

# Der deutsche Pfandbriefmarkt 2009

EINE FACHTHEMENREIHE DER DG HYP

## Pfandbriefe – mit Qualität aus der Krise





## Inhalt

Vorwort .....	2
Pfandbriefe – mit Qualität aus der Krise .....	3
<b>Marktüberblick</b>	
EZB als Retter des Covered-Bond-Marktes?	
Staatsgarantierte Bankanleihen als ernsthafte Konkurrenz?	
Einfluss der Ratingagenturen	
Die Sicht der Investoren	
Zur Emittentenlandschaft .....	18
Rechtliche Grundlagen .....	21
Pfandbriefgesetz	
Deckungsrechnung	
Allgemeine Deckungsanforderungen	
Risikomanagement	
Transparenzvorschriften	
Treuhand	
Aufsicht	
Insolvenzfall des Pfandbriefemittenten	
Novelle des Pfandbriefgesetzes	
Emittentenliste .....	37
Impressum .....	38
Disclaimer .....	39
Anschriften der DG HYP .....	40

## Vorwort

Nachdem auch der Pfandbrief im Laufe des vergangenen Jahres von den Entwicklungen auf dem Kapitalmarkt erfasst wurde, hat sich das Pfandbriefgeschäft seit 2009 wieder zunehmend belebt. In den ersten vier Monaten 2009 wurde in Deutschland ein Pfandbriefvolumen von knapp 39 Milliarden Euro emittiert. Das Vertrauen der Investoren in das Produkt ist schrittweise zurückgekehrt und der Pfandbrief ist auf gutem Weg, seine große Bedeutung als langfristiges Refinanzierungsinstrument wiederzugewinnen.

Der Pfandbrief konnte auch in der Finanzmarktkrise seine Vorzüge als Qualitätsprodukt unter Beweis stellen. Die Bundesregierung hat die Systemrelevanz und Stabilität des Pfandbriefs ausdrücklich bestätigt. Somit war es nicht erforderlich, ihn im Rahmen des Finanzmarktstabilisierungsgesetzes im Oktober 2008 zusätzlich mit einzubeziehen.

Die hohe Sicherheit des Pfandbriefs fußt auf seiner Historie – noch nie in der 200-jährigen Geschichte ist ein Pfandbrief ausgefallen –, der Qualität der Deckungsmassen sowie den strengen gesetzlichen Regelungen des Pfandbriefgesetzes. Dieses ist im März 2009 noch einmal novelliert und in Bezug auf Liquiditätsvorhaltung und Transparenz weiter verbessert worden. Die Vorzüge des Pfandbriefs haben auch Banken, die bisher keinen Zugang zum Pfandbriefmarkt hatten, bewogen eine Lizenz zum Emittieren zu beantragen. Der Kreis der Anbieter wird damit weiter wachsen.

Trotz der anerkannt hohen Qualitätsstandards des Pfandbriefs werden Investoren und Ratingagenturen künftig auch die Bonität von Emittenten in ihre Beurteilung mit einbeziehen. Auch in dieser Hinsicht ist die DG HYP mit der Einbindung in den genossenschaftlichen FinanzVerbund gut positioniert. Der FinanzVerbund verfügt über eine starke Stellung im Markt mit hoher Sicherheit und guter Bonität.

„Pfandbriefe – mit Qualität aus der Krise“ ist deshalb das zentrale Thema, mit dem wir uns in dem vorliegenden Bericht zum deutschen Pfandbriefmarkt 2009 beschäftigen. Die Publikation vermittelt einen aktuellen Überblick über den Covered-Bond-Markt und die Situation des deutschen Pfandbriefs.

**Deutsche Genossenschafts-Hypothekenbank AG**

Mai 2009

## Pfandbriefe – mit Qualität aus der Krise

### Marktüberblick – wo kommen wir her, wo stehen wir

Strukturell scheint auf dem Covered-Bond-Markt aktuell kein Stein mehr auf dem anderen zu stehen. Seit Beginn der Probleme auf dem Finanzmarkt stecken gedeckte Anleihen in einer tiefen Vertrauenskrise. Vor allem eines der in der Vergangenheit hauptsächlich verwendeten Marketing-Argumente für Covered Bonds und Pfandbriefe, nämlich der durch die Separierung der Deckungswerte gewährleistete Schutz der Gläubiger bei Insolvenz des Emittenten, geriet immer mehr in den Mittelpunkt der Diskussion. Und mit der Verschlechterung der Lage auf einigen maßgeblichen Immobilienmärkten (allen voran USA, aber auch UK, Spanien und beispielsweise Irland) stand die Qualität der Deckungsaktiva und somit auch die Sicherheit der Covered Bonds plötzlich in Frage. Pfandbriefe konnten sich diesem grassierenden Vertrauensverlust, der sich vor allem durch kräftig in die Höhe schießende Swap-spreads Ausdruck verschaffte, anfangs zwar noch entziehen. Doch mittlerweile sind auch diese Papiere, die ursprünglichsten aller Covered Bonds, infiziert – im zu beobachtenden Ausmaß zu Unrecht, wie wir finden.

Schwindendes Vertrauen und eine kritischere Betrachtungsweise der gedeckten Bonds durch die Investoren dürften langfristig zu einem völligen Umdenken in der Bewertung und Behandlung von Covered Bonds führen und demzufolge auch zu deutlich höheren von ihnen geforderten Swapspreeds als Risikokompensation. Und diese Entwicklung ist auch zu begrüßen: Denn nicht nur einmal hatten wir schon vor Ausbruch der Krise darauf hingewiesen, dass die in der Vergangenheit unserer Einschätzung nach zu oberflächliche Analyse der Covered Bonds, die im Wesentlichen durch eine blinde Rating-Hörigkeit geprägt war, einen Marktzustand herbeigeführt hatte, der alles andere als gesund war. Nicht nur die sehr hohe Homogenität der Swapspreeds legte hierüber Zeugnis ab.

Die aktuelle Marktphase ist für Covered Bonds wegweisend. Es müssen die Weichen gestellt werden für eine Basis, auf der sowohl der Sekundär- als auch der Primärmarkt nachhaltig bestehen können. Emittenten, Anleger und Covered-Bond-Händler (das Wort Market Maker scheint uns hier nicht mehr ganz adäquat zu sein) müssen ein Umfeld schaffen, das wieder Vertrauen herstellt – und zwar gleichmäßig von allen Seiten. Und auch, wenn diese Sichtweise von einigen Marktteilnehmern nicht ganz geteilt wird: Es ist zu hoffen, dass sich der Markt nicht zu schnell wieder normalisiert. Denn eine plötzliche Explosion der Emissions- und Handelsaktivität könnte dazu führen, dass die so bitter benötigte Neuausrichtung des Marktes doch nicht in vollem Umfang umgesetzt wird und alle Beteiligten wieder in ihre alten Verhaltensmuster zurückfallen. Und dann wäre es wahrscheinlich nur eine Frage der Zeit, bis der Covered-Bond-Markt – und damit auch das Pfandbrief-Segment – in die nächste Vertrauenskrise schlittert.

Viele Investoren haben Covered Bonds und vor allem auch Pfandbriefe in den vergangenen Jahren als Bund-Surrogate eingestuft – hauptsächlich aufgrund ihrer

**Tiefgehende Skepsis  
hinsichtlich gedeckter Bonds**

**Langfristiges Umdenken  
hinsichtlich der Bewertung**

**Wiederherstellung des  
Vertrauens als oberstes Ziel**

**Kreditrisiken wurden bisher  
außer Acht gelassen...**

**...und rücken erst jetzt in  
den Vordergrund**

**Pfandbriefe sind  
hinsichtlich ihrer Sicherheit  
noch immer führend**

**Knapp 39 Mrd. Euro  
Neuemissionsvolumen seit  
Jahresanfang...**

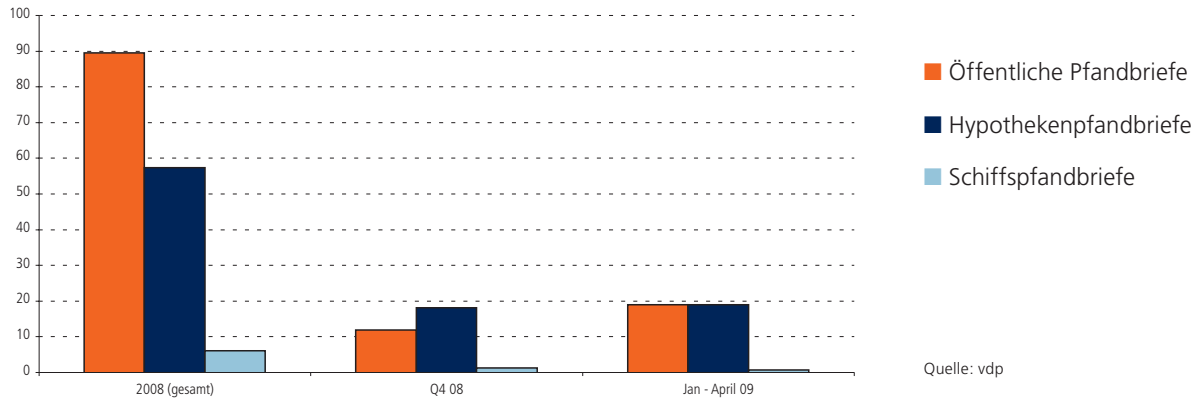
durch das Market Making sichergestellten hohen Liquidität. Die Kreditrisiken, die den gedeckten Bonds aufgrund der in den Deckungsstöcken enthaltenen Vermögenswerte inhärent waren, wurden bei der Bewertung dieser Papiere außer Acht gelassen. Diese Sichtweise hat auch dazu geführt, dass sämtliche auf den Markt gekommenen Emissionen ohne tiefgehende Analyse „über einen Kamm geschoren“ und auch fast in allen Fällen als gut befunden wurden. Die Folge davon waren Swap-spreads, die sich von Segment zu Segment fast gar nicht mehr unterschieden. Als Bund-Surrogate profitierten sämtliche Covered Bonds von der hohen Nachfrage, die durch neue Bonds nicht mehr ausreichend befriedigt werden konnte. Umso stärker war nach Ausbruch der Krise die negative Reaktion der Märkte, als sich langsam die Erkenntnis durchsetzte, dass den Deckungsstöcken und der Bonität des Emittenten durchaus eine höhere Bedeutung beizumessen ist. Allerdings hat hier unserer Einschätzung nach eine gewisse Übertreibung stattgefunden; denn es scheint uns in vielen Fällen so zu sein, dass aktuell fast einzig die Bonität des Emittenten eine Rolle spielt und beispielsweise die Qualitätsmerkmale der Deckungsstöcke und die zugrunde liegenden Rechtsrahmen kaum noch in den Entscheidungsprozess mit eingebunden werden.

Diese Verhaltensmuster dürften sich auch in den kommenden Monaten weiter zeigen. Dass Covered Bonds ein Credit-Produkt sind, wird somit wohl allgemeingültige Auffassung werden. Unterstützt wird diese Umkehr im Denkprozess durch die Ratingagenturen, die aktuell ihre Methodologien überarbeiten und insbesondere hinsichtlich Liquiditätsengpässen in den Deckungsstöcken kritische Fragen stellen. Doch sollte der Anpassungsprozess seitens der Agenturen und der Investoren nicht übers Ziel hinausschießen; denn auch, wenn wir die gedeckten Anleihen eher auf der Credit-Seite als bei den Bund-Surrogaten sehen, muss doch beachtet werden, dass durch die Konstruktion der meisten Covered-Bond-Programme und die dort festgeschriebene Separierung der Deckungswerte ein Sicherheitsniveau geboten wird, das dem „gewöhnlicher“ Credit-Produkte deutlich überlegen ist. Und diesem Punkt, in dem Pfandbriefe nach wie vor – und vor allem durch die jüngste Novellierung des Pfandbriefgesetzes – mit an der Spitze stehen, muss bei der Analyse ein hohes Gewicht eingeräumt werden.

#### **Primärmarkt**

In den ersten vier Monaten des laufenden Jahres wurden trotz des schwierigen Marktumfeldes Pfandbriefe im Volumen von insgesamt 38,6 Mrd. Euro begeben. Darunter auch drei Jumbo-Pfandbriefe mit einem Emissionsvolumen von jeweils 1 Mrd. sowie vier Aufstockungen von zusammen 1 Mrd. Euro. Damit entfällt auf das Jumbosegment mit 4 Mrd. Euro insgesamt nur rund ein Zehntel aller platzierten Pfandbriefe, aber immer noch ein Drittel aller seit Jahresanfang weltweit begebenen Jumbo-Covered-Bonds.

## Bruttoabsatzvolumen Pfandbriefe



Traditionelle Pfandbriefe stellen mit rund 35 Mrd. Euro folglich den Löwenanteil der abgesetzten Anleihen, die größtenteils als Privatplatzierungen begeben werden konnten. Der Vorteil gegenüber öffentlichen Emissionen besteht darin, dass die Laufzeit und Ausstattung auf die individuellen Bedürfnisse der vorwiegend institutionellen Investoren angepasst werden kann und die Pfandbriefe nicht nur in Form von Inhaberpapieren, sondern auch als Namenspfandbriefe ausgestattet werden können.

Während noch im vierten Quartal 2008 Hypothekendarlehen hinsichtlich der Emissionsvolumina mit 18 Mrd. Euro die Öffentlichen Hypothekendarlehen (12 Mrd. Euro) dominiert haben, lagen die Neuemissionen beider Pfandbriefgattungen seit Jahresbeginn in etwa gleichauf. Das Volumen an Schiffspfandbriefen ist mit 1,3 Mrd. Euro im vierten Quartal 2008 sowie 650 Mio. Euro in den ersten vier Monaten des laufenden Jahres nach wie vor gering. Auf das gesamte Jahr hochgerechnet, liegt das Bruttoabsatzvolumen aller Pfandbriefe mit 39 Mrd. Euro deutlich hinter dem Vorjahr zurück. So konnten 2008 insgesamt Pfandbriefe in Höhe von 153 Mrd. Euro abgesetzt werden.

### Sekundärmarkt

Von einem funktionierenden Sekundärmarkt zu sprechen, fällt momentan schwer. Ein aktiver Handel findet nicht statt, die getätigten kleinvolumigen Geschäfte konzentrieren sich fast ausschließlich auf Pfandbriefe – und auch hier nur auf die vermeintlich „guten“ Namen. Die Spreadregionen, in denen sich viele Covered-Bond-Segmente wiederfinden, liegen beim Blick durch die historische Brille „fernab von Gut und Böse“. Auch etliche Pfandbriefe haben sich mit ihren Sekundärmarktniveaus schon über die magische Marke von 100 Basispunkten hinausbewegt. Dennoch: Was wir aktuell beobachten, ist die Wirklichkeit, auf die sich die Marktteilnehmer mittel- und langfristig werden einstellen müssen. Die Spreads sind – wie auch vor der Krise – Ausdruck des Marktumfelds; und dies sieht nun einmal düsterer aus als noch vor vergleichsweise kurzer Zeit.

