieser Sachwalter könnte von der BaFin – falls nötig auch bereits vor Insolvenzeröffnung – eingesetzt werden. Sowohl die Wortwahl als auch die Formulierungen im Kreditwesengesetz ähneln in diesem Zusammenhang sehr den entsprechenden Regelungen im Pfandbriefgesetz.

**KWG lehnt sich an das
Pfandbriefgesetz an**

Die Eintragung der Forderungen und der Grundpfandrechte in das Refinanzierungsregister verhindert zwar, dass diese Vermögensgegenstände in die allgemeine Insolvenzmasse des Refinanzierungsinstituts fallen (insolvenzfeste Treuhand). Allerdings müssen der übertragungsberechtigte Begünstigte (hier: die Pfandbriefbank) und das Treuhand-Kreditinstitut eine Vereinbarung per Vertrag treffen, in der der Anspruch der Pfandbriefbank auf die Vermögensgegenstände begründet wird. Dies kann zum Beispiel im Rahmen einer Konsortialvereinbarung geschehen. Die Eintragung der Vermögensgegenstände in das Refinanzierungsregister allein reicht nicht aus. Dem Übertragungsberechtigten muss zudem von dem Refinanzierungsunternehmen ein Auszug aus dem Refinanzierungsregister übergeben werden, aus dem sich, für Dritte nachvollziehbar, der Anspruch des Übertragungsberechtigten gegen das Refinanzierungsunternehmen ableiten lässt. Aus unserer Sicht sind in diesem Zusammenhang vor allem drei Aspekte wichtig:

**Insolvenzfeste Treuhand durch das
Refinanzierungsregister**

- » Die Vereinbarungen zwischen der Pfandbriefbank und dem Refinanzierungsinstitut müssen rechtlich bindend und wirksam sein. Ratingagenturen haben angekündigt, diesen Punkt im Rahmen ihrer Analyse zu prüfen (siehe zum Beispiel S&P „German Refinancing Registers Could Help Source Assets For Pfandbrief“, Oktober 2007).
- » Die Verträge, die die Forderungen aus dem Kundengeschäft begründen (zum Beispiel Kreditverträge), müssen den Verkauf und die Übertragung der Forderungen und gegebenenfalls der dazugehörigen Sicherheiten (Grundpfandrechte bei Immobilienfinanzierungen) zulassen.

Vertrag erforderlich

**Forderungen/Sicherheiten müssen
übertragbar sein**

» Die Eintragung der Vermögensgegenstände in das Refinanzierungsregister schränkt die Rechte auf Einwendungen und Einreden Dritter gegen die eingetragenen Forderungen oder Grundpfandrechtlichen Sicherheiten nicht ein. Ein Beispiel hierfür wäre nach unserem Verständnis der Fall einer stillen Abtretung der Kreditforderungen. In diesem Fall wird der Kreditnehmer (zumindest anfänglich) nicht über die Übertragung des Kredits an die Pfandbriefbank informiert. Die Rechte des Kreditnehmers, beispielsweise gegenläufige Forderungen mit bestehenden Verbindlichkeiten aus dem Kredit im Insolvenzfall des Treuhand-Kreditinstituts miteinander aufzurechnen, werden durch die Eintragung der Forderung in das Refinanzierungsregister nicht berührt (siehe zum Beispiel den Special Report von Fitch „The Refinancing Register in German Structured Finance Transactions“, Dezember 2011).

Das KWG stellt klar, dass auch die anfänglich offene Konsortialfinanzierung den Regelungen des Refinanzierungsregisters unterliegt. Mit der Regelung im Kreditwesengesetz wird zudem sichergestellt, dass Deckungswerte, die in einem Refinanzierungsregister zugunsten einer Pfandbriefbank eingetragen sind, nur mit deren Zustimmung sowie der Zustimmung des Treuhänders der Pfandbrief-Deckungsmasse (als unabhängiger Kontrolleur des Deckungsregisters bei der Pfandbriefbank) gelöscht werden können. Außerdem kann die Pfandbriefbank vom Verwalter des Refinanzierungsregisters jederzeit einen Auszug über die im Refinanzierungsregister zu ihren Gunsten eingetragenen Vermögenswerte verlangen. Durch dieses Informationsrecht soll die Pfandbriefbank in die Lage versetzt werden, die Richtigkeit der Eintragungen effektiv überprüfen zu können.

Anders als Grundbucheintragungen sind Eintragungen in das Refinanzierungsregister nicht öffentlich. Der Pfandbriefgläubiger muss sich bei der operativen Umsetzung auf die Sorgfalt des Refinanzierungsinstituts verlassen, wobei die ordnungsgemäße Führung des Registers durch den von der BaFin bestellten Verwalter regelmäßig überwacht wird. Insgesamt wird die Komplexität der Transaktionsstruktur eines Pfandbriefprogramms durch die Einbeziehung eines Refinanzierungsregisters erhöht und es besteht für den Pfandbriefinvestor nach unserem Dafürhalten unter Kreditgesichtspunkten dadurch auch eine schwache Verbindung mit der Bonität des Refinanzierungsinstituts.

Das Refinanzierungsregister bietet mehrere Anwendungsmöglichkeiten für das Pfandbriefgeschäft. Geschäftsbanken ohne Pfandbrieflizenz können auf diesem Wege Pfandbriefbanken Deckungswerte zur Verfügung stellen und indirekt von der günstigen Refinanzierung via Pfandbriefe profitieren, wenn sich Pfandbriefbanken auf diese Weise anderen Kreditinstituten als Refinanzierungsplattform zur Verfügung stellen (Pooling-Modell).

Außerdem können Konsortialkredite, auch wenn sie erst im Nachhinein syndiziert werden, via Refinanzierungsregister von mehreren Pfandbriefbanken entsprechend der übernommenen Risikoquote als Deckungsmasse für ihre jeweiligen Pfandbriefprogramme benutzt werden. Der Vorteil bei der Nutzung des Refinanzierungsregisters ist bei den genannten Beispielen, dass eine kosten- und zeitaufwändige grundbuchliche Vollziehung einer Grundpfandrechtsabtretung und eine Benachrichtigung der Kreditnehmer auf einen späteren Zeitpunkt (zum Beispiel falls es durch die Insolvenz des Refinanzierungsinstituts erforderlich wird) verschoben werden beziehungsweise völlig unterbleiben kann.

Einrederechte Dritter bestehen fort

Pfandbrief- und Refinanzierungsregisterrecht sind verzahnt

Höhere Komplexität

Pfandbriefbanken als Refinanzierungsplattform

Vereinfachung im Konsortialgeschäft

Besondere Anforderungen an die Deckungsmassen je Pfandbriefart

Öffentliche Pfandbriefe

Der Begriff Öffentliche Pfandbriefe wurde erst in den 1990er Jahren geprägt und löste die zuvor gebräuchlichen Bezeichnungen Kommunalobligationen und Kommunalschuldverschreibungen ab. Laut Pfandbriefgesetz dürfen nur Forderungen gegenüber Gebietskörperschaften oder Forderungen gegenüber Anstalten und Körperschaften des öffentlichen Rechts zur Deckung von Öffentlichen Pfandbriefen verwendet werden, wenn für diese eine Anstaltslast oder Gewährträgerhaftung beziehungsweise eine explizite Garantie einer Gebietskörperschaft gilt. Beispiele für die letzte Kategorie sind Forderungen gegenüber öffentlichen Förderbanken oder Anleihen und Geldforderungen gegenüber kommunalen Betrieben in der Rechtsform der Anstalt öffentlichen Rechts, die über eine Gewährträgerhaftung verfügen. Das Pfandbriefgesetz gibt detaillierte Anforderungen für mögliche ordentliche Deckungswerte für Öffentliche Pfandbriefe vor, die verkürzt wie folgt zusammengefasst werden können:

- » Forderungen gegenüber inländischen Gebietskörperschaften oder solchen Körperschaften und Anstalten des öffentlichen Rechts, die zur Erhebung von Gebühren, Umlagen oder anderen Abgaben berechtigt sind
- » Forderungen gegenüber Mitgliedsländern der EU oder Vertragsstaaten des EWR sowie deren Zentralbanken und Forderungen gegenüber Regionalverwaltungen und Gebietskörperschaften aus den Mitgliedsländern der EU und des EWR
- » Forderungen gegenüber britischen Schuldnern, die zum Zeitpunkt des Austritts Großbritanniens in der Deckungsmasse sind, bleiben bestandsgeschützt. Es ist bereits gesetzlich geregelt, dass Großbritannien nach dem vollzogenen Brexit außerdem in die Liste der deckungsfähigen Drittländer aufgenommen wird, sodass neue Forderungen aus Großbritannien auch nach dem vollzogenen Brexit deckungsfähig sein können. Für neue britische Deckungswerte muss allerdings das Insolvenzvorrecht der Pfandbriefgläubiger sichergestellt werden, wenn sie nicht auf die einschlägige 10-Prozent-Grenze angerechnet werden sollen
- » Forderungen gegenüber den Vereinigten Staaten von Amerika, Japan, der Schweiz und Kanada sowie deren Zentralbanken, Regionalverwaltungen und Gebietskörperschaften, solange diese der Bonitätsstufe 1 der europäischen Bankenrichtlinie/ -verordnung (CRD/CRR) entsprechen
- » Forderungen gegenüber der EZB und anderen multilateralen Entwicklungsbanken und internationalen Organisationen laut der europäischen Bankenrichtlinie/ -verordnung (CRD/CRR)
- » Öffentliche Stellen eines Mitgliedsstaats der EU oder des Europäischen Wirtschaftsraums
- » Öffentliche Stellen im Sinne der europäischen Bankenrichtlinie/ -verordnung (CRD/CRR) mit Sitz in den Vereinigten Staaten von Amerika, Japan, der Schweiz und Kanada, solange diese der Bonitätsstufe 1 der Bankenrichtlinie entsprechen
- » Forderungen, die von den oben genannten Staaten oder Gebietskörperschaften gewährleistet sind
- » Exportfinanzierungen, deren Erfüllung durch eine öffentliche Stelle garantiert ist

Forderungen gegenüber Gebietskörperschaften

Detailanforderungen hinsichtlich des Kreditnehmers

Der Vertrag zur Einrichtung des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM-Vertrag) sieht vor, dass in den Anleihebedingungen der ESM-Vertragsstaaten Umschuldungsklauseln (Collective Action Clauses) aufgenommen werden. Ähnliche Klauseln gibt es auch in den Anleihebedingungen anderer Länder. Sie machen es möglich, mit Zustimmung der Mehrheit der Anleihegläubiger die Anleihebedingungen nachträglich zu ändern. Das Pfandbriefgesetz stellt klar, dass sich Staatsanleihen mit entsprechenden Regelungen als Deckung (sei es ordentliche Deckung wie im Falle von Öffentlichen Pfandbriefen oder als weitere Deckungswerte für alle anderen Pfandbriefarten) qualifizieren.

Deckungsfähigkeit bei Anleihen mit Umschuldungsklausel ist gegeben

KMU- und Exportfinanzierungen mit öffentlichen Garantien als Deckungsmasse für Öffentliche Pfandbriefe

Zwar eignen sich unbesicherte Forderungen gegen kleine und mittlere Unternehmen (KMU) nicht als Deckungsmasse für Pfandbriefe. Allerdings gibt es die Möglichkeit, für KMU-Finanzierungen die Garantie einer öffentlichen Stelle wie zum Beispiel der KfW zu bekommen, wodurch diese garantierten Forderungen die Anforderungen an Deckungswerte für Öffentliche Pfandbriefe erfüllen. In diesem Zusammenhang gibt es einen weiteren und in der Vergangenheit bereits häufig genutzten Weg, Forderungen aus Exportgeschäften von KMU in die Deckungsmasse für Öffentliche Pfandbriefe aufzunehmen. Voraussetzung dafür ist, dass diese Exportfinanzierungen über eine Garantie von beispielsweise Euler Hermes verfügen. Mit Hilfe dieser Garantien könnten zum Beispiel auch andere Forderungen wie beispielsweise Flugzeugfinanzierungen oder andere Projektfinanzierungen nach unserer Auffassung als Deckungsmasse für Öffentliche Pfandbriefe verwendet werden. Im Zusammenhang mit den Hermes-Garantien gab es zwischen dem Gesetzgeber, der Aufsicht, dem vdp als Vertreter der Pfandbriefbanken und Euler Hermes seit Jahren intensive Diskussionen. Ein Ergebnis dieser Diskussionen ist, dass der Exportkreditversicherer seit dem 1. Dezember 2017 ein spezielles Produkt für Pfandbriefbanken anbietet. Dieses neue Produkt zielt darauf ab, das Insolvenzvorrecht der Pfandbriefgläubiger auch für Forderungen wirtschaftlich abzusichern, wenn diese außerhalb des Europäischen Wirtschaftsraums belegen sind (siehe hierzu vdp Infobrief Q1 2018).

Quelle: DZ BANK Research

Exportfinanzierungen, die außerhalb der EU belegen sind und durch eine öffentliche Ausfallgarantie abgesichert sind, müssen in der 10-Prozent-Grenze für Forderungen, für die nicht zweifelsfrei das Vorrecht der Pfandbriefgläubiger im Falle einer Insolvenz der Pfandbriefbank sichergestellt ist, berücksichtigt werden, wenn das Risiko eines Sekundärinsolvenzverfahrens über das Vermögen der Pfandbriefbank im betreffenden Drittland nicht mit Sicherheit ausgeschlossen werden kann. Falls die öffentliche Exportkreditversicherung allerdings neben dem Kreditausfallrisiko der Schuldner der Exportfinanzierungen auch das Insolvenzvorrecht der Pfandbriefgläubiger auf diese Forderungen im Falle der Insolvenz der Pfandbriefbank absichert, erfolgt keine Anrechnung auf die 10-Prozent-Grenze.

Exportfinanzierungen in außereuropäischen Ländern mit öffentlichen Garantien

Das Pfandbriefgesetz erlaubt die Forderungen gegen die zuvor genannten öffentlichen Stellen in der Deckungsrechnung vollständig zu berücksichtigen, unabhängig von der Bonität des Schuldners beziehungsweise Garantiegebers. Die im vdp zusammengeschlossenen Institute haben sich 2012 hinsichtlich der Berücksichtigung der Bonität öffentlicher Schuldner bei der Deckungsrechnung für Pfandbriefe auf Standards geeinigt, die über die Anforderungen des Pfandbriefgesetzes hinausgehen. Der vdp nennt diese standardisierte Vorgehensweise [vdp-Bonitätsdifferenzierungsmodell](#) oder „vdp-Modell zur Differenzierung der Bonität von Staaten“. Bei der Anrechnung von Forderungen gegen Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraums und deren unterstaatlichen Stellen berücksichtigen die vdp-Mitgliedsinstitute in der Deckungsrechnung ratingabhängige Abschlüsse (eine ausführlichere Darstellung finden Sie im Artikel

Bewertungsvorschriften für öffentliche Schuldner fehlen im Pfandbriefgesetz

„Das vdp-Bonitätsdifferenzierungsmodell“ in der vdp Publikation „Der Pfandbrief 2013/2014 - Fakten und Daten zu Europas führenden Covered Bond“). Die verwendeten Bewertungsabschlüsse werden regelmäßig geprüft und sind in der vorstehenden Tabelle zusammengefasst.