**... davon 35 Mrd. Euro als traditionelle Pfandbriefe**

**Absatzvolumen gegenüber dem Vorjahr rückläufig**

**Spreadlandschaft ordnet sich neu**

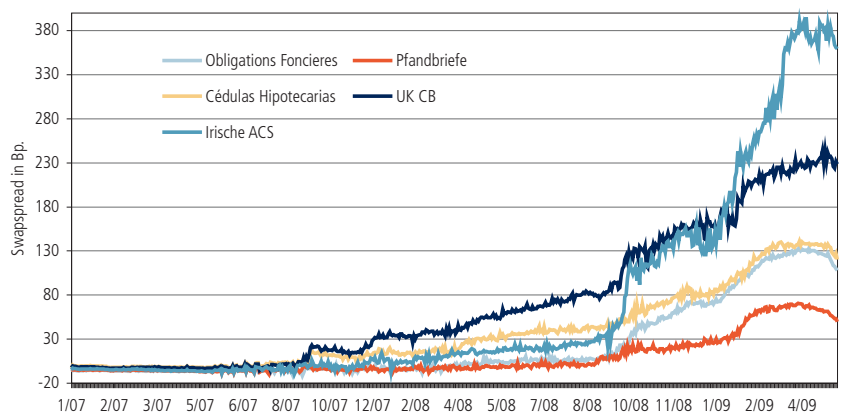
**Konkurrenz durch  
staatsgarantierte  
Bankanleihen**

**Deutliche  
Spreadeinengungen nicht  
wahrscheinlich**

Zudem sieht sich speziell das Pfandbriefsegment durch die jüngst verabschiedete Ausweitung des Garantierahmens für unbesicherte Bankanleihen in Deutschland neuen Schwierigkeiten gegenüber. Bisher hatte deren Beschränkung auf Laufzeiten bis maximal drei Jahre den gedeckten Anleihen wenigstens bei darüber hinausgehenden Fälligkeiten noch einen Vorteil verschafft (vor allem im Bereich 5 Jahre), und es gab und gibt investorenseitig durchaus Nachfrage, die über die vergleichsweise kurzen Laufzeiten hinausgeht. Selbst zehnjährigen Fälligkeiten würden wir gute Absatzmöglichkeiten zusprechen – allerdings zeigen sich hier die Emittenten noch sehr vorsichtig.

Deutliche Spreadeinengungen dürften vor diesem Hintergrund erst einmal ausbleiben, auch wenn momentan, nicht zuletzt durch die Ankündigung der Europäischen Zentralbank, Covered Bonds kaufen zu wollen, erste Tendenzen in dieser Richtung zu beobachten sind. Noch immer besteht teilweise aufgrund der vergleichsweise geringen Liquidität am Sekundärmarkt eine deutliche Diskrepanz zwischen den ausstehenden gedeckten Bonds und den Swapsreads der Papiere, die neu emittiert werden. Interessant ist allerdings zu beobachten, dass sich die bisher in diesem Jahr begebenen Pfandbrief-Emissionen im Jumbo-Format in den ersten Handelstagen teilweise so deutlich eingeeengt haben, dass sie zwischenzeitlich teurer notierten als manche vergleichbaren Bonds, die schon länger am Markt sind. Es scheint fast so, als würde hier die Psychologie eine Rolle spielen, nämlich dass neu begebene Bonds per se so viel attraktiver erscheinen und dadurch die Nachfrage getrieben wird.

**Pfandbriefe halten sich vergleichsweise wacker**



Quelle: DZ BANK, Daten aus Bloomberg

Von den größten Covered-Bond-Segmenten haben sich die Swapsreads der Pfandbriefe trotz aller Ausweitungstendenzen am besten gehalten. Dies dürfte Ausdruck davon sein, dass diesem Marktsegment noch immer die höchste Qualität zugesprochen wird. Dennoch befindet sich der Markt mittlerweile in Spreadregionen, die eine genauere Analyse notwendig erscheinen lassen.

### ■ Determinanten der Spreadentwicklung

Was sind aktuell die Einflussfaktoren auf die Spreadentwicklung? Die Risikoeinstellung der Anleger, die sich in den geforderten Swapsreads ausdrückt, orientiert sich in Zeiten der Krise nicht mehr so stark an der Qualität der Deckungswerte oder an den Emissionen zugrunde liegenden gesetzlichen Grundlage. Vielmehr konzentrieren sich die Investoren bei ihren Investmententscheidungen vor allem auf die Bonität des Emittenten – die fundamentalen Punkte, die Pfandbriefe eigentlich ausmachen, werden zum Großteil außer Acht gelassen. Ein gewisser Herdentrieb führt dazu, dass Pfandbriefe mit den anderen Covered-Bond-Segmenten über einen Kamm geschoren und folglich mit abgestraft werden. Die deutlich gestiegenen Swapsreads scheinen in den Augen der Anleger Ausdruck dafür zu sein, dass sich fundamental bei den gedeckten Bonds etwas deutlich verschlechtert hat. Tiefer gehende Fragestellungen werden allerdings unterlassen und ein ganzes Segment kommt folglich viel stärker unter Druck, als unserer Einschätzung nach eigentlich gerechtfertigt wäre.

Die Frage „was machen die anderen“ spielt ebenfalls eine wichtige Rolle. Warum sollten Engagements eingegangen werden, wenn erwartet werden darf, dass die Spreads wenige Tage später noch einmal ein gutes Stück höher liegen könnten. Keiner möchte der Erste sein, der wieder einsteigt. Andererseits wollen die Anleger auch nicht durch Verkäufe Verluste realisieren – trotz der Erwartung noch weiter steigender Spreads. Hier scheint für einige Marktteilnehmer Abwarten oder eventuell ein Engagement bis zur Endfälligkeit doch die bessere Alternative zu sein.

Letztendlich jedoch bilden sich die Swapsreads aktuell fast ohne Einwirkung der Investoren. Denn die getätigten kleinvolumigen Umsätze reichen noch nicht aus, größere Bewegungen auszulösen. Die Notierungen, die die Banken auf ihren Handelsschirmen veröffentlichen, orientieren sich stark am Primärmarkt; die Spreads werden folglich bei jeder Neuemission (nicht nur von Pfandbriefen und anderen Covered Bonds, sondern auch von staatsgarantierten und auch unbesicherten Bankanleihen) nach oben getrieben. Zudem sind die dargestellten Preise noch immer lediglich Indikationen, die zum Großteil deutlich davon abweichen, was letztlich umsetzbar ist.

Mittel- bis langfristig werden sich die von den Investoren geforderten Spreads vor allem auch am notwendigen Analyseaufwand orientieren. Das Vertrauen der Anleger in die Ratingagenturen hat deutliche Kratzer erhalten, so dass (zumindest die größeren) Investoren ihre eigenen Modelle benutzen, um zu einer aus ihrer Sicht fairen Swapeinschätzung zu gelangen. Im Bezug auf Pfandbriefe dürfte bei einer solchen Analyse herauskommen, dass die Qualität der Deckungsstöcke nach wie vor sehr hoch ist. Die im Bezug auf die Emittenten vorherrschenden Bedenken müssen ins Verhältnis zu diesen Deckungsstockdaten gesetzt werden. Wir erwarten daher, dass im Zuge einer wie auch immer gearteten Erholung des Covered-Bond-Marktes die Swapsreads der Pfandbriefe wieder unter ihrem heutigen Niveau liegen dürften. Zwischenzeitliche weitere Ausweitungen können jedoch auch nicht ausgeschlossen werden.

### Headline-Risiken als Haupteinflussfaktoren

„Was machen die anderen?“

### Kundenorders spielen untergeordnete Rolle

### Langfristig wieder engere Spreads

### Bisher wichtiges Marketinginstrument

#### ■ Banken als Liquiditätsgeber – hat das Market Making eine Zukunft?

Für die Liquidität des Sekundärhandels ist funktionierendes Market Making bisher eine Grundvoraussetzung gewesen – vor allem aus Sicht der Investoren. Von daher stellt sich die Frage, ob mit einer Wiederaufnahme des Market Making überhaupt gerechnet werden kann oder ob auch vorstellbar ist, dass sich ein gewisses Maß an Sekundärmarktliquidität auch ohne Market Making bilden kann. Denn mit dem Market Making ist dem Pfandbriefmarkt auch ein wichtiges Marketinginstrument weggebrochen.

### Positionsaufbau soll verhindert werden

Zunächst einmal: Wir gehen nicht davon aus, dass sich in naher oder mittlerer Zukunft überhaupt Banken finden werden, die sich zur Stellung bindender Kauf- und Verkaufskurse in vergleichbarer Art und Weise verpflichten, wie sie noch vor einhalb Jahren Usus war. Denn dies könnte im negativsten Fall mit einem Positionsaufbau einhergehen, den viele Banken auf jeden Fall verhindern möchten. Zudem stellt das Market Making in seiner bekannten Form ohnehin keine tragbare Alternative mehr dar, seitdem sich gezeigt hat, dass es in Krisensituationen – also gerade dann, wenn es eigentlich dringend gebraucht würde – nicht funktioniert und sogar negative Markttrends vielmehr noch beschleunigt.

### Bilanzen werden nicht zur Verfügung gestellt

Generell werden die Banken nicht mehr bereit sein, ihre Bilanzen zur Verfügung zu stellen, um für Liquidität am Markt zu sorgen – im Einzelfall sogar vielleicht für Liquidität zu sorgen, die hauptsächlich anderen Marktteilnehmern mit kleineren Bilanzen zugutekommt. Das Bereitstellen von Liquidität wird zukünftig viel stärker abgewogen werden – sollten sich für die betroffenen Banken keine merklichen Vorteile ergeben, erwarten wir starke Zurückhaltung. Denn es muss immer bedacht werden, dass einige Institute gerade durch die Intransparenz in illiquiden Märkten deutlich stärkere Vorteile verbuchen können als in einem gut funktionierenden und hochliquiden Markt.

### Liquidität und höhere Transparenz als Ziel

#### ■ Elektronische Handelssysteme als Wege aus der Illiquidität

Unter den Marktteilnehmern hat es mit der Erkenntnis, dass Market Making in Krisenzeiten nicht funktioniert, Überlegungen gegeben, wie der Handel auf eine vollständig elektronische Plattform gehoben werden könnte. Hierfür waren nicht nur Liquiditätsargumente ausschlaggebend; auch einer durch diese Handelsform möglichen höheren Transparenz werden gute Chancen eingeräumt, dem Vertrauensverlust im Markt entgegenzuwirken.

### Vorschläge reichen von Auktionen bis zu B2B-Plattformen

Mittlerweile gibt es unterschiedliche Vorschläge, wie der Handel auf elektronische Beine gestellt werden kann. Die Ideen reichen von einer täglichen Auktion von gedeckten Bonds (aufgeteilt in verschiedene Laufzeitsegmente) über die Verlagerung des Telefonhandels auf ein elektronisches System bis hin zu einem elektronischen B2B-Handelssystem. Ohne hier zu tief in Details einsteigen zu wollen, erachten wir eine stärkere Verlagerung des Handels auf ein elektronisches System als richtigen

Weg. Über das Ausmaß muss natürlich diskutiert werden, da auch im Telefonhandel durchaus Vorteile liegen. Dennoch erscheint uns die wichtigste Tatsache, dass schlicht und einfach etwas passiert – und jede Idee, die dem Sekundärhandel wieder zu mehr Aktivität verhelfen könnte, ist daher positiv zu sehen.

Pfandbriefe stehen in dieser Diskussion nicht besser oder schlechter dar als Covered Bonds aus anderen Ländern und Jurisdiktionen. Dennoch dürften deutsche gedeckte Bonds unserer Einschätzung nach neben französischen Obligations Foncières die ersten Papiere sein, die Investoren auf einer elektronischen Plattform handeln würden.

## EZB als Retter des Covered-Bond-Marktes?

Auf ihrer Mai-Sitzung hat die Europäische Zentralbank (EZB) angekündigt, Covered Bonds im Gesamtvolumen von 60 Mrd. Euro aufzukaufen zu wollen, um den Markt zu stützen. Nähere Einzelheiten sollen erst auf der kommenden EZB-Sitzung am 4. Juni bekannt gegeben werden. Der einzige Punkt, der veröffentlicht wurde, ist die Tatsache, dass sich die Käufe ausschließlich auf in der Eurozone emittierte gedeckte Bonds beschränken werden, die in Euro denominiert sind. Kann dieser Schritt der Zentralbank dazu führen, den Markt wieder in aktiveres Fahrwasser zurückzuführen?

Diese Ankündigung, die sehr positiv zu bewerten ist, dürfte unserer Einschätzung nach erst einmal vor allem eine psychologische Wirkung entfalten – vor allem auch da das angekündigte Volumen von 60 Mrd. Euro allein nicht ausreichen dürfte, eine deutliche Marktbewegung hervorzurufen. Die EZB hat auch in der Vergangenheit bereits Covered Bonds für den eigenen Bestand gekauft. Die jetzt angekündigten Käufe besitzen jedoch eine andere Qualität, da sie vor allem getätigt werden dürften, um eine Stabilisierung des Marktes herbeizuführen. Und dies wird auch funktionieren – zumindest bis zu einem gewissen Grad. Denn durch die Vermeidung näherer Einzelheiten darf sich jetzt erst einmal jedes Segment des Covered-Bond-Marktes auf Unterstützung freuen.

Doch vorerst bleiben erst einmal mehr Fragen offen, als beantwortet werden können. Nachfolgend eine kurze Auflistung:

- Welche Covered-Bond-Segmente werden von den Käufen der EZB profitieren, welche Arten von Deckungswerten werden berücksichtigt, welche Laufzeiten und von welchen Investorengruppen werden die gedeckten Bonds gekauft werden?
- Zu welchem Preis wird die EZB die Covered Bonds aufkaufen?
- Wie wird der Begriff „Covered Bond“ von der Zentralbank abgegrenzt? Fallen eventuell auch RMBS darunter?

**Covered-Bond-Käufe  
über 60 Mrd. Euro**

**Vor allem psychologische  
Wirkung**

**Stabilisierung oder leichte  
Einengung der Swapsreads**

**Pfandbriefe dürften  
vergleichsweise weniger  
profitieren**

**Implizite Staatsgarantie  
für Pfandbriefe**

**Investorengruppen  
von staatsgarantierten  
Bankanleihen und Pfandbriefen  
überschneiden sich**

- Wie werden die Käufe über die Bühne gehen? Ist die Zielsetzung vor allem die Stabilisierung des Marktes, dürfte die EZB am Sekundärmarkt agieren, sei es über direkte Käufe oder aber über Auktionen; geht es eher/auch um die Stabilisierung des Funding-Geschäfts der Banken und somit um den Immobilienmarkt, dürfte die Zentralbank vor allem am Primärmarkt oder aber in einer Kombination auf beiden Marktsegmenten tätig werden.
- Über welchen Zeitraum werden die Covered Bonds gekauft? Bleiben die erworbenen Papiere bis zu ihrer Fälligkeit im Bestand der EZB oder führt sie eine Art „aktives Portfoliomanagement“ durch, das zwischenzeitliche Verkäufe beinhaltet?