RATINGABHÄNGIGE BEWERTUNGSABSCHLÄGE IM VDP BONITÄTSDIFFERENZIERUNGSMODELL: KAUM VERÄNDERUNGEN SEIT 2012

Rating*	Abschlüsse gültig bis 31. Dezember 2013	Abschlüsse gültig bis 31. Dezember 2014	Abschlüsse gültig bis 31. Dezember 2015	Abschlüsse gültig bis 31. Dezember 2017	Abschlüsse gültig bis 1. Januar 2018	Abschlüsse gültig seit 1. Januar 2019
AAA	0%	0%	0%	0%	0%	0%
AA+	0%	0%	0%	0%	0%	0%
AA	0%	0%	0%	0%	0%	0%
AA-	0%	0%	0%	0%	0%	0%
A+	0%	0%	0%	0%	0%	0%
A	0%	0%	0%	0%	0%	0%
A-	0%	0%	0%	0%	0%	0%
BBB+	0%	0%	0%	0%	0%	0%
BBB	0%	0%	0%	0%	0%	0%
BBB-	0%	0%	0%	0%	0%	0%
BB+	9%	10%	11%	9%	8%	8%
BB	11%	12%	13%	11%	11%	10%
BB-	14%	15%	16%	14%	13%	13%
B+	18%	19%	20%	18%	17%	16%
B	21%	23%	24%	21%	20%	20%
B-	26%	27%	28%	26%	24%	24%
CCC	36%	37%	38%	36%	34%	34%
CC	55%	56%	57%	55%	54%	54%
C	80%	81%	81%	80%	79%	79%
D	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Quelle: vdp, Darstellung DZ BANK Research, Stand Juli 2019, * Ratingnote von S&P beziehungsweise entsprechende Bonitätsnote von Fitch oder Moody's

Hypothekendarfbriefe

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

Grundpfandrechlich gesicherte Forderungen

Hinsichtlich der Berechnung des Beleihungswerts wird nur der langfristige, nachhaltige Substanz- oder Sachwert sowie Ertragswert einer Immobilie berücksichtigt, daher liegt der Beleihungswert einer Immobilie in der Regel unter dessen Markt- oder Verkehrswert. Die Vorgehensweise bei der Beleihungswertermittlung für Immobilien wird durch die Beleihungswertermittlungsverordnung näher bestimmt. Der Beleihungswert ist nach dem Vorsichtsprinzip zu ermitteln. Das heißt, er ist nur auf Grundlage der dauernden Eigenschaften des Grundstücks beziehungsweise Gebäudes und dem daraus nachhaltig zu erzielenden Ertrag abzuleiten. Für den Beleihungswert ist der Ertragswert in der Regel ausschlaggebend. Dieser Wert darf nicht überschritten werden. Bleibt der Sachwert um mehr als 20 Prozent unter dem Ertragswert, müssen die bei der Ertragswertermittlung zugrundeliegenden Annahmen auf ihre Nachhaltigkeit überprüft und gegebenenfalls korrigiert werden.

Sachwert versus Ertragswert

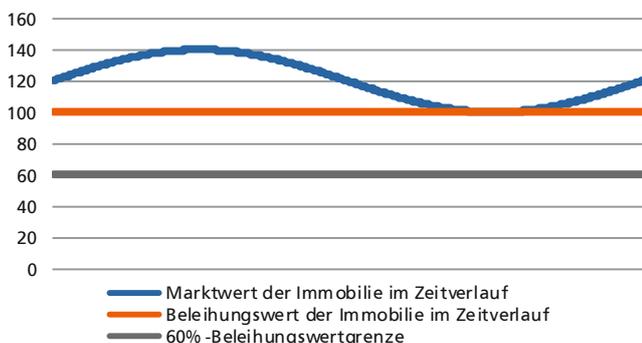
Die Beleihungswertermittlungsverordnung legt die zu verwendenden Abzinsungsfaktoren für das Ertragswertverfahren fest, die aus den Kapitalisierungszinssätzen abgeleitet werden. Die Kapitalisierungszinssätze dürfen für Wohnimmobilien nicht niedriger als 5 Prozent sein. Für Gewerbeimmobilien müssen mindestens 6 Prozent angesetzt werden, wobei im begründeten Ausnahmefall dieser Prozentsatz um 0,5 Prozentpunkte unterschritten werden darf. Vor dem Hintergrund des nachhaltig gesunkenen Zinsniveaus hatte sich der vdp Ende 2018 eine Debatte über die Höhe der Kapitalisierungszinsen gewünscht. Aufgrund der weiterhin lockeren Geldpolitik seien (Stand Ende 2018) die Nettoanfangsrenditen für Einzelhandels- und Bürogebäude im Spitzensegment der attraktivsten deutschen Städte auf rund 3 Prozent zurückgegangen. Entsprechend klafft derzeit eine Lücke zwischen den Ertrags- und Marktwerten. Der vdp erwartet, dass die Immobilienpreisteigerungen in den vergangenen Jahren nicht übertrieben sind. Niedrigere Kapitalisierungszinsen würden über höhere Abzinsungsfaktoren auch zu höheren Ertragswerten und mithin höheren Beleihungswerten der Immobilien führen. Dies wiederum würde heißen, dass die Pfandbriefbank einen größeren Anteil des Darlehens in der Deckungsrechnung berücksichtigen könnte, wodurch sich das Emissionsvolumen für Hypothekendarlehen ausweiten würde.

Höhere Kapitalisierungsfaktoren für die Ertragswertermittlung?

Der Beleihungswert überschreitet in der Regel nicht den im Zeitverlauf schwankenden Markt- oder Verkehrswert einer Immobilie. Spekulative Elemente dürfen mithin bei der Ermittlung des Beleihungswerts nicht berücksichtigt werden. Der Beleihungswert ist von einem Gutachter zu ermitteln, der von der Kreditentscheidung unabhängig ist. Er muss über die notwendige Berufserfahrung und entsprechende Fachkenntnisse für Beleihungswertermittlungen verfügen. Die Anforderungen an die Beleihungswertermittlung für im In- oder Ausland liegende Immobilien sind gleich.

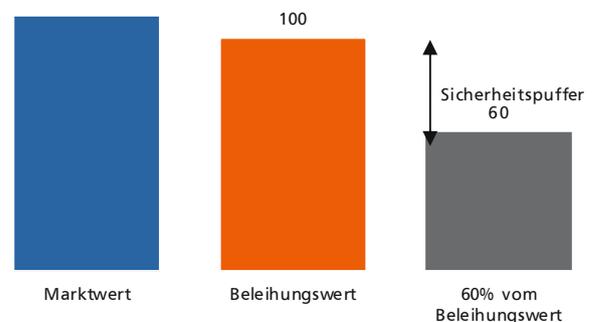
Beleihungswert berücksichtigt nur die nachhaltigen Eigenschaften einer Immobilie

BELEIHUNGSWERT BERÜCKSICHTIGT NUR NACHHALTIGE EIGENSCHAFTEN EINER IMMOBILIE



Quelle: vdp, Darstellung DZ BANK Research

60 PROZENT BELEIHUNGSWERTGRENZE BIETET ZUSÄTZLICHEN SCHUTZ



Quelle: DZ BANK Research

Das deutsche Pfandbriefrecht erlaubt eine Ausnahme (Kleindarlehensregel) für inländische Häuser (Eigenheime). Falls das Gebäude teilweise gewerblich genutzt wird, darf der Ertragsanteil durch die gewerbliche Nutzung ein Drittel des gesamten aus der Immobilie erwirtschafteten Rohertrags nicht überschreiten, wenn diese Ausnahme angewendet werden soll. Außerdem darf das Kreditvolumen nicht mehr als 400.000 Euro betragen. Der Betrag dieser Darlehen aus dem Mengengeschäft einer Pfandbriefbank muss eventuell bestehende Vorlasten berücksichtigen. Die Betragsgrenze bestimmt sich am abzusichernden Darlehensbetrag, das heißt, der Betrag der Sicherheit, die im Grundbuch eingetragen wird und der Pfandbriefbank zusteht. Laut vdp fällt der wesentliche Teil des inländischen Mengengeschäfts unter die Kleindarlehensregel (siehe vdp Infobrief Q4 2015). In diesen Fällen können die Banken ein vereinfachtes Verfahren zur Beleihungswertermittlung verwenden. Eine Erleichterung betrifft die Befreiung

Erleichterungen für Darlehen, die unter die Kleinkreditgrenze fallen

von der Pflicht, ein ausführliches Wertgutachten für die Immobilie zu erstellen beziehungsweise erstellen zu lassen. Im Falle von Kleindarlehen im Sinne des Pfandbriefrechts reichen vereinfachte Dokumentationen der Wertermittlungen aus, die beispielsweise durch standardisierte Formulare umgesetzt werden können. Es können auch automatisierte Bewertungsverfahren, die beispielsweise auf hedonischen Modellen basieren, zur Wertermittlung von Eigenheimen zur Unterstützung herangezogen werden. Die Einschätzung der Lage der Immobilie und der Objektzustand können über standardisierte Formulierungen beziehungsweise durch Beurteilungen auf vorgegebenen Skalen erfolgen. Eine weitere Erleichterung bezieht sich auf den Ersteller der Wertermittlung. Diese Person muss ausreichend geschult sein. Sie muss unabhängig sein und darf nicht die abschließende Kreditentscheidung treffen. In einigen Fällen kann auf eine Objektbesichtigung verzichtet werden beziehungsweise auf eine Außenbesichtigung beschränkt werden.

Das Besondere am Beleihungswertkonzept ist, dass dieser Wert für die gesamte Kreditlaufzeit gelten soll. Durch die Beleihungswertermittlungsverordnung bleiben andere Vorschriften über weitergehende Verpflichtungen zur regelmäßigen Überprüfungen der Wertermittlung der Immobilien allerdings unberührt. So müssen zum Beispiel vor allem bei Gewerbeimmobilien die zugrunde liegenden Annahmen bei der Wertermittlung regelmäßig auf den Prüfstand gestellt werden. Wenn es Zweifel an deren Richtigkeit gibt, kann dies ebenfalls zur Überprüfung des Beleihungswerts führen. Mögliche Veränderungen im Beleihungsauslauf (englisch Loan to Value, kurz LTV) ergeben sich im Kontext des Pfandbriefgeschäfts mithin in der Regel nur aufgrund der Tilgung des Darlehens. Wertzuwächse durch Immobilienpreissteigerungen (aufgrund von Marktwertsteigerungen) beeinflussen den Beleihungswert der Immobilie und somit den LTV des Darlehens nicht. Sollte in einer Region der Immobilienpreis allerdings deutlich fallen, so müssen die Beleihungswerte für die in dieser Region liegenden Immobilien überprüft und gegebenenfalls angepasst werden. Dieses Marktschwankungskonzept sieht einen Preisverfall von mindestens 20 Prozent für Wohnimmobilien (mindestens 10 Prozent im Falle von Gewerbeimmobilien) als Schwellenwert vor, der eine Neubewertung der Immobilien auslöst.

Die seit 2014 geltende Regelung des Artikels 208 Absatz 3 CRR sieht einen dreistufigen Prozess im Zusammenhang mit der Beobachtung der Immobilienbewertungen im Rahmen des Kreditgeschäfts vor. Im ersten Schritt wird beispielsweise mittels statistischer Verfahren – wie dem Marktschwankungskonzept für Gewerbe- (jedes Jahr) und Wohnimmobilien (spätestens alle drei Jahre) – geprüft, ob es Signale für einen nachhaltigen und hinreichend signifikanten Hauspreisrückgang gibt. In Deutschland haben sich granulare Modelle etabliert, die Preisschwankungen für mehrere Objektarten auf Postleitzahlenebene ausweisen. Liegt ein erheblicher Hauspreisrückgang vor (10 Prozent bei Gewerbeimmobilien beziehungsweise 20 Prozent bei Wohnimmobilien), folgt im zweiten Schritt des Monitoringprozesses die Überprüfung der Immobilienbewertung. Die Überprüfung muss durch eine vom Kreditprozess unabhängige und qualifizierte Person durchgeführt werden. Sollte die Überprüfung den durch das Modell angezeigten signifikanten Wertverfall der Immobilie bestätigen, muss im dritten Schritt eine Neubewertung des Gebäudes durchgeführt werden. Zum Monitoring des Beleihungswerts einer Immobilie, der seiner Natur nach unabhängig von kurzfristigen Marktschwankungen konzipiert ist, wird der Marktwert genutzt, um die Anforderungen der CRR zu erfüllen. Fällt der Marktwert der Immobilie nach einer Neubewertung unter den Beleihungswert, muss auch deren Beleihungswert geprüft und gegebenenfalls Neubewertet werden, wenn die Marktpreisschwankungen als nachhaltig anzusehen sind.

Stark fallende Preise lösen Neubewertung aus

Marktschwankungskonzept als erster Schritt im Monitoringprozess

Das im Beleihungswert zum Ausdruck kommende Vorsichtsprinzip führt zu einer Glättung der LTV-Entwicklung im Zeitverlauf. Steigende oder moderat fallende Immobilienpreise wirken sich nicht auf den aktuellen LTV aus. Außerdem zielen die Vorschriften zur Beleihungswertermittlung darauf ab, eine vorsichtige, langfristig nachhaltige Bewertung der Immobilie zu erreichen. Dies geht allerdings auf Kosten der Transparenz, denn der LTV nach Beleihungswerten spiegelt nicht den aktuellen Wert der Immobilie wider.

Laut Pfandbriefgesetz können als Deckung für Hypothekendarlehen nur Immobilienkredite innerhalb der erstrangigen 60 Prozent des ermittelten Beleihungswerts einer Immobilie genutzt werden (Realkredit). Diese Grenze gilt unabhängig davon, ob es sich um ein wohnwirtschaftlich oder gewerblich genutztes Gebäude handelt. Kredite mit einem Beleihungsauslauf von mehr als 60 Prozent können zwar in die Deckungsmasse aufgenommen werden, für die Deckungsrechnung wird aber lediglich der erstrangige Teil (unter Berücksichtigung von eventuellen Vorlasten) bis zur 60 Prozent-Grenze berücksichtigt, da im Insolvenzfall der Pfandbriefbank das Vorrecht der Pfandbriefgläubiger auf die Darlehen innerhalb der erstrangigen 60 Prozent-Grenze begrenzt ist (Soft LTV-Limit). Diese Regelung ist aus unserer Sicht im Vergleich zu anderen Covered Bond Gesetzen in Europa beziehungsweise auch im weltweiten Vergleich eine strenge Regelung, die dem Schutz des Pfandbriefgläubigers dient.

Fitch stellt in der Studie „Market vs. Mortgage Lending Values in Pfandbriefe“ vom 4. September 2017 die Vorteile des Beleihungswerts im Vergleich zum Marktwert einer Immobilie aus Kreditsicht heraus. Die Verwendung des Beleihungswerts zusammen mit der LTV-Grenze von 60 Prozent im Pfandbriefgesetz schafft einen erheblichen Sicherheitspuffer für die Deckungswerte. In der Untersuchung, in der die von Fitch zu diesem Zeitpunkt bewerteten Hypothekendarlehen berücksichtigt wurden, kommt die Agentur zu dem Ergebnis, dass die Hauspreise um 50 Prozent zurückgehen könnten, ohne dass die Darlehen in der Deckungsmasse Verluste erleiden würden. Zwei Gründe hebt Fitch dabei hervor. Der Beleihungswert würde von seiner Konzeption nicht über dem Marktwert liegen, sondern eher darunter. Darüber hinaus würden durch spätere Hauspreissteigerungen Puffer für die Bewertungen entstehen. Wie erwähnt, wird ein sich später einstellendes Plus im Immobilienwert nicht nachträglich im ursprünglichen Beleihungswert berücksichtigt. Die Agentur weist jedoch darauf hin, dass diese Puffer in einem Umfeld fallender Immobilienpreise wieder aufgebraucht werden.

Beleihungswertkonzept glättet LTV-Entwicklung

Einheitliche Beleihungswertgrenze von 60 Prozent

Untersuchung von Fitch bestätigt positive Wirkung des Beleihungswertkonzepts

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

Ertragswertverfahren (erste Säule)		Sachwertverfahren (zweite Säule)	
Bodenwert		Bodenwert	
600 Quadratmeter à 5.200 Euro pro Quadratmeter	3.120.000 Euro	600 Quadratmeter à 5.200 Euro pro Quadratmeter	3.120.000 Euro
Rohertrag		Gebäudewert	
2.000 Quadratmeter Bürofläche à 30 Euro pro Quadratmeter und Monat nachhaltige Miete	720.000 Euro	Herstellungskosten der baulichen Anlage: 11.500 Kubikmeter à 520 Euro pro Kubikmeter	5.980.000 Euro
15 PKW-Tiefgaragenstellplätze à 110 Euro pro Stellplatz und Monat	19.800 Euro	Wertminderung (0 Euro, da Neubau)	0 Euro
Jahresrohertrag (Jahresnettomiete)	739.800 Euro	Zwischensumme	5.980.000 Euro
Abzüglich Bewirtschaftungskosten, die nicht auf die Mieter umgelegt werden können		Zuzüglich Kosten der Außenanlage (3 Prozent)	
- Verwaltungskosten (3 Prozent des Rohertrags)	22.194 Euro	Zwischensumme	6.159.400 Euro
- Instandhaltungskosten (Pauschalbetrag)	31.125 Euro	Abzüglich Sicherheitsabschlag gemäß BelWertV (10 Prozent)	615.940 Euro
- Mietausfallwagnis (4 Prozent des Rohertrags)	29.592 Euro	Zwischensumme	5.543.460 Euro
Summe Bewirtschaftungskosten	82.911 Euro	Zuzüglich Baunebenkosten gemäß BelWertV (16 Prozent)	886.954 Euro
Entspricht in Prozent des Rohertrags	11,2 Prozent	Gebäudewert	6.430.414 Euro
Mindestbewirtschaftungskosten laut BelWertV	15,0 Prozent	Bodenwert	3.120.000 Euro
Anzusetzende Bewirtschaftungskosten	110.970 Euro	Sachwert	9.550.414 Euro
Jahresreinertrag	628.830 Euro	Sachwert (abgerundet)	9.550.000 Euro
Kapitalisierungszins: 6 Prozent			
Bodenwertverzinsung	187.200 Euro	Ertragswert / Sachwert - 1	6,83 Prozent
Gebäudereinertrag	441.630 Euro	Da der Sachwert mit nur 6,83 Prozent unter dem Ertragswert liegt, ist der Ertragswert (abgerundet) ausschlaggebend für den Beleihungswert der Immobilie (das heißt, die Nachhaltigkeit der Einnahmen aus der Immobilien braucht nicht gesondert überprüft zu werden, weil der Sachwert den Ertragswert um nicht mehr als 20 Prozent unterschreitet)	
Gebäudeertragswert*	7.136.741 Euro		
Bodenwert	3.120.000 Euro		
Ertragswert	10.256.741 Euro	Beleihungswert (Ertragswertobjekt)	10.250.000 Euro
Ertragswert (abgerundet)	10.250.000 Euro	Indeckungnahme (Beleihungsgrenze 60 Prozent)	6.150.000 Euro

Quelle: vdp, Darstellung DZ BANK Research, * Kapitalisierungszins 6 Prozent, Restnutzungsdauer 60 Jahre, Vervielfältiger 16,16 BelWertV (Beleihungswertermittlungsverordnung)

Moody's hebt auch sowohl die im internationalen Vergleich strenge LTV-Grenze von 60 Prozent als auch die konservativen Bewertungsvorschriften über die Beleihungswertermittlungsverordnung positiv hervor. In der Studie „German Mortgage Covered Bonds: Pfandbrief Act is Conservative in its Treatment of Rising House Prices“ (vom 24. Juni 2013) werden diese Stärken anhand eines Zahlenbeispiels verdeutlicht. Das Beleihungswertkonzept führt in einem Immobilienmarkt mit steigenden Marktpreisen nach und nach zum Aufbau von Bewertungsreserven, die letztlich die Sicherheit der Pfandbriefgläubiger erhöhen (siehe erstes Beispiel in der folgenden Tabelle). In anderen Ländern können Hauspreissteigerungen dazu genutzt werden, den deckungsfähigen Teil des Darlehens zu erhöhen. Insofern führen Hauspreissteigerungen zu einer (mehr oder weniger automatischen) Ausweitung der Deckungsmasse (siehe zweites Beispiel in der folgenden Tabelle), wodurch der Aufbau von stillen Bewertungsreserven wie im Falle des deutschen Beleihungswertkonzepts verhindert wird.

Auch Moody's hebt das Beleihungswertkonzept positiv hervor

BELEIHUNGSWERTKONZEPT KANN ZU BEWERTUNGSRESERVEN FÜHREN

	Beispiel 1: Ohne Neubewertung der Immobilie	Beispiel 2: Mit Neubewertung der Immobilie
LTV-Grenze	60 Prozent	60 Prozent
Darlehenssumme	90	90
Ausgangssituation:		
- Immobilienwert	100	100
- Anrechenbares Darlehensvolumen für die Deckungsmasse	60 (= 100 * 60 Prozent)	60 (= 100 * 60 Prozent)
Um wie viel Prozent kann der Hauspreis fallen, bevor die Deckungsmasse im Fall einer Verwertung der Immo- bilie Verluste erleiden würde	40 Prozent (= (100 – 60)/100)	40 Prozent (= (100 – 60)/100)
Nach einer Hauspreissteigerung um 50 Prozent:		
- Neuer Immobilienwert	150	150
- Anrechenbares Darlehensvolumen für die Deckungsmasse	60 (= 100 * 60 Prozent)	90 (= 150 * 60 Prozent)
Um wie viel Prozent kann der Hauspreis fallen, bevor die Deckungsmasse im Fall einer Verwertung der Immo- bilie Verluste erleiden würde	60 Prozent (= (150 – 60)/150)	40 Prozent (= (150 – 90)/150)

Quelle: Moody's, Darstellung DZ BANK Research

Wie bei Öffentlichen Pfandbriefen gibt es auch für Hypothekenpfandbriefe zusätzlich zu den zuvor genannten Anforderungen an die Deckungswerte geografische Restriktionen. So müssen die Forderungen in Deckung im Europäischen Wirtschaftsraum, Australien, Japan, Kanada, Neuseeland, der Schweiz, Singapur oder den Vereinigten Staaten von Amerika belegen sein. Forderungen gegenüber britischen Schuldner, die zum Zeitpunkt des Austritts Großbritanniens in der Deckungsmasse sind, bleiben bestandsgeschützt. Es ist bereits gesetzlich geregelt, dass Großbritannien nach dem vollzogenen Brexit außerdem in die Liste der deckungsfähigen Drittländer aufgenommen wird, sodass neue Forderungen aus Großbritannien auch nach dem vollzogenen Brexit deckungsfähig sein können. Für neue britische Deckungswerte muss allerdings das Insolvenzvorrrecht der Pfandbriefgläubiger sichergestellt werden, wenn sie nicht auf die einschlägige 10-Prozent-Grenze angerechnet werden sollen.

Wie bereits erwähnt, können nur Hypotheken als Deckungswerte eingesetzt werden, die auf Grundstücken, grundstücksgleichen Rechten oder solchen Rechten einer ausländischen Rechtsordnung lasten, die mit grundstücksgleichen Rechten deutschen Rechts vergleichbar sind. Der vdp hat 2005 einen runden Tisch ins Leben gerufen, der sich regelmäßig mit dem internationalen Vergleich von Grundpfandrechten beschäftigt. Die Vorgehensweise wird im Artikel von Andreas Luckow „Grundpfandrechte – internationaler Vergleich auf einen Blick“ in der Zeitschrift Immobilien & Finanzierung Ausgabe 03 – 2016 dargelegt. Eine ausführliche Darstellung findet sich im Band 54 der vdp Schriftenreihe „Grundpfandrechte 2016 in Europa und darüber hinaus“. Die Analyse ist gut durchdacht und sehr fundiert. Das internationale Expertengremium am runden Tisch bearbeitet für jedes Land einen standardisierten Fragenkatalog. Die Antworten werden im Rahmen eines Scoring-Verfahrens ausgewertet, um damit einen Vergleich der Rechtssysteme zu ermöglichen. Beim Vergleich werden vier verschiedene Perspektiven betrachtet, die abschließend zu einem Gesamtwert verdichtet werden. Bei den vier Perspektiven werden zunächst die unterschiedlichen Interessen der kreditgebenden Bank, des Kreditnehmers, der nachrangigen sowie der unbesicherten Gläubiger und der allgemeinen Verwendbarkeit der Grundpfandrechte getrennt voneinander gewürdigt.

Geografische Restriktionen**Ausländische Grundpfandrechte
müssen mit solchen nach deutschem
Recht vergleichbar sein**

- » Perspektive der Bank/Verwertung des Grundpfandrechts: Hier geht es um die Frage, wie schnell der Inhaber eines Grundpfandrechts die Sicherheit verwerten kann und den Erlös entsprechend seines Ranges erhält.
- » Perspektive des Eigentümers der Immobilie: Das Interesse des Eigentümers der Immobilie steht dem Interesse der kreditgebenden Bank bei der Frage der Verwertung diametral gegenüber. Jede Rechtsordnung versucht einen Interessenausgleich herzustellen, um erforderlich werdende Verwertungen verhältnismäßig zu gestalten.
- » Perspektive der Bank/Verwendbarkeit des Grundpfandrechts: Die Interessen von Kreditnehmer und -geber sind bezüglich der Verwendbarkeit eines Grundpfandrechts eher gleichgerichtet. Bei diesem Punkt geht es darum, wie flexibel das Grundpfandrecht eingesetzt werden kann. Kann ein Grundpfandrecht zum Beispiel für mehrere Forderungen eingesetzt werden? Der runde Tisch des vdp kommt hier zu dem Ergebnis, dass nicht-akzessorische Grundpfandrechte, die eine Trennung von Darlehensforderung und Grundpfandrecht vorsehen und die über eine Sicherheitsvereinbarung verknüpft werden, entscheidende Vorteile bieten.
- » Perspektive Gesetzgeber: Hier werden die Aspekte erfasst, wie der Gesetzgeber den Interessenausgleich zwischen den beteiligten Parteien gestaltet hat und die Rechte nachrangig gesicherter oder ungesicherter Gläubiger schützt.

Verwertung des Grundpfandrechts

Berücksichtigung der Interessen des Kreditnehmers

Vorteile für nicht akzessorische Grundpfandrechte

Ausgestaltung des Interessenausgleichs

Deutliche Unterschiede in den einzelnen Rechtssystemen

Gebäudeversicherungen sind Pflicht

In der Gesamtbetrachtung des runden Tisches des vdp schneiden die Grundpfandrechte, die als Sicherungsinstrumente letztlich die Grundlage für die Sicherheit der Hypothekendarlehen bilden, in Deutschland, Norwegen, Schweden und der Schweiz besonders gut ab. Demgegenüber werden die Grundpfandrechte in Belgien, Italien und der Slowakei am schwächsten bewertet (Stand 2017). Die aufwendige, detaillierte und sehr fundierte Analyse des runden Tisches zeigt, wie vielschichtig die Rolle der Grundpfandrechte ist. Die Analysen zeigen außerdem, wie stark sich die einzelnen Rechtssysteme unterscheiden können und dass sich ein genauerer Blick auf diese Fragen lohnt.

Das Pfandbriefgesetz verlangt eine Versicherungspflicht gegen die nach Art und Lage des Gebäudes bestehenden Risiken, wenn Darlehen in der Deckungsmasse mit diesen Immobilien besichert sind. Nach Insolvenz der Pfandbriefbank kommen die Versicherungsleistungen den Pfandbriefgläubigern zu gute. Diese allgemeine Anforderung an Gebäudeversicherungen muss in der Praxis mit Leben gefüllt werden, wobei sich im internationalen Kreditgeschäft und durch Veränderungen in der Versicherungswirtschaft immer wieder neue Herausforderungen für die Pfandbriefbanken ergeben. Schäden an Gebäuden durch Erdbeben sowie andere Naturkatastrophen wie Wirbelstürme und Überschwemmungen können beispielsweise häufig nicht zum Wiederherstellungswert der Immobilien versichert werden. Mit statistischen Methoden können aber je nach Standort der Gebäude recht zuverlässige Vorhersagen für mögliche Höchstwerte bei Gebäudeschäden je nach Bausubstanz getroffen werden (Probable Maximum Loss, kurz PML). Anhand des PMLs können sodann die Versicherungssummen festgelegt werden. Unternehmen, die mehrere Gebäude besitzen, schließen häufig eine Gruppenversicherung (Blanket Insurance) für mehrere Immobilien ab. Wenn sich die Gebäude zum Beispiel an verschiedenen Standorten befinden, richtet sich der Versicherungssumme einer Police nicht nach der einfachen Addition der Gebäudewerte. Die Versicherungssumme kann aufgrund einer nicht perfekten Korrelation der Eintrittswahrscheinlichkeiten für beispielsweise Brandschäden an allen Immobilien gleichzeitig geringer ausfallen.

Einige Immobilienbesitzer vereinbaren für ihre Gebäudeversicherungen darüber hinaus Selbstbehalte, die darauf abzielen, die Versicherungsprämien zu verringern. Das Pfandbriefgesetz trägt diesen Gesichtspunkten Rechnung, indem es drei Optionen hinsichtlich der Versicherungshöhe zulässt:

- » erwartete Wiederherstellungskosten des Gebäudes,
- » einen Schadenswert, der mit hoher Wahrscheinlichkeit nicht überschritten wird,
- » die jeweils ausstehende Darlehensforderung.

Für eine ausführlichere Darstellung dieses Themas siehe den Artikel von Andreas Luckow „Neuregelung der Gebäudeversicherung bei Deckungswerten für Hypothekenpfandbriefe“ in Immobilien & Finanzierung, Ausgabe 03 – 2015.

Schiffspfandbriefe

Darlehensforderungen, die durch Schiffshypotheken besichert sind, qualifizieren sich als ordentliche Deckungswerte für Schiffspfandbriefe. Dabei kommen nur Schiffe sowie Schiffsbauwerke in Frage, die in einem öffentlichen Register eingetragen sind. Die Beleihung darf nicht weiter als bis zum 20. Lebensjahr des Schiffes reichen. Die Aufsichtsbehörde kann in Einzelfällen Ausnahmen zulassen. Darlehen, die mit im Ausland registrierten Schiffen oder Schiffsbauwerken gesichert sind, können unter bestimmten, im Pfandbriefgesetz definierten Voraussetzungen ebenfalls in die Deckungsmasse aufgenommen werden. Die Schiffe und Schiffsbauwerke müssen darüber hinaus während der gesamten Darlehenslaufzeit in Höhe von mindestens 110 Prozent der jeweils ausstehenden Darlehensforderung versichert sein.

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

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

Selbstbehalt reduzieren Versicherungsprämien

Rechte an Schiffen und Schiffsbauwerken

Beleihungswertgrenze von 60 Prozent und Versicherungspflicht

Aktueller Marktwert

Durchschnittlicher Marktwert

Neubaupreis

Kaufpreis

Der Schiffsbeleihungswert darf nicht höher als der aktuelle beziehungsweise der durchschnittliche Marktwert des Schiffes sein. Wenn der durchschnittliche Marktwert

Schiffsbeleihungswertermittlung nutzt das Niederstwertprinzip

nicht für die vergangenen zehn Jahre ermittelt werden kann, müssen zusätzliche Sicherheitsabschläge in Höhe von 15 Prozent (wenn sich der Durchschnitt auf weniger als zehn aber mehr als drei Jahre bezieht) beziehungsweise 25 Prozent (wenn sich der Durchschnitt auf drei Jahre oder weniger bezieht) berücksichtigt werden. Sind weder aktueller noch durchschnittlicher Marktwert zu ermitteln, so ist ein angemessenes Verfahren zu verwenden, wobei der Schiffsbeleihungswert nicht den um 25 Prozent verminderten Neubaupreis beziehungsweise Kaufpreis übersteigen darf.

Der Schiffsbeleihungswert sollte den langfristigen Wert des Schiffs widerspiegeln. Besteht jedoch Anlass, dass sich später die zugrunde liegenden Annahmen bei der Wertermittlung nicht unerheblich verschlechtert haben, so sind diese zu überprüfen und bei Bedarf zu korrigieren. Dies gilt laut Schiffsbeleihungswertermittlungsverordnung insbesondere in den Fällen, in denen das allgemeine Preisniveau auf dem jeweiligen Schiffsmarkt stark gesunken ist. Ähnlich wie bei Immobilienkrediten bleiben andere Vorschriften zur weitergehenden Verpflichtung zur Überprüfung des Beleihungswerts für Schiffe durch die Schiffsbeleihungswertermittlungsverordnung unberührt.