Wir gehen nicht davon aus, dass durch die Ankündigung der EZB eine Rallye einsetzen wird, die bei den Swapsreads innerhalb kürzester Zeit zu einer deutlichen Einengung führen wird. Dennoch dürfte der positive Effekt einer solchen Aktion zumindest dazu führen, dass sich der Markt auf seinem aktuellen Niveau stabilisiert und die Swapsreads zumindest erste Einengungstendenzen zeigen.

Für Pfandbriefe wiederum dürfte die Ankündigung vergleichsweise weniger positive Effekte hervorrufen. Unserer Einschätzung nach dürften von der Erwartung, dass die Zentralbank überhaupt am Markt aktiv wird, in Ermangelung näherer Einzelheiten erst einmal die gedeckten Bonds unterstützen, die viel stärker als Pfandbriefe unter die Räder gekommen sind (beispielsweise spanische Cédulas).

### **Staatsgarantierte Bankanleihen als ernsthafte Konkurrenz?**

In den vergangenen Monaten wurden in einer Vielzahl von Ländern Bankenrettungspakete verabschiedet, die vereinzelt, wie in Schweden und Irland, auch Covered Bonds in die staatlichen Garantien mit einschließen. Das deutsche Finanzmarktstabilisierungsgesetz lässt Pfandbriefe außen vor. Allerdings enthält der Gesetzestext einen Passus, dass die Bundesregierung dafür Sorge tragen wird, dass sich die 200-jährige ausfallfreie Geschichte des deutschen Pfandbriefs auch in Zukunft fortsetzen wird. Damit hat der Gesetzgeber ein starkes Commitment für den deutschen Pfandbrief abgegeben und implizit Maßnahmen zum Schutz der Pfandbriefgläubiger in Aussicht gestellt. Nach unserer Ansicht handelt es sich hierbei um eine implizite Staatsgarantie für deutsche Pfandbriefe.

Das Finanzmarktstabilisierungsgesetz hat aber vor allem die Grundlage geschaffen, dass sich deutsche Banken für einen eingeschränkten Zeitraum über Bankanleihen, die mit einer Garantie des Bundes versehen sind, am Kapitalmarkt refinanzieren können. Bislang haben sechs deutsche Banken davon Gebrauch gemacht und staatsgarantierte Bankanleihen im Volumen von 25,5 Mrd. Euro begeben. Diese Neuemissionen blieben nicht ohne Auswirkungen auf Pfandbriefe. So kommt es nicht zuletzt aufgrund der hohen Sicherheit, die beide Anleihenklassen bieten, hinsichtlich der Investorengruppen zu Überschneidungen.

## Vergleich von Covered Bonds und staatsgarantierten Anleihen

	<b>Pfandbriefe</b>	<b>Staatsgarantierte Bankanleihen</b>
<b>Rating</b>	AAA	AAA
<b>Risikogewichtung</b>	10%	0%
<b>Laufzeit</b>	unbegrenzt	max. 5 Jahre
<b>Sicherheit</b>	Deckungsstock	Staatsgarantie
<b>EZB-Fähigkeit</b>	ja	ja
<b>Haircut</b>	Kategorie II (Jumbos), III	Kategorie IV
<b>Liquidität</b>	niedrig	vergleichsweise hoch
<b>Ratingstabilität</b>	hoch	sehr hoch
<b>Analyseaufwand</b>	mittel	gering

Quelle: DZ BANK

Während sich die beiden Refinanzierungsinstrumente hinsichtlich Bonitätseinstufung und EZB-Fähigkeit nicht unterscheiden, kann beispielsweise schon allein die 0%ige Risikogewichtung für die staatsgarantierten Anleihen einen maßgeblichen Einfluss auf die Investitionsentscheidung haben. Aber auch der geringere Analyseaufwand, der sich bei den garantierten Bankanleihen allein auf die Ausgestaltung der Garantie des Bundes beschränkt, bildet einen Vorteil, der sich auch in den Renditevorstellungen der Investoren widerspiegelt. In der Folge müssen Pfandbriefe, um sich gegenüber den staatsgarantierten Bankanleihen zu behaupten, einen Aufschlag bieten.

Die Commerzbank hat Anfang Januar als erstes deutsches Institut das Rettungspaket der Bundesregierung in Anspruch genommen und eine dreijährige staatlich garantierte Anleihe im Volumen von 5 Mrd. Euro bei Midswap + 30 Basispunkte platziert. Der gezahlte Aufschlag lag deutlich über den Niveaus deutscher Staatsanleihen und vergleichbarer Anleihen staatlicher Institutionen. In der Folge sind die Spreads von staatlichen Förderbanken und später auch von Pfandbriefen in Erwartung weiterer staatsgarantierter Emissionen unter Druck geraten.

So musste die LBBW Anfang Februar bei der Vermarktung ihres fünfjährigen Öffentlichen Pfandbriefes bereits einen Renditeaufschlag gegenüber der Swapkurve von 75 Basispunkten bieten. Zum Vergleich: Noch im August konnte die Münchner Hypothekbank – allerdings vor der Lehman-Pleite – einen dreijährigen Öffentlichen Pfandbrief bei Midswap minus einen Basispunkt platzieren.

Während Pfandbriefe anfangs nur im Laufzeitband bis drei Jahre mit den staatsgarantierten Bankanleihen konkurrieren mussten, wurde die maximale Laufzeit der durch den Bund besicherten Bonds unter bestimmten Voraussetzungen zwischenzeitlich auf fünf Jahre ausgeweitet. Damit bleibt den Pfandbriefen nur noch der Laufzeitbereich länger fünf Jahre exklusiv vorbehalten. Während bereits zwei französische Emittenten zehnjährige gedeckte Emission erfolgreich platzieren konnten, hat sich bislang kein Pfandbriefemittent mit größeren öffentlichen Transaktionen in dieses Laufzeitsegment gewagt.

**Risikogewichtung von 0%  
für staatsgarantierte  
Bankanleihen als Vorteil**

**Staatsgarantierte Bankanleihen  
setzen Pfandbriefe unter Druck**

**Covered Bonds werden ihre  
Bedeutung als langfristige  
Refinanzierungsinstrumente  
zurückgewinnen**

Der Zeitraum, in dem staatsgarantierte Anleihen begeben werden können, läuft zum Jahresende aus. Auch wenn die Frist theoretisch verlängert werden kann, wird irgendwann der Augenblick kommen, ab welchem nur noch unbesicherte Anleihen begeben werden dürfen. Spätestens dann wird der Refinanzierungsvorteil der Pfandbriefe wieder deutlicher zum Tragen kommen und die gedeckten Anleihen als langfristiges Refinanzierungsinstrument wieder verstärkt an Bedeutung gewinnen.

## **Einfluss der Ratingagenturen – Änderungen der Methodologien**

Das Ende der Covered Bonds als reine AAA-Produkte scheint besiegelt. Hintergrund sind die zwischenzeitlich von allen drei großen Ratingagenturen angekündigten Maßnahmen, die für die Einstufung der Covered Bonds angewendeten Ratingmethodologien grundlegend zu überarbeiten beziehungsweise zu modifizieren. Auch Pfandbriefe dürften davon negativ betroffen sein.

### **■ S&P**

Den Anfang hat bereits im Februar S&P gemacht. Neben der Neuerung, dass zukünftig die Covered-Bond-Ratings explizit an die Emittentenbonität geknüpft werden, bildet die Untersuchung von Laufzeiteninkongruenzen im Zusammenspiel der Forderungen und Verbindlichkeiten im Deckungsstock den zentralen Eckpfeiler der modifizierten Ratingmethodologie von S&P. Kurz zusammengefasst, umfassen die wichtigsten Änderungen folgende Punkte:

- Basierend auf einer Kategorisierung werden einige Covered-Bond-Ratings explizit an die Emittentenbonität geknüpft;
- Laufzeiteninkongruenzen im Zusammenspiel der Forderungen und Verbindlichkeiten im Deckungsstock bekommen innerhalb der neuen Methodologie ein stärkeres Gewicht;
- einzelne Covered-Bond-Jurisdiktionen werden vor dem Hintergrund der zu erwartenden Unterstützungswahrscheinlichkeit bewertet;
- zur marktgerechten Bewertung der Deckungsaktiva werden zukünftig strengere Stress-Szenarien angewandt.

S&P hat angekündigt, dass, wenn die Ratingmethodologie wie ursprünglich geplant umgesetzt wird, bis zu 60% der gerateten Covered Bonds die Bestnote verlieren könnten. Auch wenn Pfandbriefe nicht zu den am stärksten betroffenen Covered-Bond-Gattungen zählen dürften, werden sicherlich auch mit Hypotheken besicherte sowie Öffentliche Pfandbriefe betroffen sein. Nachdem die Konsultationsphase Ende März abgelaufen ist, bleibt abzuwarten, welche Abwandlungen an der

**S&P plant Ratingmethodologie  
grundlegend zu ändern**

**Bis zu 60% der Covered Bonds  
könnten Bestnote verlieren**

Ratingmethodologie S&P letztendlich noch vornimmt. Nichtsdestotrotz wird die neue Ratingmethodologie früher oder später in Kraft treten und das bedeutet, dass mit Ratingherabstufungen gerechnet werden muss.

#### ■ Fitch

Auch Fitch beabsichtigt, wie im März angekündigt, die Ratingmethodologie für Covered Bonds und damit auch für Pfandbriefe zu modifizieren. Insbesondere geht es um die stärkere Berücksichtigung von Liquiditätsrisiken in den Deckungsstöcken, die dadurch entstehen, dass die Aktiva in der Regel längere Laufzeiten als die ausstehenden Covered Bonds aufweisen. Dies wird insbesondere zum Problem, wenn der Emittent unmittelbar vor Fälligkeit eines großvolumigen Covered Bonds ausfällt. Hinzu kommt die aufgrund der Marktlage erschwerte Verwertbarkeit der Deckungsaktiva, sollte ein Notverkauf notwendig werden. Fitch hat sich daher entschlossen, die Berechnung des Discontinuity-Faktors auf diese geänderten Rahmenbedingungen hin anzupassen. Zudem wird von der Agentur zukünftig davon ausgegangen, dass die erzielbaren Verkaufserlöse geringer als vor Ausbruch der Finanzkrise ausfallen, was sich in einer höheren geforderten Überdeckung niederschlagen dürfte, um ein bestimmtes Ratingniveau zu halten oder zu erreichen.

Der Discontinuity-Faktor (D-Faktor) stellt im Ratingansatz von Fitch das Verbindungsglied zwischen Emittent und Covered-Bond-Rating dar; er drückt die Wahrscheinlichkeit einer ununterbrochenen Bedienung der Covered Bonds bei eingetretener Insolvenz des Emittenten aus. Kurz zusammengefasst beinhalten die geplanten Änderungen, die die Verbindung zwischen Emittent und Covered Bonds weiter verstärken, Folgendes:

- Die Gewichtung der Liquiditätslücken bei der Berechnung des D-Faktors soll von 30% auf 35% angehoben werden (im Gegenzug wird die Komponente der Absonderung der Deckungswerte künftig nur noch mit 45% statt 50% gewichtet);
- bei Berechnung der Liquiditätslücke soll in Zukunft die durch die Krise gesunkene Liquidität der Deckungswerte stärker einfließen.

Sollten die 104 durch Fitch eingestuftten Covered-Bond-Programme ihre Überdeckung im Einklang mit dem höchsten erzielbaren Rating aufstocken, jedoch keine Maßnahmen gegen die Liquiditätslücken in Angriff nehmen, erwartet die Agentur eine Herabstufung von maximal 5% der mit öffentlichen Deckungswerten und maximal 10% der mit Hypothekarkrediten besicherten Covered Bonds. Größtenteils dürften die Ratingverschlechterungen laut Fitch nur eine Stufe betragen und damit insgesamt moderater als die von S&P antizipierten Herabstufungen ausfallen.

Genau wie S&P hat Fitch den Marktteilnehmern Gelegenheit gegeben, sich kritisch zu den vorgeschlagenen Änderungen zu äußern. Die Konsultationsphase ist am 30. April ausgelaufen.

#### **Fitch plant Liquiditätsrisiken stärker zu berücksichtigen**

#### **Stärkere Verbindung zwischen Covered Bonds und Emittent**

#### **Herabstufungen um maximal eine Stufe**

## Anpassung der Determinanten

### ■ Moody's

Als letzte der drei großen Ratingagenturen hat Moody's auf die gestiegenen Refinanzierungsrisiken der Deckungsmassen reagiert. Im Gegensatz zu S&P und Fitch, die die Ratingmethodologie für Covered Bonds grundlegend überarbeitet beziehungsweise weiter modifiziert haben, hat Moody's nicht eine Änderung der Ratingmethodologie, sondern lediglich eine Anpassung der bei der Berechnung verwandten Variablen vorgenommen. Wir rechnen damit, dass die meisten Emittenten den Forderungen der Ratingagentur nach einer höheren Überdeckung nachkommen und so die Ratingherabstufungen bei den Covered Bonds „im Rahmen“ bleiben werden.

## Ende der AAA-Welt

Investoren sollten sich dennoch – insbesondere vor dem Hintergrund der von S&P und Fitch angekündigten Änderungen der Ratingmethodologie – darauf einstellen, dass es in Zukunft nicht mehr viele Emissionen geben wird, die sich mit Bestnoten von allen drei Ratingagenturen schmücken können. Wobei an dieser Stelle auch betont werden muss, dass ein AA-Rating immer noch eine sehr gute Einstufung ist, die mit einer geringen Ausfallwahrscheinlichkeit einhergeht. So werden beispielsweise mittlerweile auch Staatsschulden von Spanien und Irland nicht mehr von allen Ratingagenturen mit der Bestnote bewertet.

## Spreadausweitungen sehr wahrscheinlich

Auswirkungen auf die Spreads der von den Ratingherabstufungen betroffenen Pfandbriefe sind allerdings wahrscheinlich, wenn erst einmal feststeht, welche Papiere betroffen sein werden. So könnte der Verlust der Bestnote, falls die Anlage Richtlinien eine AAA-Einstufung vorschreiben, Investoren gegebenenfalls sogar zum Verkauf der jeweiligen Bestände zwingen und somit Druck auf die Spreads ausüben.