Flugzeugpfandbriefe

Darlehensforderungen, die durch ein dingliches Recht an Flugzeugen gesichert sind, qualifizieren sich als ordentliche Deckungswerte für Flugzeugpfandbriefe. Es kommen nur Flugzeuge in Frage, die in einem öffentlichen Register eingetragen sind. Das Registerpfandrecht oder die ausländische Flugzeughypothek muss sich dabei auch auf die Triebwerke erstrecken, die einen Großteil des Flugzeugwerts ausmachen. Analog zu den Schiffshypotheken darf die Beleihung des Flugzeugs nicht weiter als bis zum 20. Lebensjahr des Flugzeugs reichen. Die Aufsichtsbehörde kann in Einzelfällen Ausnahmen zulassen. Darlehen, die mit im Ausland registrierten Flugzeugen gesichert sind, können unter bestimmten, im Pfandbriefgesetz definierten Voraussetzungen ebenfalls in die Deckungsmasse aufgenommen werden. Die Flugzeuge müssen während der gesamten Darlehenslaufzeit in Höhe von mindestens 110 Prozent der jeweils ausstehenden Darlehensforderung versichert sein.

Wie bei Immobilien- und Schiffsfinanzierungen besteht auch für Flugzeugfinanzierungen eine Beleihungswertgrenze von 60 Prozent für die in der Deckungsrechnung anrechenbaren Forderungen. Auch für den zugrunde liegenden Beleihungswert der Sicherheiten bei Flugzeugpfandbriefen gibt es explizite Vorschriften in der Flugzeugbeleihungswertermittlungsverordnung, wobei diese Vorschriften analog zu denen für Schiffe sind. Der Beleihungswert für die Flugzeuge muss von einem unabhängigen und sachverständigen Gutachter bestimmt werden. Bei der Wertermittlung müssen die langfristigen Merkmale des Flugzeugs im Vordergrund stehen. Im Unterschied zu der Beleihungswertermittlung von Schiffen werden bei Flugzeugen im Wesentlichen der Marktpreis und der durchschnittliche Marktpreis der vergangenen zehn Jahre betrachtet sowie der Wert bei ausgeglichenen Marktbedingungen und einem durchschnittlichen Zustand des Flugzeugs (geschätzter Wert des Flugzeugs, der den Wartungszustand der Maschine berücksichtigt). Der Beleihungswert darf keinen dieser drei Werte überschreiten. Wenn der durchschnittliche Marktpreis nicht für die letzten zehn Jahre vorliegt, wird der Wert auf Grundlage des durchschnittlichen Zustands des Flugzeugs für den Beleihungswert zugrunde gelegt, wobei hiervon ein Abschlag von 10 Prozent zu berücksichtigen ist. Analog zur Wertermittlung bei Immobilien und Schiffen ist auch die Wertermittlung bei Flugzeugen gegebenenfalls zu überprüfen. Die Flugzeugbeleihungswertermittlungsverordnung nennt in diesem Zusammenhang starke Preisschwankungen für Flugzeuge als einen Grund, welcher eine Neubewertung notwendig machen könnte. Andere Vorschriften zur weitergehenden Verpflichtung zur Überprüfung des Beleihungswerts für Flugzeuge bleiben durch die Flugzeugbeleihungswertermittlungsverordnung unberührt.

Preisverfall kann Neubewertung auslösen

Rechte an Flugzeugen, die sich auch auf die Triebwerke erstrecken

Unabhängiger Sachverständiger ermittelt den Wert des Flugzeugs

Transparenzvorschriften zu Quartalsberichten

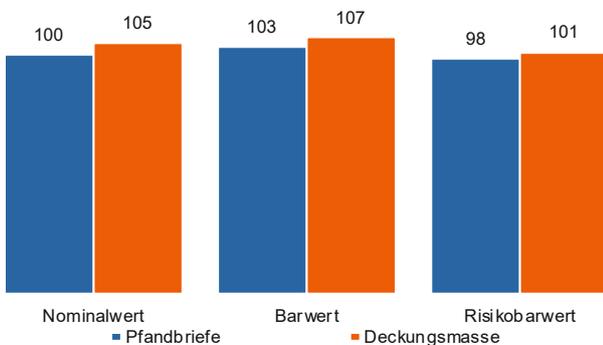
Der Gesetzgeber versucht, den seit einigen Jahren gestiegenen Informationsbedürfnissen der Investoren Rechnung zu tragen, indem die bestehenden Publikationspflichten der Pfandbriefemittenten immer wieder erweitert werden, um die Transparenz für die Marktteilnehmer bezüglich der Zusammensetzung der Deckungsmassen zu verbessern. Jede Pfandbriefbank ist verpflichtet, in einer öffentlich zugänglichen Form einmal pro Quartal den Mindestkatalog an Informationen über die umlaufenden Pfandbriefe und die Deckungswerte zu veröffentlichen. Das Pfandbriefgesetz verlangt zum Beispiel, dass die Pfandbriefbank für jede Pfandbriefart den Gesamtbetrag der begebenen Pfandbriefe sowie der entsprechenden Deckungsmassen in Höhe des Nennwerts und Barwerts sowie auch den Risikobarwert aus der Barwertrechnung anzugeben hat. Beim Risikobarwert ist nur das Ergebnis aus dem Stressszenario anzugeben, dass zur geringsten Überdeckung führt. Darüber hinaus sind die Laufzeitstruktur (nach Zinsbindung) der Pfandbriefe sowie der Deckungsmassen nach vorgegebenen Laufzeitbändern aufgegliedert aufzuführen. Die Deckungswerte und Pfandbriefe mit einer Zinsbindungsfrist von bis zu 24 Monaten werden in vier Abschnitten von je sechs Monaten ausgewiesen. Danach folgen drei weitere Laufzeitenbänder von je einem Jahr bis zur Zinsbindung von höchstens fünf Jahren. Die letzten zwei Laufzeitenbänder sind fünf bis zehn Jahre und mehr als zehn Jahre. Um den Investoren ein Gefühl für eventuell bestehende Zins- oder Währungsinkongruenzen im Rahmen des Pfandbriefgeschäfts der Bank zu geben, enthalten die Pflichtveröffentlichungen die Verteilung der Deckungsmasse und der umlaufenden Pfandbriefe nach fester und variabler Verzinsung. Außerdem muss der Netto-Barwert offener Währungspositionen zwischen Deckungswerten und Pfandbriefen veröffentlicht und der aktuelle Wert (Nettobarwert) der Derivate in den Deckungsmassen ausgewiesen werden.

Gesetzlicher Standard bei Pflichtangaben

Für jede Pfandbriefart muss der Gesamtbetrag der leistungsgestörten Forderungen (mehr als 90 Tage im Rückstand) separat angegeben werden. In dieser Rechnung werden ausschließlich Kredite berücksichtigt, bei denen die rückständigen Leistungen mindestens 5 Prozent der Gesamtforderung des betroffenen Kredits ausmachen. Außerdem ist auch die geografische Verteilung der Deckungsmasse nach Ländern anzugeben. Dabei müssen Angaben nach ordentlichen und weiteren Deckungswerte getrennt gemacht werden.

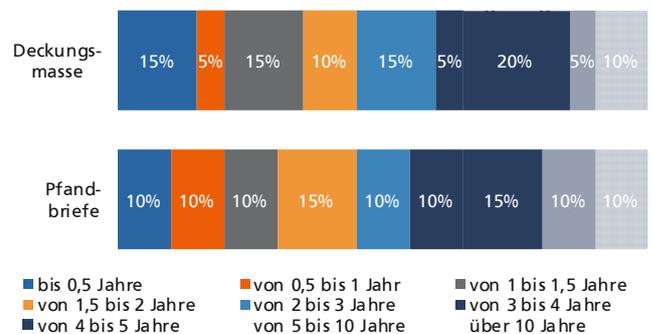
Informationen zu leistungsgestörten Forderungen und geografische Verteilung

VOLUMENSANGABEN ZUR DECKUNGSMASSE UND UMLAUFENDEN PFANDBRIEFEN
WILLKÜRLICHES ZAHLENBEISPIEL, ANGABEN IN EURO



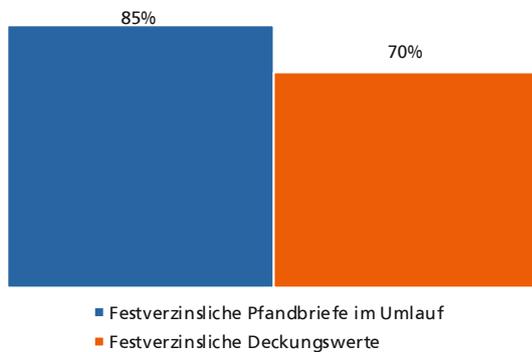
Quelle: DZ BANK Research

VERTEILUNG DER DECKUNGSMASSE UND DER UMLAUFENDEN PFANDBRIEFE NACH ZINSBINDUNG
WILLKÜRLICHES ZAHLENBEISPIEL



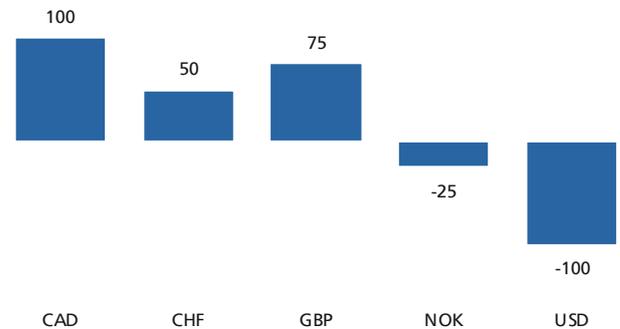
Quelle: DZ BANK Research

ANGABEN ZUR VERZINSUNG DER DECKUNGSMASSE UND DER UMLAUFDEN PFANDBRIEFE
WILLKÜRLICHES ZAHLENBEISPIEL



Quelle: DZ BANK Research

ANGABEN ZU WÄHRUNGSINKONGRUENZENZEN ZWISCHEN DEN PFANDBRIEFEN UND DER DECKUNGSMASSE
WILLKÜRLICHES ZAHLENBEISPIEL, NETTOBARWERT IN EURO



Quelle: DZ BANK Research

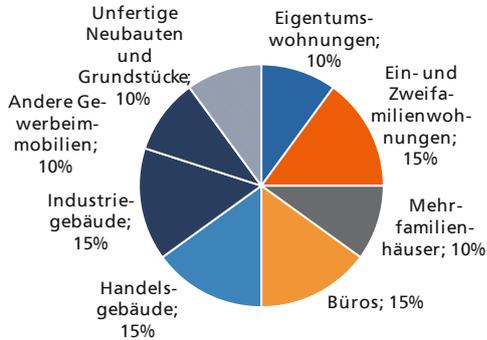
Über die Höhe der Vermögenswerte, die zwar in der Deckungsmasse enthalten sind, gegen die jedoch aufgrund von Beschränkungen oder Höchstgrenzen im Pfandbriefgesetz keine Pfandbriefe emittiert werden dürfen, werden ebenfalls Angaben gemacht. Ein Beispiel dafür sind weitere Deckungswerte, deren prozentualer Anteil an der Deckungsmasse über das Pfandbriefgesetz begrenzt ist. Sollte zum Beispiel der Anteil der weiteren Deckungswerte an der Deckungsmasse über der gesetzlichen Höchstgrenze liegen, so werden diese überschüssigen weiteren Deckungswerte gesondert ausgewiesen. Darüber hinaus ist auch der Umfang der Forderungen außerhalb des Europäischen Wirtschaftsraums, bei denen das Konkursvorrecht der Pfandbriefgläubiger nicht zweifelsfrei sichergestellt ist, in der Deckungsmasse begrenzt. Bei Überschreiten dieser Grenzen müssen die Pfandbriefbanken hierüber Auskunft geben. Es gibt darüber hinaus weitere regelmäßige Pflichtangaben je Pfandbriefart.

Gesonderter Ausweis von Vermögenswerten, die über Grenzwerten liegen

Die Verteilung der Immobilienkredite in der Deckungsmasse für Hypothekendarlehen muss nach Objekttyp und nach Volumen der Darlehensforderungen erfolgen. Für die Kredite in der Deckungsmasse muss auch der volumengewichtete Durchschnitt der seit der Kreditvergabe verstrichenen Laufzeit der Darlehen angegeben werden. Diese Zahl wird nicht aufgeteilt nach Eigenheim- und Gewerbeimmobilienfinanzierungen, sondern für alle Immobilienfinanzierungen insgesamt ausgewiesen. Das Kreditalter (oder Seasoning) ist vor allem bei Eigenheimfinanzierungen eine interessante Kenngröße. Es existieren Erfahrungswerte und Statistiken, die den Schluss nahelegen, dass je länger ein privater Haushalt seinen Kredit bedient, die Wahrscheinlichkeit einer Leistungsstörung für diesen Kreditnehmer über die Zeit abnimmt. Eine getrennte Darstellung des Seasonings für Eigenheim- und Gewerbeimmobilienfinanzierungen wäre aus unserer Sicht prinzipiell besser. Allerdings stellt sich in diesem Zusammenhang auch die ganz praktische Frage, wie man Immobilien mit gemischter Nutzung konkret zuordnen sollte. Ein Grenzfall könnte beispielsweise ein selbstständiger Architekt sein, der seine Wohnung und Büro in ein und demselben Gebäude hat, das als Sicherheit für den Kredit dient.

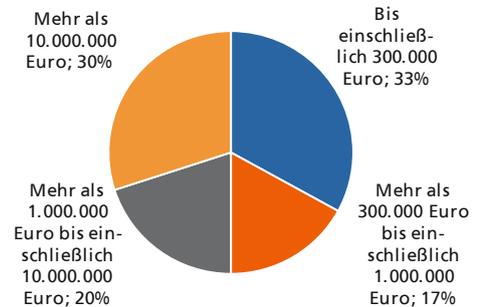
Spezielle Angaben zu Hypothekendarlehen

FÜR HYPOTHEKENPFANDBRIEFE: VERTEILUNG DER IMMOBILIENKREDITE DER DECKUNGSMASSE NACH OBJEKTTYP
WILLKÜRLICHES ZAHLENBEISPIEL



Quelle: DZ BANK Research

FÜR HYPOTHEKENPFANDBRIEFE: VERTEILUNG DER DARLEHEN NACH GRÖßENKLASSEN
WILLKÜRLICHES ZAHLENBEISPIEL



Quelle: DZ BANK Research

Die Pfandbriefbanken sind außerdem verpflichtet, für die Deckungsmasse ihrer Hypothekendarlehen den durchschnittlichen Beleihungsauslauf regelmäßig zu berichten. In der nachstehenden Tabelle geben wir ein Berechnungsbeispiel für den durchschnittlichen Beleihungsauslauf zur Illustration wieder.

Berechnungsbeispiel für den durchschnittlichen Beleihungsauslauf

Für die Berechnung des Beleihungsauslaufs eines Darlehens wird die Darlehensvaluierung herangezogen und ins Verhältnis zum Beleihungswert des Grundstücks beziehungsweise der Immobilie gesetzt, wobei eventuelle Vorlasten in diese Rechnung eingehen. Nur die Teile des Darlehens, die im Rahmen der Deckungsrechnung berücksichtigt werden, sind Teil dieser Beleihungsauslaufrechnung. Das heißt, der Beleihungsauslauf je Darlehen wird nie über der gesetzlich festgelegten Höchstgrenze von 60 Prozent liegen. Die Darlehen werden mit der jeweils aktuellen Darlehensvaluierung gewichtet. Im angeführten Beispiel (unter der Annahme, dass alle Darlehen soweit wie möglich in der Deckungsmasse sind) ergibt sich ein durchschnittlicher Beleihungsauslauf von 59,2 Prozent.

Gewichtung mit Darlehensvolumen

BERECHNUNGSBEISPIEL ZUM BELEIHUNGS AUSLAUF

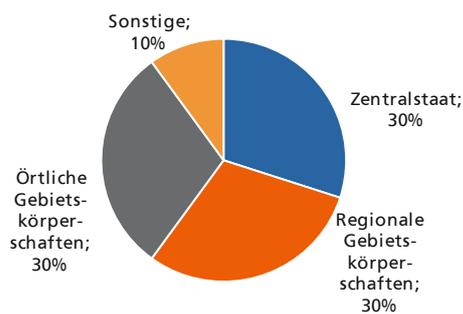
	Finanzierung 1	Finanzierung 2
Erstrangige Hypothek	20	400
Zweitrangige Hypothek	80	600
Beleihungswert	100	1.000
Valutierung des erstrangig besicherten Darlehens	20	400
Valutierung des zweitrangig besicherten Darlehens	30	550
Beleihungsauslauf erstrangiges Deckungsdarlehen*	20 Prozent	40 Prozent
Beleihungsauslauf zweitrangiges Deckungsdarlehen**	50 Prozent	60 Prozent

Quelle: DZ BANK Research, * Beleihungsauslauf für das erstrangige Darlehen: Valutierung des erstrangigen Darlehens im Verhältnis zum Beleihungswert. ** Beleihungsauslauf für das zweitrangige Darlehen: Valutierung des zweitrangigen Darlehens plus den Wert der erstrangigen Hypothek im Verhältnis zum Beleihungswert. Für beide gilt eine absolute Obergrenze von 60 Prozent (gesetzliches Limit für die Anerkennung von Hypotheken als Sicherheiten in der Deckungsmasse von Hypothekenpfandbriefen).

Für Öffentliche Pfandbriefe muss die Verteilung der Kommunal- und Staatskredite in der Deckungsmasse nach Kreditnehmertyp entsprechend der Gliederungsebene der Gebietskörperschaft erfolgen. Außerdem muss offengelegt werden, wie hoch der Anteil von Exportfinanzierungen mit öffentlicher Garantie in der Deckungsmasse ist. Es wird zwar nicht explizit zugeordnet, welche staatliche Ebene die Exportfinanzierungen garantiert. Allerdings ist davon auszugehen, dass in der Regel bei öffentlich garantierten Exportfinanzierungen die Zentralregierung für die Erfüllung der Darlehensforderungen haftet. Die Forderungen müssen auch nach Größengruppen aufgliedert werden, allerdings gilt dabei im Vergleich zu den Hypothekenpfandbriefen eine andere Einteilung dieser Gruppen.

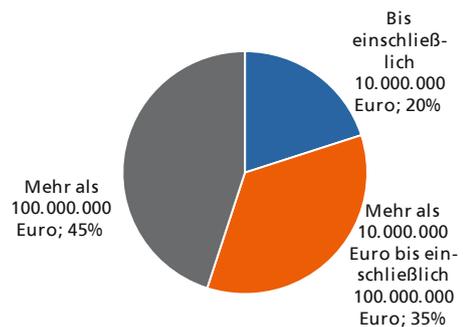
Anteil von öffentlich garantierten Exportfinanzierungen muss offengelegt werden

FÜR ÖFFENTLICHE PFANDBRIEFE: VERTEILUNG DER STAATSKREDITE DER DECKUNGSMASSE NACH KREDITNEHMERTYP
WILLKÜRLICHES ZAHLENBEISPIEL



Quelle: DZ BANK Research

FÜR ÖFFENTLICHE PFANDBRIEFE: VERTEILUNG DER DARLEHEN NACH GRÖßENKLASSEN
WILLKÜRLICHES ZAHLENBEISPIEL



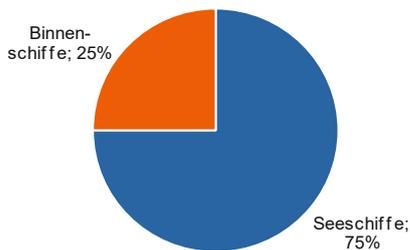
Quelle: DZ BANK Research

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

Wenig Details bei Flugzeug- und Schiffspfandbriefen

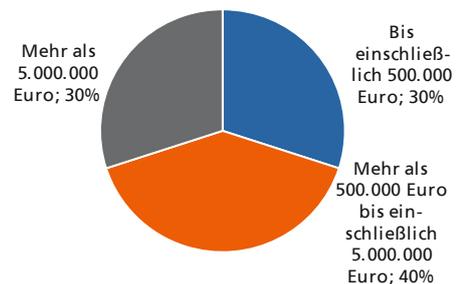
Pfandbriefen andere Größenkategorien gelten. Die Pfandbriefbanken, die Flugzeug- und Schiffspfandbriefe auflegen, stellen in Investorenpräsentationen häufig detaillierte Angaben zur Deckungsmasse dar und gehen damit über die gesetzlichen Vorgaben hinaus. Der geringe gesetzliche Detaillierungsgrad bei diesen Pfandbrieftypen mag der Tatsache geschuldet sein, dass es sich in beiden Fällen um Nischenprodukte im Pfandbriefmarkt handelt.

FÜR SCHIFFSPFANDBRIEFE: VERTEILUNG NACH SCHIFFSTYP
WILLKÜRLICHES ZAHLENBEISPIEL



Quelle: DZ BANK Research

FÜR FLUGZEUG- UND SCHIFFSPFANDBRIEFE: VERTEILUNG DER DARLEHEN NACH GRÖßENKLASSEN
WILLKÜRLICHES ZAHLENBEISPIEL



Quelle: DZ BANK Research

Der vdp stellt über seine [Internetseite](#) seit Jahren die Pflichtangaben seiner Mitgliedsinstitute zu deren Pfandbriefprogrammen in einer standardisierten Form zur Verfügung. Für mehr als die Hälfte der vdp-Mitgliedsbanken gibt es auf der Internetseite des Pfandbriefverbands inzwischen auch Berichte, die dem international harmonisierten Berichtstandard (Harmonised Transparency Template, kurz HTT) entsprechen. Die Berichterstattung im HTT-Format ist Voraussetzung, um das vom European Covered Bond Council (ECBC) initiierte Covered Bond Label zu erlangen. Nur wenige deutsche Pfandbriefbanken haben das Covered Bond Label. Die Mehrheit der vdp-Pfandbriefbanken ergänzt ihre gesetzlichen Pflichtangaben freiwillig mit quartalsweisen Berichten im HTT-Format, auch ohne das Covered Bond Label zu führen. Ausführliche Informationen zu den Deckungsmassen einzelner Pfandbriefbanken finden Sie auch im „Covered Bond Monitor: Deutschland“ des DZ BANK Research.

Informationen zentral über Internetseiten der Bankverbände verfügbar

Unabhängige Kontrolle durch den Treuhänder

Für die Kontrolle der Einhaltung der gesetzlichen Deckungsanforderungen wurde bereits 1899 mit dem Treuhänder eine neue Rechtsfigur im deutschen Pfandbriefrecht entwickelt. Bei jeder Pfandbriefbank sind – damals wie heute – ein Treuhänder und mindestens ein Stellvertreter für den Treuhänder zu bestellen, die die ordnungsgemäße Führung des Deckungsregisters sowie die vorschriftsmäßige Deckung der Pfandbriefe prüfen. Die Bestellung erfolgt durch die BaFin nach Anhörung der Pfandbriefbank. Der Treuhänder wacht unabhängig über die Einhaltung der gesetzlichen und aufsichtsrechtlichen Vorschriften bezüglich der Deckung der Pfandbriefe. Die Pfandbriefbank darf nur mit Genehmigung des Treuhänders neue Pfandbriefe emittieren oder Vermögensgegenstände aus der Deckungsmasse entnehmen. Vor Ausgabe neuer Pfandbriefe hat der Treuhänder zu bescheinigen, dass auch nach der Neuemission ausreichend Deckung zur Erfüllung der gesetzlichen Vorgaben vorhanden ist.

Treuhänder prüft fortlaufend die Einhaltung der gesetzlichen Vorgaben

Damit der Treuhänder seine Aufgaben erfüllen kann, darf er jederzeit Einsicht in die pfandbriefrelevanten Unterlagen der Bank und Auskünfte über deren ausstehende

Weitreichende Informationsrechte

Pfandbriefe und die im Deckungsregister eingetragenen Werte verlangen. Das Pfandbriefgesetz regelt außerdem, dass sowohl der Treuhänder als auch seine Stellvertreter über entsprechende Fachkenntnisse und Erfahrungen verfügen müssen, die zur Erfüllung ihrer Aufgaben notwendig sind. Eine formelle Anforderung an seine Qualifikation, wie zum Beispiel die offizielle Zulassung als Steuerberater oder Wirtschaftsprüfer, wird im Pfandbriefgesetz nicht explizit vorgeschrieben. Das Gesetz spricht lediglich die Vermutung aus, dass die Qualifikation als Wirtschaftsprüfer oder vereidigter Buchprüfer hierfür ausreichend ist.

Besondere öffentliche Aufsicht durch die BaFin

Zusätzlich zur unabhängigen Kontrolle durch den Treuhänder übt auch die BaFin eine besondere öffentliche Aufsicht über die Pfandbriefgeschäfte einer Bank aus. Pfandbriefemittenten stehen somit nicht nur als Bank unter der Aufsicht der relevanten Bankaufsichtsbehörde wie zum Beispiel der EZB, sondern auch unter einer besonderen öffentlichen Aufsicht durch die BaFin hinsichtlich des Pfandbriefgeschäfts. Die BaFin ist befugt, alle Anordnungen zu treffen, die geeignet und erforderlich sind, um das Geschäft der Pfandbriefbanken mit dem Pfandbriefgesetz und den dazu erlassenen Rechtsverordnungen im Einklang zu erhalten. Von zentraler Bedeutung ist das Recht der Aufsicht, stichprobenartig die Deckung der Pfandbriefe und damit die Einhaltung der gesetzlichen Vorgaben zu prüfen. Diese Prüfungen erfolgen in der Regel nach jeweils zwei Jahren (siehe hierzu auch den Artikel „Die Aufsicht über Pfandbriefbanken“ in der vdp Publikation „Der Pfandbrief 2013/ 2014 - Fakten und Daten zu Europas führenden Covered Bond“).

Weiterhin kann die BaFin jederzeit eigene Maßnahmen treffen, wie zum Beispiel den Erlass von Anweisungen für die Geschäftsführung oder die Bestellung von Aufsichtspersonen in Bezug auf die Deckungsmasse. Die BaFin schlägt auch spätestens bei Insolvenzeröffnung der Bank einen Sachwalter für die Deckungsmassen vor. Näheres zum Sachwalter und zu den Bestimmungen für den Insolvenzfall einer Pfandbriefbank finden Sie im Abschnitt „Sachwalter einer Pfandbriefbank mit beschränkter Geschäftstätigkeit“.

Im Rahmen der Europäischen Bankenunion hat die EZB im November 2014 die Aufsicht über einige, aber nicht alle, Pfandbriefbanken übernommen. Im Zuge des Meldewesens zur wirtschaftlichen Situation der Deckungsmassen hat die BaFin im Rahmen der besonderen Aufsicht für den deutschen Pfandbriefmarkt (auch für die Banken, für die die EZB die Verantwortung übernommen hat) gleichzeitig eine starke Stellung. Als zuständige Aufsichtsbehörde für das Pfandbriefgeschäft der deutschen Banken verfügt die BaFin über die Kompetenz, individuelle Deckungszuschläge (Deckungs-Add-Ons) für jede einzelne Deckungsmasse festzulegen. Dieser Deckungszuschlag soll per Verwaltungsakt angeordnet werden können, wenn die allgemein gesetzlich festgeschriebene Mindestüberdeckungsanforderung von der BaFin als nicht ausreichend angesehen wird, um die Risiken aufgrund der konkreten Zusammensetzung der Deckungsmasse abzudecken. Die Aufsicht soll damit auf Unterschiede in der Sicherstellung der Pfandbriefverbindlichkeiten individuell reagieren können. In der Begründung zu diesem Teil des Pfandbriefgesetzes werden unter anderen folgende Beispiele aufgeführt, die eine höhere Mindestdeckungsanforderung rechtfertigen könnten:

- » Es gibt erhebliche Abweichungen der Marktwerte der Vermögenswerte in der Deckungsmasse von den in der Deckungsrechnung verwendeten Wertansätzen
- » Hohe Risikokonzentrationen innerhalb der Deckungsmasse

Deckungsprüfung durch die BaFin in der Regel nach jeweils zwei Jahren

BaFin hat im Insolvenzfall des Emittenten ebenfalls eine Schlüsselrolle

Informationsrechte und Eingriffsmöglichkeiten der BaFin

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

Eine wesentliche Rolle bei der Festlegung der individuellen Deckungszuschläge dürften mögliche Inkongruenzen zwischen den umlaufenden Pfandbriefen und den Vermögenswerten der Deckungsmasse spielen. Schwierig zu beurteilen ist die zum Glück bislang rein hypothetische Frage, wie ein Insolvenzgericht nach Bestellung des Sachwalters die Frage einer möglichen Übertragung von Teilen der Deckungsmasse an die Insolvenzmasse entscheiden würde. Die Hürden zur Rückübertragung von Vermögen der Deckungsmasse sind hoch. Gleichzeitig ist eine mögliche öffentlich-rechtliche Festlegung einer individuellen Mindestüberdeckung für eine Pfandbriefbank durch die BaFin eine starke Aussage, die ein Insolvenzgericht bei der Entscheidung dieser Frage berücksichtigen dürfte.

Wird die Rückübertragung von freiwilliger Überdeckung wahrscheinlicher?

Sachwalter einer Pfandbriefbank mit beschränkter Geschäftstätigkeit

Die Deckungsmassen einer Pfandbriefbank werden nach Insolvenz des Emittenten zu Pfandbriefbanken mit beschränkter Geschäftstätigkeit. Der ursprüngliche Emittent bleibt trotz seiner Insolvenz Rechtsträger der Deckungsmasse. Diese wird nach Insolvenz der Pfandbriefbank nicht mehr durch dessen Vorstand, sondern durch einen Sachwalter vertreten. Das zuständige Gericht ernennt auf Antrag der BaFin eine oder zwei natürliche Personen als Sachwalter. Dieser kann auch bereits vor Insolvenz der Pfandbriefbank durch das zuständige Gericht bestellt werden, wenn die BaFin dies für nötig erachtet. Der Sachwalter führt das Pfandbriefgeschäft der Pfandbriefbank unabhängig von der Insolvenzmasse der Bank als insolvenzfreies Vermögen fort. Die Pfandbriefe werden mit Eröffnung des Insolvenzverfahrens gegen die Pfandbriefbank nicht automatisch fällig gestellt, sondern entsprechend der ursprünglich vereinbarten Laufzeit aus den Zahlungseingängen in die Deckungsmasse getilgt. Pfandbriefgläubiger nehmen außerdem nicht an einem eventuellen Restrukturierungsverfahren des Emittenten teil. Pfandbriefgläubiger müssen daher nicht auf Teile ihrer besicherten Forderungen verzichten (Bail-in), um damit einen Beitrag zur Rettung der Bank zu leisten.

Sachwalter führt das Pfandbriefgeschäft des insolvenzfreien Vermögens fort

Die Anzahl der Pfandbriefbanken mit beschränkter Geschäftstätigkeit korrespondiert mit der Anzahl der Deckungsmassen. Wenn eine Pfandbriefbank mehrere Register für Deckungsmassen führt, zum Beispiel ein Register für Öffentliche Pfandbriefe und eines für Hypothekendarlehen, so bleibt für jede Deckungsmasse eine „Pfandbriefbank mit beschränkter Geschäftstätigkeit“ nach Insolvenz des Emittenten bestehen. Der Sachwalter erledigt die Rechtsgeschäfte, die für die Abwicklung der Deckungsmasse bei vollständiger und fristgerechter Befriedigung der Pfandbriefgläubiger notwendig sind. Er darf die gesamte Deckungsmasse oder Teile davon zusammen mit den dagegen stehenden Pfandbriefen an eine andere solvente Pfandbriefbank übertragen. Die solvente Pfandbriefbank würde die Verbindlichkeiten aus den Pfandbriefen der ursprünglichen Pfandbriefbank und die Verwaltung der Deckungsmasse übernehmen. Sollte sich keine solvente Pfandbriefbank finden, die die Deckungsmassen zusammen mit den Pfandbriefen übernimmt, so werden die Deckungsmassen vom Sachwalter geordnet abgewickelt. Erst wenn alle Ansprüche der Pfandbriefgläubiger vollständig befriedigt sind, können eventuell verbleibende Deckungswerte an die Insolvenzmasse der Pfandbriefbank übertragen und zugunsten der anderen Bankgläubiger verwendet werden.