## Positive Einstellung der Investoren hinsichtlich Pfandbriefen...

### Die Sicht der Investoren

Das Hauptproblem, dem sich der Covered-Bond-Markt als Gesamtheit und die Pfandbriefe im Speziellen augenblicklich gegenübersehen, ist ein sehr negatives Anleger-Sentiment. Der Pfandbrief-Markt war zwar das letzte Segment der gedeckten Bonds, das im Zuge der Krise unter die Räder gekommen ist; jedoch scheint der angerichtete Schaden hier vergleichsweise schwerwiegend zu sein. Die größte Schwierigkeit bei der Wiederherstellung des Vertrauens in die deutschen Papiere liegt in den fehlenden Erfahrungswerten. In der Vergangenheit (vor der Krise) war die Einstellung der Investoren zu Pfandbriefen klar: Ein Qualitätsprodukt, das auf eine Geschichte von mehr als 200 Jahren ohne jegliche Ausfälle oder Zahlungsverzögerungen zurückblicken kann und das durch Einführung des Jumbo-Segments in 1995 noch einmal einen kräftigen Schub erhalten hatte, ist über jeden Zweifel erhaben. Infolgedessen übertraf die Nachfrage das Angebot meist deutlich, die Swapsreads kannten nur eine Richtung, immer weiter nach unten.

Diese Wahrnehmung des Marktes hat sich bis zum heutigen Tag nicht nur gewandelt, sondern sogar eher ins Gegenteil umgekehrt. Die Probleme der Finanzlandschaft werden 1 zu 1 auf den Pfandbriefmarkt projiziert, die Abstrafung der gedeckten Bonds aus Deutschland führt dazu, dass jegliche den Papieren inhärenten Sicherungsmechanismen völlig außer Acht gelassen werden.

Um dem entgegenzuwirken, müssen sich die anderen Marktteilnehmer auf die Forderungen der Anleger einstellen – sofern man die Investoren und deren Wünsche überhaupt kanalisieren kann. Um die Anlegerschaft mit einer Stimme sprechen zu lassen, wurde erst vor wenigen Wochen das Covered Bond Investor Council (CIBC) gegründet, über das sich Investoren anonym kritisch zu Marktgegebenheiten äußern können. Mit diesem Council soll das noch fehlende Gegengewicht zu bereits bestehenden Interessenvertretungen der Emittenten und der Händler (Market Maker) geschaffen werden. Denn letztendlich darf nicht vergessen werden, dass Investoren diejenigen sind, die den Markt treiben und die dem Handel überhaupt erst Leben einhauchen.

Die Erwartung der Anleger, was sich am Covered-Bond-Markt ändern muss, bevor sie sich ein erneutes Engagement vorstellen könnten, hat sich unserer Beobachtung nach in den vergangenen Monaten deutlich verschoben. War es zu Beginn der Krise noch hauptsächlich die fehlende Liquidität, die moniert wurde, bemängeln die Investoren nun verstärkt die unzureichende Transparenz, vor allem von Emittentenseite. Die Informationen, die dem Markt und somit auch den Anlegern zur Verfügung stünden, reichen nicht aus, um sich ein umfassendes Bild über die mit bestimmten Covered Bonds oder Pfandbriefen verbundenen Risiken zu verschaffen, so der Vorwurf.

### **Forderung nach mehr Transparenz**

Doch was sollte diese höhere Transparenz beinhalten? Generell geht es den meisten Anlegern wohl erst einmal darum, so viele Informationen wie möglich zu erhalten. Dies umfasst detaillierte Deckungsstockdaten beispielsweise hinsichtlich Herkunft und Art der Deckungsaktiva, deren Beleihungswerten oder der erfolgten Fristentransformation. Darüber hinaus geht es um Regelungen für den Insolvenzfall – und hier spielt natürlich auch die gesetzliche Grundlage eine wichtige Rolle.

Ausgehend von dieser dann schnell sehr hohen Informationsdichte stellt sich für uns die Frage, wie die Informationen zum Vorteil für den Kunden verarbeitet werden können. Denn der Zahlenwust an sich entspricht unserer Einschätzung nach dem Motto: „Daten stellen noch keine Information dar, es müssen erst Informationen daraus abgeleitet werden.“ Und an diesem Punkt dürfte sich die Forderung nach umfassender Datenlage bei vielen Investoren ziemlich schnell als sinnfrei erweisen, sofern die Möglichkeiten/Fähigkeiten zur Weiterverarbeitung fehlen.

**...wandelt sich ins Gegenteil**

**Investor Council als  
Sprachrohr der Anleger**

**Transparenz und Liquidität  
werden gefordert**

**So viele Informationen  
wie möglich**

**Transformation von  
reinen Daten zu hilfreichen  
Informationen**

**Paragraph-28-Daten scheinen  
uns nicht ausreichend zu sein**

Bisher gibt es noch keine einheitliche Aufstellung, was investoren-, aber auch anlystenseitig als wirklich relevante Daten aufgefasst werden soll. Aber auf jeden Fall scheinen die Anforderungen über die Paragraph-28-Regelungen – auch nach erfolgter Novellierung des Pfandbriefgesetzes – hinauszugehen. Zwar wurde bei Überarbeitung des Gesetzes festgelegt, dass beispielsweise hinsichtlich der Laufzeitenstruktur der ausstehenden Pfandbriefe und der ihnen gegenüberstehenden Deckungsaktiva deutlich kleinere Laufzeitenfenster verwendet werden müssen, um so einen zusätzlichen Informationsgehalt zu erzeugen. Doch dies kann nur der Anfang sein. Unserer Einschätzung nach wäre es ein Schritt in die richtige Richtung, wenn die Emittenten beispielsweise eine einheitliche Vorlage zur Präsentation der Daten verwenden würden. Denn auch die Vergleichbarkeit der verfügbaren Informationen spielt bei ihrer Weiterverarbeitung eine wichtige Rolle (aktuell unterscheiden sich die Paragraph-28-Daten in ihrer Darstellung noch erheblich).

**Auch Transparenz hinsichtlich  
der Marktdaten gefordert**

Der Stein der Weisen ist in der Frage der Emittenten-Transparenz noch nicht gefunden – doch eines steht zumindest unserer Einschätzung nach fest: Zu viele Informationen sind auch keine Lösung; zumindest dann nicht, wenn die Möglichkeiten der Weiterverarbeitung fehlen. Zudem beinhaltet Transparenz nicht nur Informationen betreffend den Deckungsstöcken, sondern auch Marktdaten wie gehandelte Preise oder Volumina. Allerdings muss hier noch eine weitere Interessengruppe berücksichtigt werden, die Pfandbrief-Händler. So sind in diesem Punkt alle drei unterschiedlichen Lager zu berücksichtigen – und je mehr Interessen unter einen Hut gebracht werden müssen, umso schwieriger ist eine einhellige Lösung.

**Liquidität als (Mit-)Auslöser  
der Spreadexplosion...**

**Wie wichtig ist Liquidität?**

Liquidität ist Grundvoraussetzung, dass sich die Investoren wieder stärker am Pfandbriefmarkt engagieren. Diese Argumentationslinie hat allerdings spätestens dadurch erhebliche Kratzer erhalten, als klar wurde, dass die hohe Liquidität, die durch das Fortführen des Market Making zumindest pro forma aufrechterhalten wurde, sogar eine Verschärfung der Marktsituation herbeigeführt hat. Liquidität in Kombination mit zunehmender Zurückhaltung der Investoren führte nämlich dazu, dass die Swapspreeds nur dadurch in die Höhe schossen, dass sich die Market Maker die Positionen untereinander weitergaben, die aufgrund von Managementvorgaben nicht mehr auf den eigenen Büchern verbleiben sollten.

**...allerdings in einem  
anderen Zusammenhang**

In diesem Sinne kann sogar ein wenig davon gesprochen werden, dass erst die durch das Market Making garantierte hohe Liquidität in einem Markt, in dem hoher Abgabedruck herrschte, die Ausweitung der Swapspreeds beschleunigte und somit den Vertrauensverlust ursächlich mit ausgelöst hat. Liquidität ist somit wirklich (Mit-)Auslöser der Krise gewesen – allerdings in einer völlig anderen Art und Weise, wie gerne angeführt wird.

Unseres Erachtens dürfte die Definition von Liquidität nach Beendigung der Krise (oder zumindest nach einer erheblichen Verbesserung der Lage) eine völlig andere sein. Hier spielt auch eine gewichtige Rolle, ob die Einstufung von Covered Bonds und Pfandbriefen als Bund-Surrogat in Richtung von Credit-Produkten überdacht wird. Auch die Frage, ob zukünftig eher von Buy-and-Hold- oder von Trading-Produkten gesprochen wird, dürfte immer wichtiger werden. Zudem bleibt abzuwarten, ob aufgrund der geänderten Rahmenbedingungen der Jumbo-Pfandbrief eine Zukunft hat oder ob kleinvolumige Emissionen die neue Benchmark werden.

Viele dieser Fragen sind aktuell noch nicht zu beantworten – doch da (hohe) Liquidität bisher eines der wichtigsten Marketinginstrumente für Pfandbriefe war, müssen sich Emittenten und Händler überlegen, wie zukünftig mit diesem Aspekt umgegangen werden soll. Denn Liquidität bleibt im Fokus – auch wenn sich ihre Parameter merklich ändern dürften.

### **Parameter für Liquidität ändern sich**

### **Liquidität bleibt im Fokus**

## Zur Emittentenlandschaft

### Schwieriges Umfeld

Wie sieht die Lage bei den deutschen Pfandbriefemittenten aus? Wie wird sich die Emittentenlandschaft in Deutschland entwickeln? Unsere kürzeste und heillos vereinfachende „Antwort“ lautet: Schwierig, und zwar in mehrfacher Hinsicht. Nachfolgend wollen wir zwar nicht den waghalsigen Versuch einer wie auch immer gearteten „erschöpfenden“ Antwort unternehmen, doch zumindest einige (notgedrungen) spekulative Zukunftsthemen zur Diskussion stellen, die auf komplizierte Weise miteinander verwoben sind.

#### ■ These 1:

Mit den unsicheren Zukunftsaussichten der beiden Schwergewichte (HRE und Eurohypo) sowie dem anstehenden Strukturwandel im Landesbankensektor lastet eine schwere Hypothek auf der deutschen Pfandbriefbankenbranche, die in nicht unerheblichem Maße die Wahrnehmung des Pfandbriefs (negativ) beeinflusst. Inwieweit hiervon allein negative Signalwirkungen ausgehen, hängt sicherlich davon ab, wie sich dieser Strukturwandel in der deutschen Bankenlandschaft in der konkreten Praxis vollziehen wird. Doch kurzfristig überwiegen nach unserem Dafürhalten die Unsicherheitsfaktoren, die auf diesen Problemkomplex rückführbar zu sein scheinen.

### Probleme einzelner Banken belasten das gesamte Segment

### HRE als größter Krisenfall...

Beim Blick auf die deutsche Pfandbriefemittentenlandschaft springt unmittelbar der größte Krisenfall Hypo Real Estate (HRE) ins Auge, die nur durch Unterstützungsleistungen über mehr als 100 Mrd. Euro, getragen vor allem durch den Bund, vor der Insolvenz bewahrt werden konnte. Der deutsche Staat strebt die vollständige Übernahme der Anteile an der HRE an, die er in Kürze durch eine Kapitalerhöhung und anschließendes Squeeze-out-Verfahren erreichen dürfte. Dieser Fall besitzt sicherlich einen enorm negativen Ausstrahleffekt auf den gesamten Pfandbriefmarkt. Denn die HRE gehört zu den größten Pfandbriefemittenten in Deutschland. Die Düsseldorfer Hypothekenbank, die im Vergleich zum „Goliath“ HRE eher mal die Rolle des „David“ spielt, ist in Form eines „Notverkaufs“ an die Sicherungseinrichtung der privaten Banken erst einmal der Schließung zuvorgekommen und wird mit Hilfe von Unterstützungsleistungen des privaten Bankengewerbes am Leben erhalten. Aktuell wird ein neuer Käufer gesucht. Darüber hinaus muss die Commerzbank die Eurohypo innerhalb der nächsten fünf Jahre „abgeben“. Dies ist eine Auflage der EU-Kommission zur inzwischen erfolgten Genehmigung der staatlichen Eigenkapitalzufuhr. Vermutlich deutlich schneller muss sich die WestLB von der Westdeutschen Immobilienbank trennen, was ebenfalls auf Drängen der EU-Kommission zurückzuführen ist. Und die Landesbanken selbst, eine wichtige Gruppe von Pfandbriefemittenten, befinden sich in einem tiefgreifenden Umbruchprozess, der besser als staatlich moderierter oder gelenkter Konzentrationsprozess zu interpretieren ist.

### ... doch gesamte Emittentenlandschaft steht auf tönernen Füßen

Diese Beispiele zeigen, dass sich die Landschaft der deutschen Pfandbriefemittenten – positiv formuliert – in unruhigen Bahnen bewegt, was die Wahrnehmung des Pfandbriefmarktes als weitgehend stabiles Strukturensemble irritiert, oder – negativ formuliert – auf tönernen Füßen steht und die Unsicherheit der künftigen Entwicklung des deutschen Pfandbriefmarktes und ihrer Emittenten für alle Marktteilnehmer zusätzlich vergrößert.

**These 2:**

Auch 2009 werden die Ergebnisse der Pfandbriefemittenten deutlich von der Finanz- und Wirtschaftskrise gezeichnet sein.

Auf Ebene der veröffentlichten Zahlenwerke für 2008 ist evident geworden, dass die Finanzkrise deutlich sichtbare Spuren, wenngleich auch in unterschiedlichem Ausmaß, hinterlassen hat. In der Regel negative Handels- und Finanzanlageergebnisse, die im Zusammenhang mit Bewertungs- und Veräußerungsverlusten auch aus derivativen Finanzinstrumenten stehen, haben zu Jahresfehlbeträgen oder zumindest zu deutlich dezimierten Ergebnissen geführt. Damit teilen die Pfandbriefemittenten das gleiche „Schicksal“ wie das Gros jener Banken, die nicht über eine Pfandbrieflizenz verfügen. Auch für 2009 gehen wir davon aus, dass die Ergebnisse von auf das Pfandbriefgeschäft spezialisierten Banken wegen des hohen Wertberichtigungs- und Abschreibungsbedarfs infolge der negativen Rückwirkungen der Finanzkrise auf die Realwirtschaft, und hier insbesondere im Bereich der gewerblichen Immobilienmärkte, unter Druck bleiben werden.

**These 3:**

Die Geschäftsmodelle werden sich im Allgemeinen graduell, nicht aber fundamental ändern.

Sicherlich es noch zu früh, um die Frage abschließend zu beantworten, inwiefern sich die Geschäftsmodelle und -strategien der Pfandbriefbanken durch die Finanzkrise geändert haben oder ändern werden. Klar ist bislang, dass die Krise die Pfandbriefemittenten im Durchschnitt gezwungen hat, das Volumen des Neugeschäfts bei Hypothekar- und Staatskrediten herunterzufahren.