Übertragung der Deckungsmasse zusammen mit Pfandbriefen an dritte Pfandbriefbanken

Umwandlung von Pfandbriefen in Aktien während der großen Hypothekenbankkrise nach 1900

Die ersten Jahre des 20. Jahrhundert waren mit der „großen Hypothekenbankkrise“ verbunden, in der zwei Bankkonzerne, der Preußenbank-Konzern mit der Preußischen Hypotheken Actien-Bank und der Deutschen Grundschuldbank sowie der Pommernbank-Konzern mit der Pommerschen Hypotheken-Aktien-Bank und der Mecklenburg-Strelitzsche Hypothekenbank, involviert waren. Ausgelöst wurde diese Bankenkrise durch zu riskante Kredit- und Refinanzierungsgeschäfte in einer Phase der wirtschaftlichen Stagnation, die durch den „Gründerkrach“ 1873 nach dem Boom der Gründerjahre in Deutschland ausgelöst wurde. Nur für eines der genannten Institute – die Deutsche Grundschuldbank – musste der Konkurs eröffnet werden. Die Gründe für ihre Krise lagen in Geschäften vor 1900, die gemäß Hypothekengesetz (HBG) unzulässig gewesen waren. Die Sanierung der anderen Institute erforderte jedoch von den Pfandbriefgläubigern den Verzicht oder Stundung von Kuponzahlungen beziehungsweise die Umwandlung der Zinsforderungen in Aktienkapital. Darüber hinaus wurden in gewissem Umfang auch Pfandbriefe in Aktienkapital umgewandelt, wobei die Pfandbriefgläubiger sogar auf Teile des Nennwerts verzichten mussten. Die Pfandbriefgläubigerversammlungen hatten damals diesem Vorgehen zugestimmt. Dieser Rettungsplan ähnelt jedoch sehr dem Drehbuch eines heutigen Bail-ins. Die heutigen Bail-in-Regeln schließen jedoch eine Verlustbeteiligung der besicherten Teile von Covered Bond Gläubigern im Regelfall aus. Pfandbriefgläubiger haben keinen Verlust erlitten, wenn die Kursgewinne bei den Bankaktien, die sich allerdings erst später nach den Bankenrettungen eingestellt haben, berücksichtigt und entsprechend gegengerechnet werden.

Quelle: DZ BANK Research auf Grundlage des Artikels von Tim Lassen „Lehren aus der Hypothekenbankkrise von 1900“ in Immobilien & Finanzierungen Ausgabe 18 – 2003

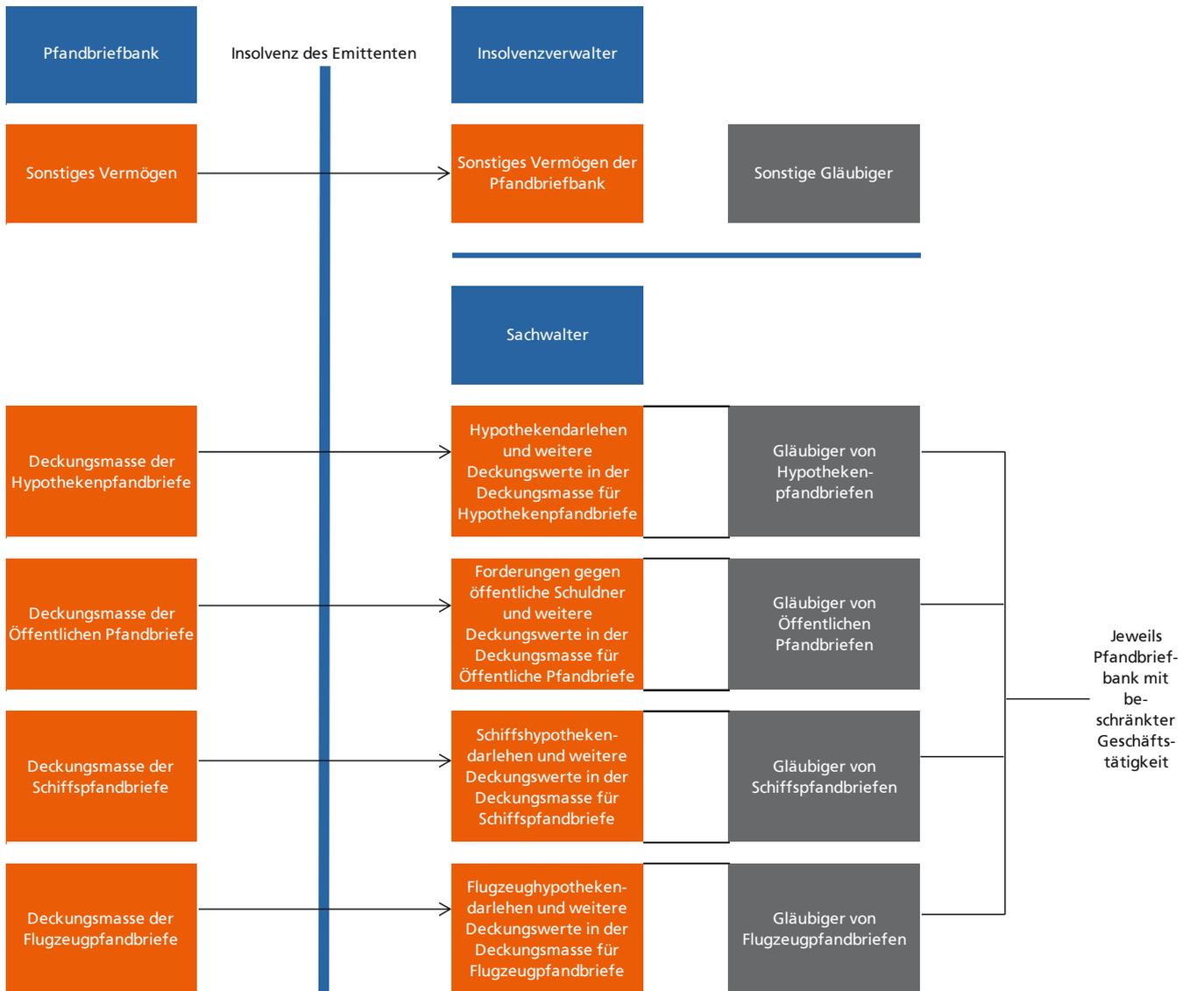
Bei der Abwicklung der Deckungsmassen können Liquiditätsrisiken auftreten, wenn die Laufzeit der Deckungswerte länger ist als die Laufzeit der umlaufenden Pfandbriefe. Die durch Liquiditätslücken möglichen Refinanzierungsrisiken stehen im Mittelpunkt des Interesses der Ratingagenturen, die sie als eine wesentliche Risikoquelle im Rahmen ihrer Bonitätsanalyse ansehen. Das Pfandbriefgesetz versucht Vorsorge gegen Refinanzierungsrisiken zu treffen, indem dem Sachwalter die Vollmacht zugesprochen wird, alles zu tun, was zur pünktlichen Rückzahlung der Pfandbriefe notwendig ist. So kann der Sachwalter beispielsweise Brückenkredite aufnehmen oder Deckungswerte veräußern, um den Zahlungsverpflichtungen bei den Pfandbriefen fristgerecht nachkommen zu können. Um die Liquiditätsrisiken nach Insolvenz der Pfandbriefbank weiter zu begrenzen, schafft das Pfandbriefgesetz die formalrechtliche Grundlage dafür, dass der Sachwalter auch Refinanzierungsgeschäfte mit der Bundesbank abschließen könnte.

Die EZB hat jedoch entschieden, dass Institute, deren Geschäftszweck auf die Abwicklung ihres Aktivgeschäfts zielt, sich künftig nicht mehr für Refinanzierungsgeschäfte mit der Zentralbank qualifizieren. Diese Entscheidung wurde im Juli 2017 veröffentlicht. Es ist anzunehmen, dass die EZB mit dieser neuen Regelung nicht die Vorkehrungen im Pfandbriefgesetz aushebeln wollte. Eine Pfandbriefbank mit beschränkter Geschäftstätigkeit würde jedoch gut auf die von der EZB benutzte Definition für ein Abbauinstitut passen. Die von der EZB geänderten formalen Voraussetzungen für den Zugang zur Zentralbankliquidität werden von einer Pfandbriefbank mit beschränkter Geschäftstätigkeit wahrscheinlich nicht mehr erfüllt. Die Bundesbank könnte der Deckungsmasse dann über den Kauf von den durch den Sachwalter neu aufgelegten Pfandbriefen Liquidität zur Verfügung stellen, wenn die Anleihen auf das eigene Buch der Bundesbank genommen werden. Zum aktuellen Zeitpunkt bleiben diese Überlegungen jedoch nur theoretische Gedankenspiele.

Liquiditätslücken im Mittelpunkt des Interesses

Neue Regeln der EZB verwehren dem Sachwalter wahrscheinlich den Zugang zur Refinanzierung über die Bundesbank

INSOLVENZVORRECHT DER PFANDBRIEGLÄUBIGER



Quelle: vdp, Darstellung DZ BANK Research

Eine mehr technische Frage betrifft die operationellen Risiken nach Insolvenz der Pfandbriefbank. Welche Ressourcen kann der Sachwalter zur Erfüllung seiner Tätigkeit nutzen? Das Pfandbriefgesetz stellt hierzu klar, dass der Sachwalter berechtigt ist, zur Erfüllung seiner Aufgaben auf die Mitarbeiter und die betriebliche Infrastruktur der Pfandbriefbank zurückzugreifen. Die dabei tatsächlich anfallenden Kosten gehen zu Lasten der Deckungsmassen der Pfandbriefe. Allerdings bleibt die Frage, wie lange es dauert, bis der Sachwalter seine Arbeit aufnehmen kann. Was passiert in der Übergangszeit mit der Deckungsmasse, insbesondere wenn Zahlungen anstehen? Die Regelungen im Pfandbriefgesetz mit einer Mindestüberdeckung und der Anforderung, die Liquidität der Deckungsmasse für die nächsten 180 Tage sicherzustellen, verschaffen dem Sachwalter hierfür einen zeitlichen Spielraum direkt nach Insolvenzeröffnung der Pfandbriefbank beziehungsweise der Abtrennung der Deckungsmassen vom restlichen Vermögen der Pfandbriefbank.

Operationelle Risiken: Wer verwaltet die Deckungsmasse?

Die Regelungen zum Sachwalter im Pfandbriefgesetz zielen auf die operationellen Risiken ab und versuchen, die Verwaltung der Deckungsmassen nach Insolvenz der Pfandbriefbank möglichst effizient zu gestalten. So wird es der BaFin bei drohender Insolvenz einer Pfandbriefbank erlaubt, einen Sonderbeauftragten zu bestellen, der später, falls nötig, die Rolle des Sachwalters übernehmen kann. Der Sonderbeauftragte hat ausschließlich Informationsrechte, die ihn auf die mögliche Verwaltung der Pfandbriefbank mit beschränkter Geschäftstätigkeit (die Deckungsmasse der insolventen Pfandbriefbank) vorbereiten sollen. Dadurch bekommen die handelnden Personen die notwendige Zeit, um sich ohne öffentliches Aufsehen in die komplexe Verwaltung der Deckungsmasse einzuarbeiten.

Sonderbeauftragte mit Informationsrechten

Die Zuständigkeiten werden durch Regelungen im Pfandbriefgesetz klar zugewiesen. Die Zuständigkeit für die gerichtlichen Entscheidungen zur Ernennung und Bestellung des Sachwalters richtet sich nach der Insolvenzordnung. Bei der Einsetzung eines Sachwalters – falls nötig auch bereits vor Insolvenz der Pfandbriefbank – hat die BaFin ein Vorschlagsrecht. Die Bestellung des Sachwalters erfolgt jedoch immer durch das zuständige Gericht, unabhängig davon, ob die Pfandbriefbank bereits insolvent ist oder nicht. Das Pfandbriefgesetz stellt auch klar, dass der Sachwalter und der Insolvenzverwalter der Pfandbriefbank gleichgeordnete Partner sind. Der Insolvenzverwalter der Pfandbriefbank kann Handlungen des Sachwalters, die dieser im Rahmen seiner Tätigkeit pflichtgemäß ausübt, nicht anfechten. Die Gesetzesbegründung führt hierzu aus, dass dies auch dann gilt, wenn sich der Ausgleichsanspruch der insolventen Pfandbriefbank im Ergebnis mindern sollte.

Klare Zuständigkeiten

Das Pfandbriefgesetz verankert den Anspruch des Sachwalters auf eine Vergütung. Die konkrete Ausgestaltung einer angemessenen Tätigkeitsvergütung sowie der Erstattung der Auslagen wird über eine Verordnung geregelt, zu deren Erlass das Bundesministerium der Finanzen im Pfandbriefgesetz ermächtigt wird. Der Sachwalter haftet andererseits gegenüber der Pfandbriefbank mit beschränkter Geschäftstätigkeit für Schäden, wenn er seine Pflichten verletzt. Das Pfandbriefgesetz führt dazu aus, dass eine Pflichtverletzung nicht vorliegt, wenn der Sachwalter bei einer unternehmerischen Entscheidung vernünftigerweise annehmen durfte, dass er auf der Grundlage angemessener Informationen zum Wohle der Pfandbriefgläubiger gehandelt hat. Der Sachwalter kann einen Beirat mit bis zu fünf Mitgliedern berufen. Dieses Gremium aus Sachverständigen soll dem Sachwalter zur Verfügung stehen, um ihn bei den unter Umständen komplizierten Fragen bei der Verwaltung der Deckungsmasse zu beraten. Mit diesem Gremium kann vermieden werden, dass der Sachwalter bei dringenden Einzelfragen aufwendig externen Rat einholen muss.

Beirat als Ratgeber für den Sachwalter

Stellt der Sachwalter jedoch fest, dass eine Übertragung der Deckungsmasse zusammen mit den ausstehenden Pfandbriefen an eine solvente Pfandbriefbank nicht möglich ist und die Werthaltigkeit der Deckungswerte insgesamt nicht mehr zur vollständigen Befriedigung der Pfandbriefgläubiger ausreicht, ist über die Deckungsmasse ein gesondertes Insolvenzverfahren zu eröffnen. In diesem Fall würden die Pfandbriefe fällig gestellt und die Deckungsmasse liquidiert. Die Erlöse hieraus würden an die Pfandbriefgläubiger zu gleichen Teilen ausgekehrt. Das Pfandbriefgesetz schafft außerdem die Möglichkeit, dass eine illiquide oder überschuldete Pfandbriefbank mit beschränkter Geschäftstätigkeit durch den Sachwalter im Rahmen einer Eigenverwaltung weitergeführt werden kann. In diesem Fall kann die BaFin alternativ zur Insolvenzeröffnung über das Vermögen der Deckungsmasse auch deren Eigenverwaltung anordnen, wenn dies im Interesse der Gläubiger ist. Sollte sich der Gläubigerausschuss einstimmig dagegen aussprechen, würde das zuständige Gericht über die angeordnete Eigenverwaltung entscheiden.

Eigenverwaltung der Deckungsmasse ist ein langwieriges Verfahren ...

Die Abwicklung des Vermögens der Deckungsmasse im Rahmen der Eigenverwaltung ist eventuell langwieriger als ein normales Insolvenzverfahren, dafür sind möglicherweise höhere Verwertungsquoten zu erzielen. Die durch diese weitere Option geschaffene Flexibilität bei einer eventuell notwendigen Abwicklung einer Deckungsmasse dürfte hilfreich sein, wenn es darum geht, einen Notverkauf aufgrund einer Zwangsliquidierung der Vermögenswerte zu vermeiden. Diese Regelung ist im Interesse der Pfandbriefgläubiger und ähnelt im wirtschaftlichen Ergebnis entsprechenden Vorkehrungen bei Conditional Pass-Through (CPT) Covered Bonds. Bei CPT Covered Bonds kann sich nach Insolvenz des Emittenten und gleichzeitiger Illiquidität der Deckungsmasse die Rückzahlung der gedeckten Anleihen nach den Zahlungseingängen in die Deckungsmasse richten. Diese Rückzahlungsoption reduziert das Refinanzierungs- beziehungsweise Liquiditätsrisiko der Deckungsmasse erheblich (siehe auch die vorstehenden Ausführungen im Abschnitt „Rating Paradox“).

... und bietet wie CPT Covered Bonds die Chance auf höhere Verwertungserlöse

Rechtliche Restrisiken nach Insolvenz der Pfandbriefbank

Die zuvor beschriebenen Möglichkeiten zur Verwaltung der Deckungsmasse (beziehungsweise einer Pfandbriefbank mit beschränkter Geschäftstätigkeit) nach Insolvenz des Emittenten haben vor allem operationelle Risiken und die Absicherung des Vorrechts der Pfandbriefgläubiger auf die Deckungsmasse im Blick. Ratingagenturen prüfen für den Fall der Insolvenz des Emittenten, inwieweit die Werthaltigkeit der Deckungsmasse in besonderen Fällen bedroht sein könnte. In diesem Zusammenhang werden unter anderem die folgenden rechtlichen Fragen geprüft:

Weitere Fragen im Zusammenhang mit der Insolvenz der Pfandbriefbank

» Das Pfandbriefgesetz stellt sicher, dass die Pfandbriefgläubiger vorrangigen Anspruch auf die gesamte Deckungsmasse (inklusive der gesamten Überdeckung) haben. Hinsichtlich der Liquidität der Deckungsmasse muss der Emittent wie zuvor beschrieben die sichernde Überdeckung in Form von liquiden Deckungswerten vorhalten. Darüber hinaus zielt die 180-Tage-Regel darauf ab, dass für die Zahlungsverpflichtungen der Deckungsmasse innerhalb der nächsten sechs Monate genügend Liquidität vorhanden ist. Der Insolvenzverwalter der Pfandbriefbank kann allerdings versuchen, Teile der Überdeckung zurückzufordern. Dazu muss er dem zuständigen Gericht jedoch darlegen, dass diese Vermögenswerte offensichtlich nicht notwendig sein werden, um die Forderungen der Pfandbriefgläubiger abzusichern. Mit der Möglichkeit der BaFin Pfandbriefbanken individuelle Überdeckungsniveaus zu oktroyieren, gibt es jetzt einen weiteren Anhaltspunkt, den das Insolvenzgericht bei seiner diesbezüglichen Entscheidung berücksichtigen dürfte. Die Hürden für eine eventuelle Rückübertragung von Teilen der Deckungsmasse an die Insolvenzmasse der Pfandbriefbank sind aus unserer Sicht insgesamt sehr hoch. Sie sollten verhindern, dass eventuell vorhandene freie Überdeckung ohne weiteres an die Insolvenzmasse der Pfandbriefbank ausgekehrt wird.

Rücktransfer von Deckungswerten

» Kunden der Pfandbriefbank, die sowohl Einlagen bei der Bank als auch einen Kredit bei ihr aufgenommen haben, könnten nach Insolvenz des Emittenten versuchen, gegenläufige Forderungen miteinander aufzurechnen. Diesem eventuellen Aufrechnungsrisiko für die Pfandbriefgläubiger schiebt das Pfandbriefgesetz jedoch einen Riegel vor, falls die Forderungen der Pfandbriefbank in der Deckungsmasse gegen zum Beispiel (fällige) Einlagen in der insolventen Bank saldiert werden sollen. Fällige Forderungen und Verbindlichkeiten gegen die Deckungsmasse können jedoch aufgerechnet werden, wobei sich das Volumen der Deckungsmasse und das Volumen der umlaufenden Pfandbriefe in gleichem Umfang reduziert.

Aufrechnungsrisiken

» Es dürfte bei den Pfandbriefbanken nicht die Regel sein, dass alle Zahlungsströme, die die Deckungsmasse betreffen, bereits vor Insolvenz des Emittenten in einem eigenen Rechnungskreis erfasst und auf einem separaten Verrechnungskonto verbucht werden. Insofern weisen die Ratingagenturen darauf hin, dass für die Deckungsmassen das Risiko besteht, dass nach Insolvenz der Pfandbriefbank der Sachwalter der Deckungsmasse nicht unmittelbar Zugriff auf alle Zahlungseingänge zugunsten des Vermögens der Deckungsmasse haben könnte. Im schlimmsten Fall könnten sich die Zahlungseingänge untrennbar mit der Insolvenzmasse verbinden und drohen auf diese Weise für die Deckungsmasse gänzlich verloren zu gehen. Dieses Risiko wird aus unserer Sicht dadurch gemindert, dass der Sachwalter bereits vor Insolvenz der Pfandbriefbank bestellt werden kann. Er hätte dann Gelegenheit, entsprechende Vorkehrungen wie beispielsweise die Umleitung der Zahlungsströme rechtzeitig in die Wege zu leiten. Das Pfandbriefgesetz stellt außerdem klar, dass Zahlungseingänge, die Forderungen in der Deckungsmasse ersetzen, der Deckungsmasse zugeordnet sind. Dies setzt allerdings voraus, dass die Zahlungseingänge auf Konten gebucht werden, die im Deckungsregister der Pfandbriefe aufgeführt sind. Diese Formulierung kann so verstanden werden, dass dadurch den Pfandbriefbanken eine Möglichkeit an die Hand gegeben werden soll, um das Verlustrisiko für die Pfandbriefgläubiger zu begrenzen. Dieses Risiko kann entstehen, wenn Zahlungseingänge mit dem restlichen Vermögen der Pfandbriefbank, insbesondere im Insolvenzfall der Bank, untrennbar vermischt werden und dadurch in der Insolvenzmasse schlimmstenfalls untergehen.

Vermischung der Zahlungsströme

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

Regelungen gegen rechtliche Restrisiken

Unsere Einschätzung

Das Pfandbriefgesetz bietet dem Pfandbriefgläubiger – auch im internationalen Vergleich – ein hohes Schutzniveau. Der Pfandbrief stellt daher gegenwärtig eine der sichersten Geldanlagen dar. Im Falle einer Krise einer Pfandbriefbank ist zudem eine gegenseitige Unterstützung innerhalb der Finanzbranche aus unserer Sicht nicht unwahrscheinlich, da die Banken ein hohes Interesse daran haben dürften, die Marke „Pfandbrief“ zu schützen.

Pfandbriefgesetz bietet sehr hohes Schutzniveau

TABELLARISCHE ZUSAMMENFASSUNG DES PFANDBRIEFGESETZES

Pfandbriefarten	Hypothekendarlehen, Öffentliche Pfandbriefe, Schiffspfandbriefe, Flugzeugpfandbriefe
Emittent	Banken mit Pfandbrieflizenz
Spezialbankprinzip	Nein
Besondere Aufsicht	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)
Unabhängige Kontrolle der Deckungsmasse	Ja
Hauptkategorien erlaubter Deckungswerte	Je nach Pfandbriefart: Hypothekendarlehen, öffentliche Darlehen, Schiffsfinanzierungen oder Flugzeugfinanzierungen
Weitere erlaubte Deckungswerte	Für alle Pfandbriefarten: Forderungen gegenüber EZB, Zentralbanken und anderen geeigneten Finanzinstituten (bis zu 10 Prozent), Derivate Zusätzlich für Hypotheken-, Schiffs- und Flugzeugpfandbriefe: Forderungen gegenüber öffentlichen Stellen (bis zu 20 Prozent unter Anrechnung oben genannter Forderungen)
Geografische Restriktionen für Deckungswerte	Hypothekendarlehen: EWR, Australien, Japan, Kanada, Neuseeland, Schweiz, Singapur USA Öffentliche Pfandbriefe: EWR, Schweiz, USA, Kanada, Japan Schiffspfandbriefe/ Flugzeugpfandbriefe: weltweit
Beleihungsgrenzen (Loan-to-value, LTV)	Eigenheimfinanzierungen: 60 Prozent Gewerbeimmobilienfinanzierungen: 60 Prozent Schiffsfinanzierungen: 60 Prozent Flugzeugfinanzierungen: 60 Prozent
Grundlage für die LTV Berechnung	Beleihungswert der Immobilie
Stehen auch Darlehensteile oberhalb der Beleihungsgrenzen den Covered Bond Gläubigern vorrangig zur Verfügung?	Nein
Besondere Deckungsvorschriften	Der Anteil der Forderungen gegenüber einem Kreditinstitut darf 2 Prozent des Pfandbriefumsatzes nicht überschreiten Barwert der Derivate: max. 12 Prozent Anteil der Länder außerhalb des EWR, bei denen das Konkursvorrecht der Pfandbriefgläubiger nicht sichergestellt ist: max. 10 Prozent
Gesetzliche Mindestüberdeckung	2 Prozent (barwertig im Rahmen der Stressrechnung)
Stehen den Covered Bond Gläubigern auch Deckungswerte vorrangig zur Verfügung, die über die gesetzliche Mindestüberdeckung hinausgehen?	Ja
Umlaufbegrenzung für Covered Bonds	Nein
Deckungsrechnung / Kongruenz- und Liquiditätsvorschriften	Barwertige und nominale Deckungsanforderung, Einhaltung eines 180-Tage-Liquiditätspolsters
Stresstest bei Deckungsrechnung	Ja
Besondere gesetzliche Regelungen zu Rückzahlungsmodalitäten der Covered Bonds	Nein
Auswirkung einer Emittenteninsolvenz auf Covered Bonds	Weiterbedienung gemäß Emissionsbedingung

Quelle: European Covered Bond Council (ECBC), DZ BANK Research, EZB = Europäische Zentralbank, EWR = Europäischer Wirtschaftsraum

Die seit Schaffung des Pfandbriefgesetzes im Jahre 2005 immer wieder daran vorgenommenen Änderungen unterstreichen, dass der Gesetzgeber bereit ist, auf die sich ändernden Rahmenbedingungen zu reagieren und die rechtlichen Regelungen für die deutschen Pfandbriefe zeitgemäß anzupassen. Dieses Phänomen ist nicht neu. Der Gesetzgeber setzt damit lediglich den eingeschlagenen Kurs seit Einführung des Hypothekendarlehenbankgesetzes fort, auch wenn die Frequenz der Novellierungen des Pfandbriefgesetzes im Vergleich zu den Zeiten des Hypothekendarlehenbankgesetzes zugenommen hat. Gleichzeitig ist es nach unserer Auffassung gut, dass der Gesetzgeber bislang bewährte Regelungen immer wieder auf den Prüfstand stellt und gegebenenfalls an das sich fortlaufend wandelnde aufsichtsrechtliche Umfeld und neue Marktstandards angleicht. Aus der diskutierten Harmonisierung der europäischen Covered Bond Gesetze zeichnet sich ein gewisser Anpassungsbedarf für das deutsche Pfandbriefgesetz ab, um den Status der Hypothekendarlehenpfandbriefe, Öffentlichen Pfandbriefe und Schiffspfandbriefe als European Covered Bonds (Premium) sicherzustellen. Dies belegt nach diesseitiger Meinung, dass aufgrund der regelmäßigen Anpassungen des Pfandbriefrechts ein modernes Rahmenwerk erhalten wird, welches den aktuellen internationalen Standards entspricht beziehungsweise sogar als Vorbild hierfür angesehen werden kann.

Anpassungsfähigkeit des deutschen Pfandbriefs ist eine Stärke

AUFSICHTSRECHTLICHE BEHANDLUNG VON PFANDBRIEFEN

Covered Bonds und damit auch Pfandbriefe erfahren zunehmend weltweite Anerkennung. Das Baseler Komitee hat in ihrer Revision des Basel III Akkords eine privilegierte Eigenkapitalunterlegung von gedeckten Bankanleihen aufgenommen und nähert sich damit dem europäischen Bankenrecht an („Basel III: Finalising post-crisis reforms“ von Dezember 2017). Danach muss für gedeckte Anleihen im Standardansatz nur die Hälfte des Risikogewichts für unbesicherte Senior-Bankverbindlichkeiten angesetzt werden. Das Baseler Komitee orientierte sich mit seinen Formulierungen weitgehend am europäischen Bankenrecht. Als Definition für Covered Bonds werden die OGAW-Kriterien verwendet. Damit sich die Covered Bonds für eine privilegierte Behandlung qualifizieren, dürfen lediglich Forderungen gegen öffentliche Stellen oder Hypothekendarlehen in der Deckungsmasse enthalten sein. Schiffs- oder Flugzeughypotheken wurden hier nicht genannt. Bis zu 15 Prozent der Deckungsmasse dürfen allerdings aus Forderungen gegenüber Finanzinstituten bestehen, wenn deren Risikogewicht 30 Prozent nicht überschreitet. Außerdem werden Veröffentlichungspflichten zum Covered Bond Programm formuliert, die jenen der europäischen Eigenkapitalverordnung für Banken (CRR) entsprechen. Die Anforderungen des Baseler Komitees gehen in einem Punkt über die Anforderungen des geltenden europäischen Rechts hinaus: Für einen privilegierungsfähigen Covered Bond muss jederzeit eine Überdeckung in Höhe von 10 Prozent vorgehalten werden. Damit bleibt sich das Baseler Komitee treu. Die gleichen Kriterien, inklusive der Überdeckungsanforderung von 10 Prozent, wurden bereits im April 2014 als Voraussetzung für eine reduzierte Anrechnung von gedeckten Bankanleihen im Rahmen der Großkreditgrenze formuliert.

Überarbeiteter Basel III Akkord sieht Privilegierungen für Covered Bonds vor und nähert sich so europäischen Standards an

Deutsche Pfandbriefe erfüllen die Anforderungen des Artikels 52(4) der Richtlinie für Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW-Richtlinie). Pfandbriefe eignen sich außerdem grundsätzlich auch als Sicherheit für Refinanzierungsgeschäfte mit der EZB. Außer den Flugzeugpfandbriefen erfüllen alle anderen Pfandbriefarten auch die grundlegenden Kriterien der CRR. Banken können grundsätzlich alle Pfandbriefarten für ihre Liquiditätsportfolios im Rahmen der Mindestliquiditätsanforderungen (Liquidity Coverage Ratio, kurz LCR) verwenden, vorausgesetzt, die Anleihen erfüllen bestimmte Anforderungen, wie zum Beispiel hinsichtlich Emissionsvolumen und Bonitätsnoten. Für einiges Aufsehen hat eine Veröffentlichung der EBA vom 22. September 2017 gesorgt (Single Rulebook Q&A). Demnach könnten Flugzeugpfandbriefe nicht als qualitativ hochwertige Aktiva im Rahmen der Ermittlung der LCR berücksichtigt werden (weder als Level 1 Aktiva noch als Level 2A oder Level 2B Aktiva). Die Auslegung der EBA würde bedeuten, dass stets die Anforderungen für eine Eigenkapitalprivilegierung erfüllt sein müssten, damit gedeckte Anleihen für LCR-Zwecke genutzt werden können. Dies steht allerdings nicht im Einklang mit grundlegenden LCR-Regelungen. In Artikel 10 Absatz 1 (f) (i) LCR-Verordnung wird als Grundvoraussetzung für die LCR-Fähigkeit verlangt, dass die Covered Bonds den allgemeinen Anforderungen des Artikels 52 Absatz 4 OGAW-Richtlinie genügen oder die Voraussetzungen für eine privilegierte Behandlung nach Artikel 129 Absatz 4 oder 5 CRR erfüllen. Diese „oder“-Regelung hätte bei Anwendung der EBA-Auslegung keinerlei Bedeutung mehr. Es gibt eine weitere kuriose Regelung. Flugzeug-, Hypotheken- und Schiffspfandbriefe qualifizieren sich im Grundsatz als erstklassige, hochliquide Aktiva (High-Quality Liquid Assets, HQLA), solange sie mindestens mit einem ‚A3‘ oder ‚A-‘ bewertet sind. Sollte die Bonitätsnote für Flugzeug- und Schiffspfandbriefe sowie Hypothekenspfandbriefe, die (teilweise) mit Gewerbeimmobilienfinanzierungen besichert sind, unter diese Rating-Schwelle fallen, ist eine Einstufung in die HQLA-Kategorie 2B nicht möglich. Finanzierungen für Flugzeuge, Gewerbeimmobilien oder Schiffe werden für die HQLA-Kategorie 2B explizit ausgeschlossen.