Gemessen an den Angaben der im Verband deutscher Pfandbriefbanken organisierten Kreditinstitute sind die Darlehenszusagen 2008 im Bereich der Hypothekarkredite um rund 37% und bei den Staatskrediten um rund 41% im Vergleich zum entsprechenden Vorjahreswert gesunken. Den stärksten Rückgang verbuchen die gewerblichen Immobilienkredite, die um rund 43% rückläufig waren. Die Veränderungen auf Basis der Bestandszahlen zeigen sich weit weniger dramatisch. Während sich der Bestand der Hypothekarkredite gar um 2,7% erhöht hat, liegt der Rückgang auf Ebene der Staatskredite bei rund 10%, was mit der unterschiedlichen Laufzeit der entsprechenden Aktiva erklärt werden kann.

Diese Entwicklung ist aus unserer Sicht jedoch nicht Ausdruck einer aktiven Wahl einer bestimmten Handlungsoption, sondern eher eine passive Adaption an die dramatisch verschlechterten Refinanzierungsmöglichkeiten und die eigene Risikotragfähigkeit. Zu nennen sind einerseits verschlechterte Refinanzierungskonditionen, insbesondere aber die begrenzte Aufnahmefähigkeit und -bereitschaft auf Seiten der Investoren und die Unsicherheit darüber, wie sich die Refinanzierungsmärkte in Zukunft entwickeln werden. Andererseits aber auch interne Faktoren, die mit der

**Stockende Immobilienmärkte  
dürften auch 2009 belasten**

**Strategieänderungen sind  
noch weitgehend unklar...**

**...Redimensionierung steht  
auf der Agenda so mancher  
Emittenten**

**Verschlechterte  
Refinanzierungsmöglichkeiten...**

**...und geänderte  
Risikotragfähigkeit  
bestimmen das Handeln**

Risikotragfähigkeit in Verbindung mit der Kapitalausstattung in Verbindung stehen. Der Raum der unternehmerischen Handlungsmöglichkeiten hat sich im Verlauf des Jahres 2008, insbesondere nach der Lehman-Insolvenz, drastisch verengt. Spätestens ab diesem Zeitpunkt bestimmen die Möglichkeiten auf der Passivseite jene der Aktivseite – die Passivseite hat die Vorrangstellung gegenüber den Geschäftsmöglichkeiten auf der Aktivseite eingenommen, während dieses Dominanzverhältnis in der Vergangenheit eher zu Gunsten der Aktivseite ausgefallen ist. Von den deutlichen Margenerhöhungen sowohl im Immobilienkredit- als auch im Staatskreditgeschäft konnten die deutschen Pfandbriefemittenten ob der erwähnten Faktoren in weitaus geringerem Ausmaß profitieren als vermutlich gewünscht. Die Überarbeitung der Risikostrukturen und -modelle sowie die Redimensionierung der Bestandsportfolien und Neudefinition des Kerngeschäftsfeldes werden auch bei den Pfandbriefemittenten ganz oben auf der Agenda des betrieblichen Wandels stehen.

**Staatskreditgeschäft  
bleibt bestehen...**

Werden die Pfandbriefemittenten nach den katastrophalen Erfahrungen mit der DEPFA, die einen viel zu großen Anteil der Bilanz kurzfristig refinanziert hatte, das Staatsfinanzierungsgeschäft ganz aufgeben? Nach unserem Dafürhalten wird die Staatsfinanzierung auch weiterhin von vielen Pfandbriefemittenten betrieben werden. Denn zu lukrativ ist dieses Geschäftsfeld phasenweise, und die steigende Staatsverschuldung lädt hierzu ein. Gleichwohl dürften die Geschäftsvolumina geringer ausfallen und die strategische Entscheidung noch stärker nach opportunistischen Erwägungen vorgenommen werden als ohnehin schon in der Vergangenheit. Investoren werden sich bei ihren Investitionsentscheidungen künftig sehr viel stärker für die eingegangenen Zinsänderungs- und Refinanzierungsrisiken der Pfandbriefemittenten fokussieren, so dass wir erwarten, dass die Beiträge aus der Fristentransformation in Zukunft geringer ausfallen. Banken, die sich ausschließlich auf die Staatsfinanzierung fokussieren, wie zum Beispiel die in die Eurohypo aufgegangene Hypothekenbank in Essen, gehören unserer Einschätzung nach der Vergangenheit an. Ein solches Geschäftsmodell dürfte vom Markt nicht mehr akzeptiert werden, denn Kommunalfinanzierer, die margenschwaches Geschäft betreiben, sind in besonders hohem Maße gezwungen, Fristentransformation zu betreiben und sich den damit verbundenen Zinsrisiken auszusetzen.

**...mit deutlich geringeren  
Volumina**

**Evolution statt Revolution in  
den Geschäftsmodellen**

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass die Immobilienfinanzierung trotz der Krisen auf einer Reihe von Immobilienmärkten nicht vor dem Aus steht. Die Geschäftsmodelle der in diesem Geschäftssegment aktiven Banken werden sich dergestalt an die bisherigen Erfahrungen aus der Finanzkrise anpassen, dass die Themen risikoadäquate Margenbildung, ausreichende Kapitalisierung, Liquidität sichernde Maßnahmen und makroökonomische Krisendiagnosen noch stärker an Bedeutung gewinnen, was wir aber eher als graduelle Anpassungen der Geschäftsmodelle interpretieren denn als einen grundlegenden Wechsel der Geschäftsstrategie. Das ohnehin opportunistische Geschäftsgebaren im Staatskreditgeschäft wird noch ausgeprägter ausfallen, gleichwohl werden hier die Volumina trotz der krisenbedingt deutlich steigenden Staatsschuld auf absehbarer Zeit eher geringer sein.

## Rechtliche Grundlagen

### Pfandbriefgesetz

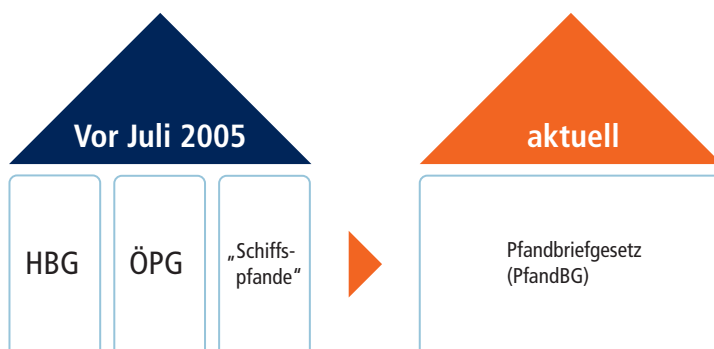
Die rechtlichen Grundlagen zur Begebung von Pfandbriefen zählen neben Marktusancen/Konventionen und Aufsichtsstrukturen sowie emittentenspezifischen Regularien zu den zentralen Elementen des institutionellen Rahmens, in den Pfandbriefe eingebettet sind. Mehr noch: Ohne das Pfandbriefgesetz gäbe es den Pfandbrief nicht. Da das Pfandbriefgesetz eine nicht zu unterschätzende Vertrauen stiftende und die Bonität erhöhende Wirkung besitzt, stellen wir im Folgenden die wichtigsten Elemente des aktuell gültigen Rechtsrahmens vor – inklusive der jüngsten Novelle, die erst vor wenigen Wochen verabschiedet wurde. Ergänzend werden wir noch die Punkte erläutern, die auch nach erfolgter Novellierung unserer Einschätzung nach verbesserungswürdig sind.

Von den in der zurückliegenden Dekade vorgenommenen Gesetzesänderungen zählt – neben den im Rahmen des 4. Finanzmarktfördergesetzes aufgenommenen insolvenzrechtlichen Detailregelungen – jene, die 2005 umgesetzt wurde, sicherlich zu der bemerkenswertesten. Streng genommen handelte es sich dabei nicht um eine „gewöhnliche“ Novelle des Hypothekbankgesetzes, sondern um die Einführung eines neuen Gesetzes, das sich gleichwohl in weiten Teilen an das damals bestehende und in vielerlei Hinsicht bewährte Hypothekbankgesetz (HBG) angelehnt hat. Am 19. Juli 2005 trat das Pfandbriefgesetz (PfandBG) in Kraft, wodurch die bisherigen Vorschriften zur Emission von Pfandbriefen für spezialisierte Schiffs- und Hypothekbanken sowie öffentlich-rechtliche Kreditinstitute zusammengefasst wurden und das ehemals positiv konnotierte „Spezialbankprinzip“ abgeschafft worden ist.

**Pfandbriefe – ein voraussetzungsvolles Unternehmen**

**PfandBG fasst drei Gesetze zusammen**

PfandBG führte drei Gesetze zusammen



HBG = Hypothekbankgesetz; ÖPG = Gesetz über die Pfandbriefe und verwandte Schuldverschreibungen öffentlich-rechtlicher Kreditanstalten; Schiffspfande = Pfandbriefe, basierend auf dem Schiffspfandbriefgesetz

Quelle: DZ BANK

### BaFin erteilt Lizenz

### Emissionslizenz statt Spezialbankprinzip

Mit der Definition des Pfandbriefgeschäfts als eigenes Bankgeschäft im Kreditwesengesetz (KWG) wird die Ausgabe von Pfandbriefen allen Kreditinstituten ermöglicht, die über eine Erlaubnis für das Betreiben von Bankgeschäften verfügen. Die Lizenz zur Emission von Pfandbriefen muss bei der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) beantragt werden. Sie wird erteilt, wenn das Kreditinstitut bestimmte, unten aufgeführte Mindestanforderungen erfüllt:

### Mindestanforderungen

- Das Kernkapital der Bank muss mindestens 25 Mio. Euro betragen.
- Das Kreditinstitut muss eine Erlaubnis für das Betreiben des Kreditgeschäfts besitzen.
- Die Pfandbriefbank muss über ein für das Pfandbriefgeschäft geeignetes Risikomanagementsystem verfügen, das im PfandBG näher spezifiziert wird.
- Durch einen Geschäftsplan ist der BaFin vom Pfandbriefemittenten nachzuweisen, dass das Pfandbriefgeschäft regelmäßig und nachhaltig betrieben werden soll.
- Der organisatorische Aufbau und die Ausstattung des Kreditinstituts müssen auf das Pfandbriefgeschäft ausgerichtet sein.
- Die Geschäftsleiter müssen über ausreichende theoretische und praktische Kenntnisse im Hypothekar-, Kommunal- und/oder Schiffskreditgeschäft und deren jeweiligen Refinanzierung verfügen.

### Entzug der Lizenz möglich

Die Pfandbrieflizenz kann durch die BaFin auf eine bestimmte Pfandbriefgattung begrenzt werden, so dass ein Kreditinstitut zum Beispiel lediglich Hypothekendarpfandbriefe, Öffentliche Pfandbriefe, Schiffspfandbriefe oder (im Zuge der jüngsten Novelle) Flugzeugpfandbriefe emittieren kann. Das PfandBG gibt der BaFin die Möglichkeit, eine einmal erteilte Pfandbrieflizenz wieder zurückzuziehen, wenn die Anforderungen von der Bank nicht mehr erfüllt werden. Dies ist auch möglich, wenn die Pfandbriefbank seit zwei Jahren keine Pfandbriefe mehr emittiert hat und die Aufnahme des nachhaltigen Pfandbriefgeschäfts innerhalb der nächsten sechs Monate nicht zu erwarten ist. Für den Erhalt der Lizenz sieht das Pfandbriefgesetz allerdings kein Mindestemissionsvolumen in Bezug auf die Summe der begebenen Pfandbriefe vor. Im Fall des Lizenzentzugs kann die BaFin die Abwicklung der Deckungsmassen durch einen Sachwalter anordnen.

### Getrennte Deckungsstücke je Pfandbriefgattung

### Deckungsrechnung

Alle zur Deckung der umlaufenden Pfandbriefe einer Bank dienenden Werte müssen in ein für die jeweilige Pfandbriefgattung – Hypothekendarpfandbrief, Öffentlicher Pfandbrief, Schiffspfandbrief oder Flugzeugpfandbrief – geführtes Deckungsregister eingetragen und im Fall des „Ausscheidens“ der Assets wieder gelöscht werden. Dieses ermöglicht die eindeutige Identifikation der zur Deckungsmasse gehörenden Vermögensgegenstände. Einzelheiten über Form und notwendigen Inhalt des Deckungsregisters sowie zur vorzunehmenden Eintragung werden durch eine gesonderte Rechtsverordnung (Deckungsregisterverordnung) bestimmt.

Das PfandBG eröffnet den Emittenten der gedeckten Bankschuldverschreibungen die Möglichkeit, insolvenzfest treuhänderisch von Dritten gehaltene Grundpfandrechte in die Deckung mit aufzunehmen. Dadurch können Kreditinstitute zum Beispiel grundpfandrechtl. besicherte Kredite an Pfandbriefbanken übertragen, aber die Grundpfandrechte weiter verwalten und in ihrer Bilanz ausweisen. Damit jedoch im Insolvenzfall des Treuhänders die treuhänderisch verwalteten Sicherheiten und Forderungen nicht in die Insolvenzmasse fallen, sondern als Grundpfandrecht der Pfandbriefbank gelten, war es erforderlich, das Insolvenzrecht zu ändern. Darüber hinaus hat der Gesetzgeber in diesem Zusammenhang 2006 mit einer Verordnung (Refinanzierungsregisterverordnung) die rechtlichen Grundlagen für ein Refinanzierungsregister geschaffen.

## Allgemeine Deckungsanforderungen

Im PfandBG wird das Pfandbriefumlaufvolumen einer Bank nicht explizit begrenzt, sondern es erfolgt eine implizite Begrenzung des Aktivgeschäfts – und damit über die Begrenzung der verfügbaren Deckungswerte auch implizit eine Begrenzung des Pfandbriefvolumens – über die allgemeinen Eigenkapitalvorschriften für Kreditinstitute.

Die Vorschriften zur Deckungskongruenz und Überdeckung sind aus den Vorgängergesetzen übernommen worden. Das Pfandbriefgesetz sieht nach der aktuellen Novelle vor, dass der jeweilige Gesamtbetrag der im Umlauf befindlichen Pfandbriefe einer Gattung jederzeit ihrem Barwert nach durch Werte von mindestens gleicher Höhe und mindestens gleichem Zinsertrag gedeckt sein muss. Die Deckungsrechnung, die auf den Barwerten der Pfandbriefe im Vergleich zu den Deckungswerten basiert, unterliegt besonderen aufsichtsrechtlichen Anforderungen, die in der Barwertverordnung geregelt sind. Die Pfandbriefbank hat nach dieser Verordnung sicherzustellen, dass die barwertige Deckung auch bei so genannten Stressszenarien mit sprunghaft veränderten Zinsen und Wechselkursen gegeben ist.

Weiterhin ist nach dem PfandBG eine barwertig sichernde Überdeckung in Höhe von 2% des Umlaufvolumens der Pfandbriefe vorzuhalten, die in liquiden Mitteln anzulegen ist. Eine über die gesetzliche Deckung hinausgehende freiwillige Überdeckung ist möglich. Das PfandBG stellt in diesem Zusammenhang klar, dass die Vermögenswerte, die über die gesetzlich verlangte Mindestüberdeckung hinausgehen, im Insolvenzfall der Pfandbriefbank zur Befriedigung der Pfandbriefgläubiger zur Verfügung stehen. Die Mindestüberdeckung von barwertig 2% kann unter anderem als Guthaben bei der Deutschen Bundesbank oder auch als Guthaben bei der Europäischen Zentralbank (EZB) beziehungsweise allen übrigen Zentralbanken der Mitgliedstaaten der Europäischen Union gehalten werden.

## Treuhänderische Deckung

## Implizite Umlaufbegrenzung

## Barwertige Deckungskongruenz

## Mindestüberdeckung 2%

Zulässige Ersatzdeckung für Pfandbriefe

Ersatzdeckungswerte

- 1.1 Forderungen gegenüber Staaten oder Gebietskörperschaften aus der Europäischen Union (EU), dem Europäischen Wirtschaftsraum (EWR), Japan, Kanada, der Schweiz und den USA (Voraussetzung: Risikogewichtung der Forderungen ist nicht größer als 20%)

---

- 1.2 Schuldverschreibungen, für die ein(e) unter 1.1 genannter Staat oder Gebietskörperschaft die Gewährleistung übernommen hat

---

- 2 Staaten, die Vollmitglied der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) sind und nicht unter 1.1 genannt wurden

---

- 3 Supranationale Institutionen: Europäische Investitionsbank (EIB), Internationale Bank für Wiederaufbau und Entwicklung (IBRD), Entwicklungsbank des Europarates (CEB), Europäische Bank für Wiederaufbau und Entwicklung (EBRD)

---

- 4 Guthaben bei der Europäischen Zentralbank oder einer anderen Zentralbank innerhalb der EU

---

- 5 Forderungen gegenüber geeigneten Kreditinstituten (zum Beispiel ungedeckte Bankanleihen). Der Anteil der Ersatzdeckungswerte eines einzelnen (geeigneten) Kreditinstitutes darf dabei nicht mehr als 2% der im Umlauf befindlichen Pfandbriefe betragen

Quelle: PfandBG

**Erlaubte Ersatzdeckungswerte**

Neben den ordentlichen Deckungswerten erlaubt das PfandBG auch die Aufnahme von Ersatzdeckungswerten im Deckungsstock für Pfandbriefe. Die dafür zulässigen Forderungen beziehungsweise Darlehen (siehe Tabelle) sind für die vier Pfandbriefgattungen gleich, ihr Anteil am Umlaufvolumen der gedeckten Anleihen ist jedoch für die vier Pfandbriefgattungen unterschiedlich. Im Vergleich zum Deckungsstock für Öffentliche Pfandbriefe kann der Anteil der Ersatzdeckungswerte im Deckungsstock für Hypotheken-, Schiffs- und Flugzeugpfandbriefe bis zu 20% der im Umlauf befindlichen Hypotheken-, Schiffs- beziehungsweise Flugzeugpfandbriefe betragen. Bei den Öffentlichen Pfandbriefen ist der Anteil der Ersatzdeckungswerte auf 10% des Umlaufvolumens der Öffentlichen Pfandbriefe begrenzt.

**Geografische Abgrenzung vereinheitlicht**

Im PfandBG ist die geografische Abgrenzung für ordentliche Deckungswerte bei den Hypothekenspfandbriefen und Öffentlichen Pfandbriefen vereinheitlicht worden. Neben den Staaten der Europäischen Union (EU) beziehungsweise des Europäischen Wirtschaftsraums (EWR) und der Schweiz sind auch Forderungen aus den USA, Kanada und Japan als Deckungswerte für Öffentliche Pfandbriefe und Hypothekenspfandbriefe zulässig.

**„10%-Grenze“**

Forderungen gegenüber Schuldern in Staaten, die nicht der EU angehören und bei denen kein Insolvenzvorrecht der Pfandbriefgläubiger gegeben ist, dürfen insgesamt 10% des Gesamtbetrags der Forderungen im Deckungsstock nicht übersteigen („10%-Grenze“). In allen Ländern der EU wird das Konkursvorrecht der Pfandbriefgläubiger als gesichert angesehen, so dass die so genannte 10%-Grenze bei Forderungen gegenüber Schuldnern aus der EU nicht angewendet werden muss.

## Übersicht: Ordentliche Deckungswerte für Öffentliche Pfandbriefe

### Zulässige Deckungswerte: Forderungen gegenüber ...

#### Inland

- 1 Gebietskörperschaften: Bund, Länder, Städte, Gemeinden, Gemeindeverbände (unter der Voraussetzung, dass die Risikogewichtung nicht > 20 % ist)
- 2 Öffentlich-rechtliche Zweckverbände
- 3 Öffentliche Sondervermögen (wie zum Beispiel ehemals Bundesbahn oder Bundespost)
- 4 Religionsgemeinschaften (soweit sie als öffentlich-rechtliche Körperschaft anerkannt sind)
- 5 Sozialversicherungsträger
- 6 Öffentlich-rechtliche Kreditinstitute oder Versicherungen (allerdings nur Verbindlichkeiten, die mit Gewährträgerhaftung/Grandfathering ausgestattet sind)
- 7 Öffentlich-rechtliche Institutionen oder Anstalten, die ein gesetzlich verankertes Recht zur Erhebung von Gebühren, Umlagen oder anderen Abgaben haben

#### Ausland

- 8 Staaten und Gebietskörperschaften aus der Europäischen Union (EU), dem Europäischen Wirtschaftsraum (EWR), Japan, Kanada, Schweiz und USA (unter der Voraussetzung, dass die Risikogewichtung nicht > 20 % ist)
- 9 Europäische Staaten, die nicht unter 8 genannt sind und Mitglied der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) sind
- 10 Supranationale Institutionen: Europäische Investitionsbank (EIB), Internationale Bank für Wiederaufbau und Entwicklung (IBRD), Entwicklungsbank des Europarates (CEB), Europäische Bank für Wiederaufbau und Entwicklung (EBRD)

Quelle: PfandBG

## Besondere Anforderungen an Öffentliche Pfandbriefe

Die nach dem Pfandbriefgesetz für Öffentliche Pfandbriefe in Frage kommenden Deckungswerte entsprechen weitestgehend den Bestimmungen des HBG und sind in oben stehender Tabelle aufgeführt. Im PfandBG wird klargestellt, dass Forderungen gegenüber inländischen Anstalten und Körperschaften des öffentlichen Rechts zur Deckung von Öffentlichen Pfandbriefen nur verwendet werden dürfen, wenn für diese eine Anstaltslast und Gewährträgerhaftung beziehungsweise eine explizite Garantie einer Gebietskörperschaft gilt. Beispiele sind Forderungen gegenüber öffentlichen Förderbanken wie der Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) oder der NRW.Bank. Anleihen und Geldforderungen gegenüber deutschen Landesbanken, die hinsichtlich der Gewährträgerhaftung bestandsgeschützt sind, qualifizieren sich auch weiterhin als Deckungsmasse für den Deckungsstock der Öffentlichen Pfandbriefe. Forderungen, die nach dem 19. Juli 2005 gegenüber Landesbanken entstehen, eignen sich aufgrund des Wegfalls der Gewährträgerhaftung nicht mehr als ordentliche Deckung für Öffentliche Pfandbriefe.

## Ordentliche Deckung

### Besondere Anforderungen an Hypothekendarfbriefe

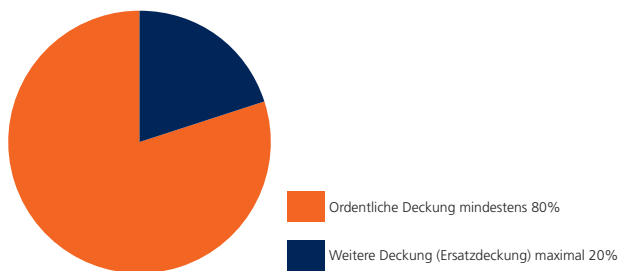
#### Ordentliche Deckung

Die Vorschriften bezüglich der ordentlichen Deckungswerte für Hypothekendarfbriefe sind mit den Bestimmungen des HBG weitgehend identisch. Als Deckungswerte für Hypothekendarfbriefe kommen nur Hypotheken 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, die mit grundstücksgleichen Rechten deutschen Rechts vergleichbar sind, lasten.

#### Beleihungsgrenze 60%

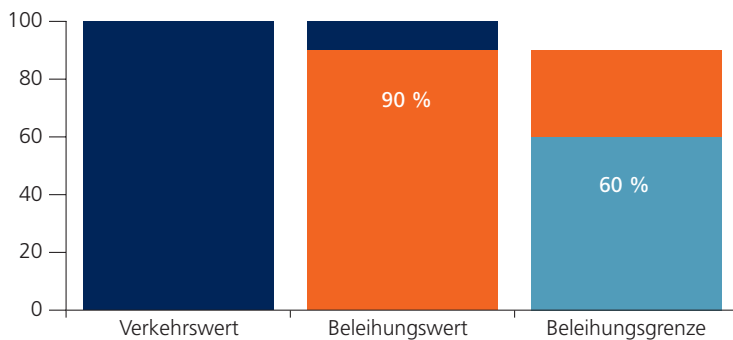
Weitere Anforderungen werden an die Hypotheken durch die Versicherungspflicht und Beleihungswertermittlung gestellt. Hinsichtlich der Berechnung des Beleihungswertes werden nur der langfristige, nachhaltige Substanz- und Ertragswert einer Immobilie berücksichtigt. Laut PfandBG können dann als Deckung für Hypothekendarfbriefe nur Immobilienkredite in Höhe von bis zu 60% des ermittelten Beleihungswertes eines Grundstücks genutzt werden. Diese Grenze gilt unabhängig davon, ob es sich um ein wohnwirtschaftlich oder gewerblich genutztes Gebäude handelt. Dies ist im Vergleich zu anderen Covered-Bond-Gesetzen in Europa eine recht strenge Regelung, die dem Schutz des Pfandbriefgläubigers dient. Weitere Informationen zur Beleihungswertermittlung stehen im Anhang dieser Studie.

Aufteilung der Deckungswerte\*



Quelle: DZ BANK \*In % des Umlaufvolumens der Hypothekendarfbriefe.

Beleihungswertgrenze 60%

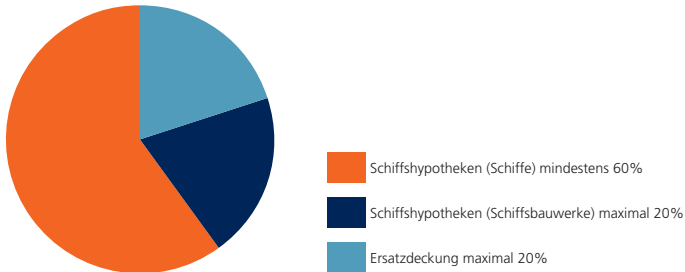


### Besondere Anforderungen an Schiffspfandbriefe

#### Ordentliche Deckung

Darlehensforderungen, die durch Schiffshypotheken gesichert sind, qualifizieren sich als ordentliche Deckungswerte für Schiffspfandbriefe. Dabei kommen nur Schiffe oder Schiffsbauwerke in Frage, die in einem öffentlichen Register eingetragen sind. Die Beleihung darf nicht länger als bis zum 20. Lebensjahr des Schiffes reichen. Die Aufsichtsbehörde kann in Einzelfällen Ausnahmen zulassen. Darlehen, die mit im Ausland registrierten Schiffen oder Schiffsbauwerken gesichert sind, können unter bestimmten, im PfandBG definierten Voraussetzungen ebenfalls in den Deckungsstock aufgenommen werden.

## Aufteilung der Deckungswerte bei Schiffspfandbriefen\*



Quelle: DZ BANK \*In % der umlaufenden Schiffspfandbriefe.

Auch für den zugrunde liegenden Beleihungswert der Sicherheiten bei Schiffspfandbriefen gibt es explizite Vorschriften, wobei ebenfalls wie bei Hypothekenspfandbriefen eine Beleihungswertgrenze von 60% für die Deckungswerte im Deckungsstock gilt. Der Beleihungswert für die Schiffe oder Schiffsbauwerke muss von einem unabhängigen und sachverständigen Gutachter bestimmt werden. Bei der Wertermittlung müssen die langfristigen Merkmale des Schiffes im Vordergrund stehen, wobei der Marktwert nicht überschritten werden darf. Die Schiffe und Schiffsbauwerke müssen während der gesamten Darlehenslaufzeit in Höhe von mindestens 110% der jeweils ausstehenden Darlehensforderung versichert sein.

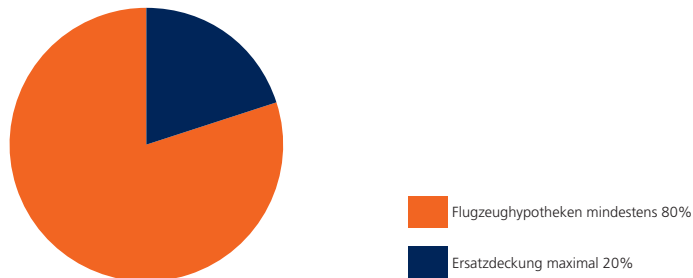
### Besondere Anforderungen an Flugzeugpfandbriefe

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 Flugzeugwertes ausmachen. Die Beleihung des Flugzeugs darf nicht länger als bis zum 20. Lebensjahr des Flugzeugs reichen. Die Aufsichtsbehörde kann in Einzelfällen Ausnahmen zulassen. Darlehen, die mit im Ausland registrierten Flugzeugen gesichert sind, können unter bestimmten, im PfandBG definierten Voraussetzungen ebenfalls in den Deckungsstock aufgenommen werden.

### Beleihungswertentwicklung gesetzlich normiert

### Ordentliche Deckung

Aufteilung der Deckungswerte bei Flugzeugpfandbriefen\*



Quelle: DZ BANK \*In % der umlaufenden Flugzeugpfandbriefe.

**Beleihungsgrenze 60%**

Auch für den zugrunde liegenden Beleihungswert der Sicherheiten bei Flugzeugpfandbriefen gibt es explizite Vorschriften, wobei ebenfalls wie bei Schiffspfandbriefen eine Beleihungswertgrenze von 60% für die Deckungswerte im Deckungsstock gilt. 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, wobei der Marktwert nicht überschritten werden darf. Die Flugzeuge müssen während der gesamten Darlehenslaufzeit in Höhe von mindestens 110% der jeweils ausstehenden Darlehensforderung versichert sein.