Kriterien der OGAW-Richtlinie und CRD/ CRR sind erfüllt

ZUSAMMENFASSUNG DER AUFSICHTSRECHTLICHEN BEHANDLUNG VON PFANDBRIEFEN

Aufsichtsrechtlicher Aspekt	Behandlung des Pfandbriefs
Kriterien des Artikels 52 (4) OGAW-Richtlinie erfüllt?	Ja
Erfüllen die Deckungswerte die Kriterien des Artikels 129 (1) CRR?	Ja (Hypothekendarlehen, Öffentliche Pfandbriefe, Schiffspfandbriefe), Nein (Flugzeugpfandbriefe)
Grundsätzlich LCR-fähig?	Grundsätzlich ja, aber Pfandbriefe, die mit Flugzeug-, Gewerbeimmobilien- oder Schiffsfinanzierungen besichert und schlechter als ‚A3‘ oder ‚A-‘ bewertet sind, sind keine HQLAs.
Grundsätzlich EZB-repofähig?	Ja

Quelle: DZ BANK Research

Der Artikel 129 CRR regelt, unter welchen Umständen Investoren aus der Bankenbranche für Covered Bonds ein privilegiertes Risikogewicht bei der Ermittlung ihrer aufsichtsrechtlichen Eigenkapitalanforderung berücksichtigen können (Kreditrisikostandardansatz). Im ersten Absatz dieses Artikels werden jene Vermögenswerte abschließend aufgezählt, die in der Deckungsmasse enthalten sein dürfen, damit eine privilegierte Behandlung der Covered Bonds grundsätzlich möglich ist. Flugzeugfinanzierungen zählen nicht zu den Vermögenswerten, die im Artikel 129 der CRR genannt werden.

Damit letztlich für die gedeckten Anleihen ein privilegiertes Risikogewicht verwendet werden darf, müssen die Investoren außerdem nachweisen können, dass sie über mindestens halbjährlich aktualisierte Informationen zur Deckungsmasse verfügen. Die Transparenzanforderungen des Pfandbriefgesetzes dürften laut vdp die Anforderungen der CRR erfüllen.

Definition der Deckungswerte

Transparenzanforderungen müssen ebenfalls eingehalten werden

PFANDBRIEFE SIND MÜNDELSICHERE GELDANLAGEN NACH DEUTSCHEM RECHT

Mündelgeld gehört zum Vermögen eines Mündels, welches von dessen Vormund nur besonders sicher – mündelsicher – angelegt werden darf. Die Anlage muss in Anlageformen erfolgen, die vom Gesetzgeber als mündelsicher erklärt worden sind. Mündelsicher sind in Deutschland nach §1805ff BGB alle Vermögensanlagen, bei denen Verluste der Anlage in der Vorstellung des Gesetzgebers praktisch ausgeschlossen sind. Dazu zählen neben Staatsanleihen auch deutsche Pfandbriefe.

Bis 1940 war die Mündelsicherheit für Pfandbriefe innerhalb Deutschlands uneinheitlich geregelt. Mit der Mündelsicherheitsverordnung vom 7. Mai 1940 wurden alle Pfandbriefe und Kommunalobligationen in Deutschland als mündelsicher anerkannt. Zuvor gab es Unterschiede zwischen Pfandbriefen von süd- und norddeutschen Emittenten. Im Süden waren die Pfandbriefe der meisten Hypothekenbanken, aber nur im Ausnahmefall auch Kommunalobligationen, als mündelsicher anerkannt. Demgegenüber genossen im Norden die meisten Kommunalobligationen dieses Privileg, das jedoch nur im Ausnahmefall den Pfandbriefen der Hypothekenbanken gewährt wurde.

Quelle: Bellinger/ Kerl (1995) „Hypothekendarlehen – Kommentar“

GLOSSAR ZU PFANDBRIEFEN

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

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

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

Moderne Pfandbriefe gemäß Pfandbriefgesetz (nach 2005)

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

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

Pfandbriefe mit gesellschaftlichem Einfluss

ESG Pfandbrief	Die Emissionserlöse von ESG Pfandbriefen werden zur Finanzierung von öffentlichen Projekten oder Immobilienfinanzierungen verwendet, die einer recht breiten Definition nachhaltiger Kriterien genügen (Environmental, Social & Governance, ESG). Die Pfandbriefe sind mit der gleichen Deckungsmasse wie alle anderen Anleihen dieser Gattung besichert.
Grüner Pfandbrief	Der Verband deutscher Pfandbriefbanken hält das Recht an der Wortmarke „grüner Pfandbrief“ (www.gruenerpfandbrief.de). Bislang gibt es ausschließlich grüne Hypothekpfandbriefe, deren Emissionserlöse vor allem in die Finanzierung besonders energieeffizienter Gebäude fließen. Auch die grünen Pfandbriefe beziehen sich wie ESG Pfandbriefe auf dieselbe Deckungsmasse wie alle anderen Anleihen der gleichen Gattung.
Rentenbriefe	Siehe oben unter „Pfandbriefe vor Einführung des Pfandbriefgesetzes (bis 2005)“
Sozialpfandbrief	Sozialpfandbriefe waren Pfandbriefe und Kommunalobligationen, deren Erlöse zu mindestens 90 Prozent in die Förderung des sozialen Wohnungsbaus flossen. Sie dienten in der Nachkriegszeit der Linderung der Wohnungsnot in Deutschland. Mit dem ersten Gesetz zur Förderung des Kapitalmarktes wurden 1952 die Zinsen der Sozialpfandbriefe von der Steuer befreit. Die steuerlich begünstigten Sozialpfandbriefe wurden bereits alle zurückgezahlt.

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

Marktrelevante Unterscheidungskriterien für Pfandbriefe

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

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

Quelle: Verband deutscher Pfandbriefbanken, DZ BANK Research

Besonderen Rückzahlungsvereinbarungen bei Pfandbriefen in den vergangenen 250 Jahren

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

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

ANLEIHEÜBERSICHT

Die nachstehenden Tabellen zeigen die ausstehenden Pfandbriefe der DZ HYP mit einem Emissionsvolumen von mindestens 250 Mio. Euro. Diese Anleihen sind alle endfällig und ohne eine mögliche Fälligkeitsverschiebung (Hard Bullet).

EURO-BENCHMARK-PFANDBRIEFE

Stand: 02. September 2019	ISIN	Pfandbriefart	Fälligkeitsdatum	Kupon (in Prozent)	Emissionsvolumen (in Mio. Euro)	Indikative Swap- spreads (in Basis- punkten)	LCR-Kategorie
DZ HYP	DE000A12UGK4	Öffentlicher Pfandbrief	20.11.2019	0,250%	500	-29	1
DZ HYP	DE000A1REYW6	Hypothekendarlehen	29.01.2020	1,375%	500	-18	1
DZ HYP	DE000A1R1CU6	Hypothekendarlehen	29.05.2020	1,125%	500	-13	1
DZ HYP	DE000A12T606	Hypothekendarlehen	21.01.2021	0,250%	500	-6	1
DZ HYP	DE000A11QBA6	Hypothekendarlehen	21.07.2021	0,875%	500	-6	1
DZ HYP	DE000A1MLZQ1	Hypothekendarlehen	29.03.2022	2,500%	500	-6	1
DZ HYP	DE000A14KK32	Hypothekendarlehen	29.07.2022	0,500%	500	-6	1
DZ HYP	DE000A14KKJ5	Hypothekendarlehen	30.09.2022	0,125%	500	-6	1
DZ HYP	DE000A161ZU5	Hypothekendarlehen	24.03.2023	0,200%	500	-5	1
DZ HYP	DE000A2G9HC8	Hypothekendarlehen	30.06.2023	0,250%	500	-6	1
DZ HYP	DE000A161ZL4	Hypothekendarlehen	27.10.2023	0,625%	500	-5	1
DZ HYP	DE000A2BPJ45	Hypothekendarlehen	01.03.2024	0,125%	500	-5	1
DZ HYP	DE000A13SWZ1	Hypothekendarlehen	05.06.2024	0,625%	500	-6	1
DZ HYP	DE000A12UGG2	Hypothekendarlehen	18.09.2024	1,125%	750	-5	1
DZ HYP	DE000A2AAW12	Hypothekendarlehen	06.12.2024	0,050%	500	-6	1
DZ HYP	DE000A2AASB4	Hypothekendarlehen	06.06.2025	0,375%	750	-3	1
DZ HYP	DE000A2G9HE4	Hypothekendarlehen	13.11.2025	0,500%	1.000	-5	1
DZ HYP	DE000A161ZQ3	Hypothekendarlehen	02.02.2026	0,750%	875	-5	1
DZ HYP	DE000A14KKM9	Hypothekendarlehen	31.03.2026	0,375%	500	-5	1
DZ HYP	DE000A2BPJ78	Hypothekendarlehen	16.06.2026	0,500%	500	-2	1
DZ HYP	DE000A2AAX45	Hypothekendarlehen	31.08.2026	0,100%	500	-4	1
DZ HYP	DE000A2AAW53	Hypothekendarlehen	30.09.2026	0,500%	500	-3	1
DZ HYP	DE000A14J5J4	Hypothekendarlehen	01.04.2027	0,500%	750	-4	1
DZ HYP	DE000A2G9HD6	Hypothekendarlehen	30.06.2027	0,750%	500	-3	1
DZ HYP	DE000A2BPJ86	Hypothekendarlehen	30.08.2027	0,625%	750	-3	1
DZ HYP	DE000A2GSP56	Hypothekendarlehen	22.03.2028	0,875%	750	-1	1
DZ HYP	DE000A2G9HL9	Hypothekendarlehen	30.01.2029	0,875%	750	-2	1
DZ HYP	DE000A2TSDV6	Hypothekendarlehen	29.06.2029	0,050%	750	-4	1
DZ HYP	DE000A13SR38	Hypothekendarlehen	18.01.2030	0,875%	750	-1	1
DZ HYP	DE000A2NB841	Hypothekendarlehen	17.04.2034	0,875%	500	0	1

Quelle: Bloomberg, DZ BANK Research

SUB-BENCHMARK-PFANDBRIEFE (ANLEIHEN MIT EINEM EMISSIONSVOLUMEN VON MINDESTENS 250 MIO. EURO UND WENIGER ALS 500 MIO. EURO)

Stand: 02. September 2019	ISIN	Pfandbriefgattung	Fälligkeits- datum	Kupon (in Prozent)	Emissions- volumen (in Mio. Euro)	Indikative Swap- spreads (in Basis- punkten)	LCR-Kategorie
DZ HYP	DE000A14J5C9	Öffentlicher Pfandbrief	26.02.2025	0,625%	250	-1	2A
DZ HYP	DE000A2BPJ60	Öffentlicher Pfandbrief	23.03.2037	1,375%	250	15	2A

Source: Bloomberg, DZ BANK Research

I. Impressum

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

Herausgeber:
DZ HYP AG

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

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

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

Vertreten durch den Vorstand:
Dr. Georg Reutter (Vorsitzender), Dr. Carsten Düerkop, Manfred Salber

Generalbevollmächtigte: Jörg Hermes, Artur Merz, Markus Wirsen

Aufsichtsratsvorsitzender: Uwe Fröhlich

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

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

Umsatzsteuer Ident. Nr.: DE 811141281

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

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

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



II. Pflichtangaben für Sonstige Research-Informationen und weiterführende Hinweise

1. Verantwortliches Unternehmen

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

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

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

2. Zuständige Aufsichtsbehörden

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

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

3. Unabhängigkeit der Analysten

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

3.2 Jeder Analyst, der in die Erstellung dieser Research-Publikation inhaltlich eingebunden ist, bestätigt, dass

- diese Research-Publikation seine unabhängige fachliche Bewertung des analysierten Objektes unter Beachtung der Conflicts of Interest Policy der DZ BANK wiedergibt sowie
- seine Vergütung weder vollständig, noch teilweise, weder direkt, noch indirekt von einer in dieser Research-Publikation vertretenen Meinung abhängt.

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

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

4.1 Aussagen über isolierte Aspekte einer Investitionsentscheidung

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

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

4.2 Nachhaltigkeitsanalyse

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

4.3 Aktienindizes

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

4.4 Währungsräume

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

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

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

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

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

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

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

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

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

4.6 Derivate

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

4.7 Rohstoffe

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

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

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

4.8 Credit Trend Emittenten

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

5. Aktualisierungen und Geltungszeiträume für Sonstige Research Informationen

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

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

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

5.3 Die Geltungszeiträume für Sonstige Research-Informationen sind bei:

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

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

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

6. Vermeidung und Management von Interessenkonflikten

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

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

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

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

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

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

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

7. Adressaten, Informationsquellen und Nutzung

7.1 Adressaten

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

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

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

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

7.2 Wesentliche Informationsquellen

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

Wesentliche Informationsquellen für Research-Publikationen sind:

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

7.3 Keine individuelle Investitionsempfehlung

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

8. Zusammenfassungen von Methoden und Verfahren

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

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

Ergänzende Information von Markit Indices Limited

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

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

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

ANSCHRIFTEN DER DZ HYP

Hauptstandort Hamburg

Rosenstraße 2
20095 Hamburg
Postfach 10 14 46
20009 Hamburg
Tel.: +49 40 3334-0

Hauptstandort Münster

Sentmaringer Weg 1
48151 Münster
Postadresse:
48136 Münster
Tel.: +49 251 4905-0

Regionalzentren

Regionalzentrum Berlin

Pariser Platz 3
10117 Berlin
Tel.: +49 30 31993-5101
(Gewerbekunden)
Tel.: +49 30 31993-5080
(Wohnungswirtschaft)
Tel.: +49 30 31993-5086
(Privatkunden/Private Investoren)

Regionalzentrum Düsseldorf

Ludwig-Erhard-Allee 20
40227 Düsseldorf
Tel.: +49 211 220499-30
(Gewerbekunden)
Tel.: +49 251 4905-3830
(Wohnungswirtschaft)
Tel.: +49 211 220499-5832
(Privatkunden/Private Investoren)

Regionalzentrum Frankfurt

CITY-HAUS I, Platz der Republik 6
60325 Frankfurt am Main
Tel.: +49 69 750676-21
(Gewerbekunden)
Tel.: +49 211 220499-5833
(Wohnungswirtschaft)
Tel.: +49 69 750676-12
(Privatkunden/Private Investoren)

Regionalzentrum Hamburg

Rosenstraße 2
20095 Hamburg
Tel.: +49 40 3334-3778
(Gewerbekunden)
Tel.: +49 40 3334-4704
(Wohnungswirtschaft)
Tel.: +49 40 3334-4706
(Privatkunden/Private Investoren)

Regionalzentrum München

Türkenstraße 16
80333 München
Tel.: +49 89 512676-10
(Gewerbekunden)
Tel.: +49 89 512676-42
(Wohnungswirtschaft)
Tel.: +49 89 512676-41
(Privatkunden/Private Investoren)

Regionalzentrum Stuttgart

Heilbronner Straße 41
70191 Stuttgart
Tel.: +49 711 120938-0
(Gewerbekunden)
Tel.: +49 89 512676-42
(Wohnungswirtschaft)
Tel.: +49 711 120938-38
(Privatkunden/Private Investoren)

Regionalbüros

Regionalbüro Hannover

Berliner Allee 5
30175 Hannover
Tel.: +49 511 86643808

Regionalbüro Mannheim

Augustaanlage 61
68165 Mannheim
Tel.: +49 621 728727-20

Regionalbüro

Schwäbisch Gmünd
Maiglöckchenweg 12
73527 Schwäbisch Gmünd
Tel.: +49 7171 8077230

Regionalbüro Kassel

Rudolf-Schwander-Straße 1
34117 Kassel
Tel.: +49 561 602935-23

Regionalbüro Münster

Sentmaringer Weg 1
48151 Münster
Tel.: +49 251 4905-7314

Regionalbüro Leipzig

Schillerstraße 3
04109 Leipzig
Tel.: +49 341 962822-92

Regionalbüro Nürnberg

Am Tullnaupark 4
90402 Nürnberg
Tel.: +49 911 94009816

Institutionelle Kunden

Rosenstraße 2
20095 Hamburg
Tel.: +49 40 3334-2159

Öffentliche Kunden

Sentmaringer Weg 1
48151 Münster
Tel.: +49 251 4905-3333

DZ HYP AG

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

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

dzhyp.de