**Expliziter Anforderungskatalog**

**Risikomanagement**

Das Risikomanagement eines Kreditinstitutes und insbesondere das der Deckungsmasse hat einen hohen Stellenwert bezüglich des Schutzes der Covered-Bond-Gläubiger. Vor dem Hintergrund, dass sich Risiken des Pfandbriefgeschäfts von den allgemeinen Risiken des sonstigen Bankgeschäfts unterscheiden, stellt der Gesetzgeber spezifische Anforderungen an das Risikomanagement einer Pfandbriefbank. Danach muss jedes Pfandbriefinstitut über ein für das Pfandbriefgeschäft geeignetes Risikomanagementsystem verfügen. Das System muss sicherstellen, dass sämtliche mit dem Pfandbriefgeschäft verbundenen Risiken wie Ausfallrisiken, Marktpreisrisiken (Zinsänderungs- oder Währungsrisiken) sowie operationelle Risiken und Liquiditätsrisiken identifiziert, beurteilt, gesteuert und überwacht werden können.

Darüber hinaus muss das Risikomanagementsystem unter anderem folgende Anforderungen erfüllen:

**Anforderungen an Risikomanagement**

- Begrenzung der Konzentration von Risiken anhand eines Limitsystems;
- Existenz eines Verfahrens, das bei starker Erhöhung des Risikos die Risikorückführung sicherstellt und eine frühzeitige Information der Entscheidungsträger garantiert;
- kurzfristige Anpassbarkeit an sich ändernde Bedingungen;

- mindestens jährliche Überprüfung des Systems;
- regelmäßige, mindestens vierteljährliche Vorlage eines Risikoreports an den Vorstand;
- ausführliche und nachvollziehbare Dokumentation des Risikomanagementsystems.

Zur Steuerung der Marktrisiken werden Derivatgeschäfte durchgeführt. Die Sicherungsgeschäfte, welche die Wertschwankungen des Deckungsstocks gegen beispielsweise Zins- und Währungsschwankungen abfedern, können nach dem PfandBG Teil der insolvenzfesten Deckungsmasse für Pfandbriefe sein. Basierend auf der Barwertrechnung für den Deckungsstock darf der Anteil der Derivatgeschäfte an den Deckungswerten insgesamt 12% des Pfandbriefumlaufs nicht überschreiten.

### Derivate Teil des Deckungsstocks

### Adressierung von Liquiditätsengpässen

Im Rahmen der Novelle des Pfandbriefgesetzes wurden strengere Liquiditätsvorschriften eingeführt, die – so der Gesetzgeber – mehr der Idee einer modernen Liquiditätssteuerung entsprechen. Die aus dem Deckungsstock zu erfüllenden Liquiditätsanforderungen sollen für die kommenden 180 Tage gedeckt sein. Gültigkeit hat diese Regelung jedoch erst ab 1. November diesen Jahres.

#### Beispiel: Berechnung der Liquiditätslücke

Tag	Cash Flow Deckungsmasse	Cash Flow Pfandbriefe	Tagesdifferenz	Kumulierte Differenz
1	50	0	50	50
2	100	50	50	100
3	80	0	80	180
4	50	100	-50	130
5	100	400	-300	<b>-170</b>
6	50	0	50	-120
7	80	0	80	-40
8	70	80	-10	-50
9	50	100	-50	-100
...			0	-100
...			0	-100
<b>180</b>	110	0	110	10

Quelle: DZ BANK

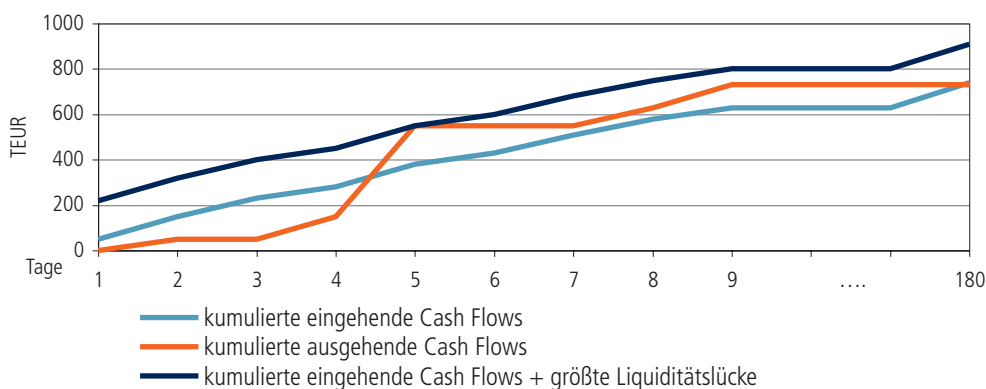
Die Vorgehensweise zur Ermittlung des minimal notwendigen Liquiditätsbedarfs haben wir so verstanden, dass über einen Zeitraum von 180 Tagen ebenso viele Tagesdifferenzen gebildet werden, die addiert werden, wodurch man 180 kumulierte Tagesdifferenzen erhält. Die sich hierdurch ergebende größte negative kumulierte Tagesdifferenz – nur die negativen Werte, die aus einer Unterdeckung herrühren, stellen ein zu steuerndes Risiko dar – muss durch Deckung und Überdeckung notenbankfähiger Aktiva gedeckt sein. In unserem Beispiel eine Liquiditätslücke in Höhe von 170 TEUR am 5. Tag.

### Kumulierte Tagesdifferenzen

**Absolute Sicherheit kann praktisch nicht gewährleistet werden**

Die Frage nach Liquiditätslücken durch starke Fristentransformation im Deckungsstock spielt zwar nur im Ernstfall einer Insolvenz des Emittenten (und anschließender Separierung des Deckungsstocks) eine Rolle – doch genau auf diesen Punkt scheinen sich nicht nur die Ratingagenturen, sondern auch die Anleger in ihrer Bewertung von Covered Bonds und speziell Pfandbriefen einzuschließen. Mit der neuen Regelung hat sich der Gesetzgeber stark in Richtung der ohnehin von den Ratingagenturen geforderten Liquiditätsvorhaltung bewegt. Allerdings muss in der gegenwärtigen Krisensituation selbst eine Frist von 180 Tagen kritisch gesehen werden, sofern das Eintreten einer breit angelegten Systemkrise nicht letztendlich ausgeschlossen werden kann. Doch in einem solchen Fall wäre nur eine strikte absolute Deckungskongruenz eine wirklich Absicherung – und diese Forderung dürfte (auch und vor allem unter Kostenaspekten) bei den Emittenten nur schwer durchzusetzen sein.

**Möglicher Cash-Flow-Verlauf innerhalb der 180-Tages-Frist**



Quelle: DZ BANK

**Transparenzvorschriften**

Die Transparenzvorschriften sind im Zuge der Einführung des PfandBG und der jüngst verabschiedeten Novelle deutlich ausgeweitet worden. Die Pfandbriefbank wird durch § 28 PfandBG verpflichtet, in einer öffentlich zugänglichen Form einmal pro Quartal Informationen über die umlaufenden Pfandbriefe und die Deckungswerte zu veröffentlichen, wobei nicht näher spezifiziert ist, aus welchem Quartal die Daten stammen müssen. Für jede Pfandbriefgattung ist der Gesamtbetrag der begebenen Pfandbriefe sowie der entsprechenden Deckungsmassen in Höhe des Nennwerts und Barwerts (auch für die Stressszenarien – der so genannte Risikobarwert) anzugeben. Darüber hinaus sind die Laufzeitstruktur der Pfandbriefe und die Zinsbindungsfristen der Deckungsmassen in sieben Laufzeitbänder aufzugliedern (vor Novelle des Gesetzes waren es nur vier Laufzeitbänder). Ferner muss der Anteil der Derivate an den Deckungsmassen angegeben werden.

## Regelmäßige Publikationspflichten...

## ... speziell für Hypothekendarfbriefe:

- Verteilung der Deckungswerte (bezogen auf deren Nennwert) nach
- Höhe der Einzelkredite in Stufen bis 300.000 Euro, 300.000 Euro bis 5 Mio. Euro und mehr als 5 Mio. Euro;
  - den Staaten, in denen die Grundstücke liegen;
  - Art und Nutzung des Gebäudes;
  - Gesamtbetrag der mindestens 90 Tage rückständigen Leistungen auf die Forderungen im Deckungsstock;
  - darüber hinaus müssen im Anhang des Jahresabschlusses weiterführende Angaben zum Deckungsstock der Hypothekendarfbriefe gemacht werden, wie zum Beispiel Anzahl der Zwangsversteigerungen, die im Geschäftsjahr durchgeführt wurden.

Quelle: DZ BANK

## ... speziell für Öffentliche Darfbriefe:

- geografische Verteilung der Forderungen nach Ländern und Typ (Staat, regionale oder örtliche Gebietskörperschaft);
- Gesamtbetrag der mindestens 90 Tage rückständigen Leistungen auf die Forderungen im Deckungsstock.

## Treuhänder

Das DarfBG sieht vor, dass für jede Darfbriefbank ein Treuhänder und mindestens ein Stellvertreter zu bestellen sind. Der Treuhänder wacht über die Einhaltung der rechtlichen Vorschriften bezüglich der Deckung der Darfbriefe und hat ebenfalls darauf zu achten, dass die Vorschriften zur Beleihungswertermittlung von der Darfbriefbank eingehalten werden. Ohne die Genehmigung des Treuhänders darf eine Darfbriefbank keine Darfbriefe neu emittieren. Er hat die Darfbriefe vor der Ausgabe mit einer Bescheinigung über das Vorhandensein der gesetzlich vorgeschriebenen Deckung und über die Eintragung in das entsprechende Deckungsregister zu versehen. Daneben ist es auch seine Aufgabe, die in den Deckungsregistern eingetragenen Werte sowie Urkunden über solche Werte unter Mitverschluss zu verwahren.

Der Treuhänder einer Darfbriefbank ist befugt, jederzeit Unterlagen der Darfbriefbank einzusehen und Auskünfte über die Darfbriefe und die im Deckungsregister eingetragenen Werte zu verlangen. Gegenüber der BaFin hat der Treuhänder zwar eine Auskunftspflicht, an ihre Anweisungen ist er allerdings nicht gebunden. Das Darfbriefgesetz regelt außerdem, dass sowohl 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 DarfBG nicht explizit vorgeschrieben. Das Gesetz spricht lediglich die Vermutung aus, dass die Qualifikation als Wirtschaftsprüfer oder veridigter Buchprüfer hierfür ausreichend ist. Der Treuhänder muss unabhängig sein. Dies wird als gegeben angesehen, wenn er in keinem vertraglichen Verhältnis oder Geschäftsbeziehung mit der Darfbriefbank steht respektive innerhalb der letzten drei Jahre gestanden hat.

## Überprüfung der Deckungsrechnung

## Weitreichende Informationsrechte

### **Besondere Aufsicht durch BaFin**

## **Aufsicht**

Pfandbriefemittenten stehen unter einer besonderen Aufsicht durch die BaFin, die ihre Aufgaben nach den Vorschriften des Pfandbriefgesetzes und des Kreditwesengesetzes ausübt. Dabei ist die BaFin befugt (§ 3 PfandBG), „alle Anordnungen zu treffen, die geeignet und erforderlich sind, um das Geschäft der Pfandbriefbanken mit diesem Gesetz und den dazu erlassenen Rechtsverordnungen im Einklang zu erhalten.“ Von zentraler Bedeutung ist das Recht der Aufsicht, spätestens alle zwei Jahre stichprobenartig die Deckung der Pfandbriefe und damit die Einhaltung der gesetzlichen Vorgaben zu prüfen. Auf diese Weise werden die bislang schon von der BaFin in regelmäßigen Abständen durchgeführten Prüfungen bei Hypothekenbanken auf alle Pfandbriefinstitute ausgeweitet. Weiterhin kann die BaFin eigene Maßnahmen, zum Beispiel Erlass von Anweisungen für die Geschäftsführung oder Bestellung von Aufsichtspersonen in Bezug auf die Deckungsmasse, treffen.

## **Insolvenzfall des Pfandbriefemittenten**

Im Insolvenzfall einer Pfandbriefbank werden die Deckungsstöcke der Pfandbriefe als Sondervermögen aus der Insolvenzmasse ausgegliedert. Zeitgleich wird ein Sachwalter eingesetzt, der auf Antrag der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) vom Gericht bestellt wird und die Interessen der Pfandbriefgläubiger vertritt. Seine vorrangige Aufgabe ist es, die Deckungsmasse zu verwalten und nötigenfalls abzuwickeln sowie die vollständige Befriedigung der Pfandbriefgläubiger zu gewährleisten. Dabei werden die Pfandbriefe (erst einmal) nicht fällig gestellt. Erst wenn alle Ansprüche der Pfandbriefgläubiger vollständig und zeitgerecht erfüllt sind und alle Pfandbriefe zurückgezahlt wurden, kann ein eventuell verbleibender Betrag aus den Deckungswerten für die Befriedigung der anderen Bankgläubiger verwendet werden.

### **Deckungswerte ausreichend?**

Die große Frage ist, ob die vorhandenen Deckungswerte einschließlich der nach dem PfandBG vorzuhaltenden barwertigen sichernden Überdeckung in Höhe von 2% des Umlaufvolumens der Pfandbriefe sowie die über die gesetzliche Deckung hinausgehende freiwillige Überdeckung zur fristgerechten Bedienung der Pfandbriefe ausreichen. Sollte der Sachwalter feststellen, dass die Zins- oder Tilgungsansprüche der Pfandbriefgläubiger aufgrund von bestehenden Liquiditätslücken nicht mehr termingerecht erfüllt werden können, kann er Deckungswerte als Sicherheiten stellen und einen Kredit aufnehmen, um den Liquiditätseingpass zu überbrücken.

### **Verwertung des Deckungsstocks im gegenwärtigen Marktumfeld schwierig**

Stellt der Sachwalter allerdings fest, dass die Werthaltigkeit der Forderungen insgesamt nicht mehr zur vollständigen Befriedigung der Pfandbriefgläubiger ausreicht, ist über das jeweilige Sondervermögen (den Deckungsstock) ein gesondertes Insolvenzverfahren zu eröffnen. Das heißt im Klartext, dass der Sachwalter mit der Verwertung des Deckungsstocks beginnen muss. In einem „normalen“ Marktumfeld dürfte die Suche nach potenziellen Käufern der Deckungswerte vergleichsweise einfach zu bewerkstelligen sein. In Anbetracht der aktuellen Bankenkrise könnte

sich das unserer Einschätzung nach allerdings als schwierig erweisen. Schon der Verkauf der ordentlichen Deckungswerte für Öffentliche Pfandbriefe dürfte vor dem Hintergrund der wenig attraktiven Margensituation im Staatsfinanzierungsgeschäft nur mit Abschlägen möglich sein. Jedoch sehen wir insbesondere beim Verkauf von Hypothekenkrediten Probleme, wenn deren Werthaltigkeit durch die Finanzkrise deutlich nachlässt und potenzielle Abnehmer nicht mehr genügend freies Kapital zur Verfügung haben. Im Falle einer Insolvenz einer Pfandbriefbank dürfte der Kreis potenzieller Käufer für die Deckungsmasse nur noch sehr klein sein. Das Ausnutzen dieser Zwangslage könnte dann im schlimmsten Fall den Kaufpreis für das Forderungspaket noch zusätzlich nach unten treiben. Die Pfandbriefgläubiger haben zwar im Umfang der Forderungen, die nicht über die Liquidationserlöse der Deckungsmasse befriedigt werden können, einen gleichberechtigten Anspruch an die Insolvenzmasse der Bank wie die Gläubiger ungedeckter Forderungen. Mit einer vollständigen Rückzahlung könnte dennoch in diesem Extremfall wohl nicht gerechnet werden.

**Pfandbriefgesetz nicht für Extremfälle konzipiert**

Auch wenn das Pfandbriefgesetz in diesem Worst-Case-Szenario die Pfandbriefgläubiger anscheinend nicht vor einem (zumindest kleinen) Verlust bewahren kann, so muss an dieser Stelle doch konstatiert werden, dass das Pfandbriefgesetz originär nicht für eine systemische Krise konzipiert wurde. Auch in Anbetracht der zu erwartenden gegenseitigen Unterstützung innerhalb der Pfandbrief-Community sowie der in dem Rettungspaket des Bundes enthaltenen impliziten Staatsgarantie für Pfandbriefe wird es unseres Erachtens wohl nicht so weit kommen, dass ein Deckungsstock verwertet werden muss.

**Worst-Case-Szenario**

**Deckungsstock wird im Konkursfall von Insolvenzmasse der Bank getrennt**

BILANZ Bank zahlungsfähig		→	BILANZ Bank insolvent	
AKTIVA	PASSIVA		AKTIVA	PASSIVA
Hypothekenportfolio 100	Andere Verbindlichkeiten 45		Hypothekenportfolio 40	Andere Verbindlichkeiten 45
Deckungsstock 60	Pfandbriefe 55		Andere Aktiva	Eigenkapital
Andere Aktiva	Eigenkapital		Deckungsstock 60	Pfandbriefe 55

Quelle: DZ BANK

## Befugnisse und Möglichkeiten in der Diskussion

### Sachwalter führt die Rechtsgeschäfte zur Abwicklung der Deckungsmasse

### Fristgerechte Bedienung von Zins- und Tilgungszahlungen

### Fehlende Repo-Fähigkeit einiger Deckungsaktiva

## Der Sachwalter als verlässlicher Wächter des Gläubigerschutzes?

Im Zuge der Finanzmarktkrise, die zu schwindendem Vertrauen in den gesamten Covered-Bond-Markt geführt hat, wurde in den vergangenen Wochen insbesondere die Rolle des Sachwalters im Falle der Insolvenz einer Pfandbriefe emittierenden Bank in den Vordergrund gespült. Der Sachwalter, in der Vergangenheit Garant für eine fristgerechte Bedienung des von der Insolvenzmasse getrennten Deckungsstocks und somit höchster Wächter des Gläubigerschutzes, geriet vor allem in die Diskussion, da seine Befugnisse und Möglichkeiten zur erforderlichen Ausübung seiner Tätigkeit vermehrt in Frage gestellt wurden. Die im Pfandbriefgesetz niedergeschriebenen Regelungen lassen nach Ansicht etlicher Marktteilnehmer noch immer zu viel Spielraum für Spekulationen – auch nach der kürzlich erfolgten Novellierung des Gesetzes.

Laut § 30 Abs. 2 Pfandbriefgesetz ernennt das Gericht des Sitzes der Pfandbriefbank im Insolvenzfall auf Antrag der BaFin ein oder zwei natürliche Personen als Sachwalter. Auf ihn oder sie geht das Recht über, die Deckungswerte (als von der Insolvenzmasse getrenntes Sondervermögen) zu verwalten und über sie zu verfügen. Der Sachwalter führt fortan die Rechtsgeschäfte, die für die Abwicklung der Deckungsmasse bei vollständiger und fristgerechter Befriedigung der Gläubiger notwendig sind. Grundlage hiervon ist, dass die Pfandbriefbank trotz ihrer Insolvenz Rechtsträger der Deckungsmasse bleibt (siehe Begründung der Gesetzesvorlage). Es besteht nur die Besonderheit, dass die Bank nicht mehr durch den Vorstand, sondern durch den Sachwalter vertreten wird.

### Aufrechterhaltung der Zahlungsströme

Generell geht es darum, die Zahlungsströme aus den Deckungswerten zur Befriedigung der anfallenden Zins- und Tilgungszahlungen der Pfandbriefe zu verwenden. Hier liegt es in der Natur der Sache, dass eventuell entstehende Liquiditätslücken erst sehr kurzfristig erkannt werden. Der Sachwalter kann in diesem Fall „liquide Mittel zur zeitgerechten Bedienung der ausstehenden Pfandbriefe beschaffen“, so der Gesetzestext nach der Novellierung. Dieser Satz ist unter Berücksichtigung der Gesetzesbegründung so zu interpretieren, dass neben der Aufnahme von Krediten auch Repo-Geschäfte mit der Bundesbank eingegangen werden dürfen. Zudem wird dem Sachwalter das Recht gegeben, ein bereits bestehendes Refinanzierungsregister der insolventen Pfandbriefbank für das Sondervermögen zu führen oder ein neues Refinanzierungsregister für die Pfandbriefbank einzurichten. Durch dieses Refinanzierungsregister können einzelne Deckungswerte leichter veräußert werden.

Das Eingehen von Repo-Geschäften dürfte bei Deckungsstöcken von Öffentlichen Pfandbriefen kein großes Problem darstellen, da die meisten Aktiva repo-fähig sind. Anders sieht es bei den Hypothekendeckungsstöcken aus. Zwar sind gewerbliche Immobiliendarlehen unter bestimmten Umständen nach den Richtlinien der EZB repo-fähig, für die privaten Hypothekendarlehen ist dies jedoch nicht der Fall. Hier könnte das Strukturieren der Deckungsmasse in RMBS und eine Weiterreichung

dieser an die EZB eine praktikable Lösung zur Refinanzierung sein. Hier stellt sich jedoch die Frage nach der Komplexität einer solchen Strukturierung und demzufolge den Problemen der (schnellen) Umsetzung.

Die Beschaffung kurzfristiger Liquidität zur Schließung von Finanzierungslücken dürfte unserer Einschätzung nach auch von der systemischen Unterstützung unter den Pfandbriefe emittierenden Banken positiv beeinflusst werden. Wir gehen auch in diesem Zusammenhang davon aus, dass der Markenname „Pfandbrief“ eine hohe Unterstützungsbereitschaft hervorruft – sei es, dass sich andere Institute bereit erklären, den Deckungsstock komplett zu übernehmen, oder aber zumindest den Sachwalter in seinem Bestreben unterstützen, kurzfristig auftretende Liquiditätslücken zu schließen. Einschränkungen hiervon müssen jedoch befürchtet werden, sobald mehrere Banken in Schwierigkeiten geraten. Ab einem bestimmten Punkt ist die Aufnahmefähigkeit der anderen Emittenten erschöpft oder deren finanziellen Möglichkeiten sind am Ende.

#### **Wer sitzt wann wo – und mit wem?**

Eine mehr technische Frage, die den Markt im Zusammenhang mit dem Sachwalter schon seit längerem beschäftigt, betrifft die Basisvoraussetzungen, die zur Erfüllung seiner Tätigkeit erfüllt sein müssen. Hier hat die Novelle zumindest etwas Erleuchtung gebracht. In § 31 Abs. 8 heißt es, „der Sachwalter ist berechtigt, zur Erfüllung seiner Aufgaben auf die personellen und sachlichen Mittel der Pfandbriefbank zurückzugreifen. Die dabei tatsächlich anfallenden Kosten hat er der Insolvenzmasse zu erstatten“. Durch diese neue Formulierung ist zumindest klargelegt, mit welcher Ausstattung der Sachwalter seine Arbeit aufnehmen kann. Allerdings bleiben auch weiterhin Fragen offen, die durch das Gesetz auch nur schwerlich geregelt werden können: Wie lange dauert es, bis der Sachwalter seine Arbeit aufnehmen kann? Was passiert in diesem Zeitraum mit der Deckungsmasse; insbesondere, wenn Zahlungen anstehen? Es ist nicht bekannt, ob beispielsweise bei der BaFin schon Listen existieren, auf denen Namen von möglichen Sachwaltern vermerkt sind. Und wie wird die Eignung eines Sachwalters überhaupt geprüft? Zugegeben, diese Fragen erscheinen auf den ersten Blick zu trivial, um wirklich relevant zu sein. Allerdings sind im Falle der Insolvenz eines Jumbo-Emittenten riesige Deckungsvolumina zu managen; und hier dürfte beispielsweise allein die Eignung eines Sachwalters, seine Aufgaben zur Zufriedenheit der Gläubiger zu erfüllen, ein grundlegend wichtiger Aspekt sein.

#### **Erst der Ernstfall würde belastbare Erkenntnisse bringen**

Um es ganz klar zu sagen: Ob mit der Einsetzung des Sachwalters im Insolvenzfall der Bank die fristgerechte Bedienung der Gläubiger wirklich garantiert ist, wird erst definitiv zu beantworten sein, wenn dieser Fall einmal eintreten sollte. Und das hoffen wir natürlich einerseits nicht, glauben aber andererseits auch nicht daran, dass dies in absehbarer Zeit notwendig werden könnte.

#### **Unterstützung durch das „Pfandbrief-System“**

#### **Novelle des Pfandbriefgesetzes bringt nur bedingt Klarheit**

**Neuemissionen auch nach  
Insolvenz könnten Spielraum  
bringen**

Eine wichtige Frage, die unserer Einschätzung nach auf der Novellierungsagenda des Pfandbriefgesetzes gefehlt hat, ist die nach der Möglichkeit zur Begebung neuer Pfandbriefe – auch nach Eröffnung des Insolvenzverfahrens. Denn diese Möglichkeit würde dem Sachwalter neue Spielräume eröffnen, die noch über die jetzt neu im Gesetz festgeschriebenen Regelungen hinausgehen. Ob diese Möglichkeit nicht schon in der aktuellen Gesetzesfassung besteht, ist nicht letztendlich geklärt; zumindest herrscht die weit verbreitete Auffassung, dass dies bisher nicht möglich ist. Zumindest wäre dem Markt hier mit einer detaillierten Formulierung zu diesem Thema geholfen.

**Novelle des Pfandbriefgesetzes**

Mit der Veröffentlichung des Gesetzes zur Fortentwicklung des Pfandbriefrechts im Bundesgesetzblatt ist die Novelle des Pfandbriefgesetzes (PfandBG) am 26. März 2009 in Kraft getreten. Die Bestimmungen des neuen § 4 Abs. 1a PfandBG über die Einhaltung des zwischenzeitlich von 90 auf 180 Tage erweiterten Liquiditätspolsters sind erst ab dem 1. November 2009 anzuwenden. Im Folgenden haben wir die wichtigsten Änderungen des PfandBG noch einmal in tabellarischer Übersicht aufgeführt.

**Wesentliche Änderungen der Gesetzesnovelle (keine vollständige Aufzählung)**

- \_\_\_\_\_ Einführung der neuen Pfandbriefgattung „Flugzeugpfandbriefe“
- \_\_\_\_\_ Abschaffung der nominalen Zinsdeckungsrechnung und Einführung eines einzuhaltenden 180-Tage-Liquiditätspolsters
- \_\_\_\_\_ Erleichterung der Konsortialfinanzierung (Abschaffung von Spannungen zwischen Deckungs- und Refinanzierungsregister)
- \_\_\_\_\_ Abschaffung des Treuhändermitverschlusses
- \_\_\_\_\_ Ausweitung der Befugnisse des Sachwalters
- \_\_\_\_\_ Ausdrückliche Zuordnung der Zusatzsicherheiten zur Deckungsmasse
- \_\_\_\_\_ Möglichkeit zu Unterregistern innerhalb des Deckungsregisters
- \_\_\_\_\_ Verwendung des Refinanzierungsregisters zur Liquiditätsbeschaffung
- \_\_\_\_\_ Verlängerung der Laufzeit von Schiffshypothekendarlehen von 15 auf 20 Jahre
- \_\_\_\_\_ Versicherungspflicht für Schiffe wird von 120% auf 110% des Darlehensbetrages gesenkt

## Emittentenliste

<b>(Jumbo-Emittenten)</b>	<b>Öffentliche Pfandbriefe</b>	<b>Hypothekendarlehen</b>	<b>Langfristiges Rating</b>
	(Moody's/ S&P/ Fitch)	(Moody's/ S&P/ Fitch)	(Moody's/ S&P/ Fitch)
<b>Privat- und Hypothekenbanken</b>			
Aareal	---/---/AAA	---/---/AAA	--- / --- / A- stab
Berlin Hyp	Aaa/AAA/AAA	Aa1/---/AA+	--- / --- / A+ stab
DEPFA Deutsche Pfandbriefbank AG	Aaa/AAA/AAA *-	Aaa/---/---	A3 neg/ BBB *+ / A- stab
Deutsche Hypothekenbank Hannover	Aaa/AAA/---	Aaa/---/---	Aa3 stab/ --- / ---
Deutsche Kreditbank	Aaa/ ---/ ---	---/---/---	--- / --- / ---
Deutsche Postbank AG	---/---/---	Aaa/AAA/AAA	Aa3 *- / A- pos/ A+
Dexia Kommunalbank Deutschland AG	---/AAA/---	---/---/---	--- / --- / ---
DG HYP	---/AAA/AAA	---/AAA/AAA	--- / A neg/ A+ stab
Düsseldorfer Hypothekenbank	---/AAA/AAA *-	---/---/---	--- / --- / A- *-
Eurohypo	Aaa/AAA/AAA	Aaa/AAA/AAA	A1 neg/ A neg/ A stab
HypoVereinsbank (HVB)	Aaa/AAA/AAA	Aa1 *+ / ---/AAA	A1 stab/ A stab/ A+ stab
Hypo Real Estate Bank AG	Aaa/AAA/AAA *-	Aa3/---/AA+ *-	A3 neg/ BBB *+ / A- stab
Münchener Hypothekenbank	Aaa/---/---	Aaa/---/---	Aa3 stab/ --- / A+ stab
SEB AG	Aaa *- / ---/---	Aaa *- / ---/---	--- neg/ --- / A+ pos
WL-Bank	---/AAA/---	---/AAA/---	--- / A+ stab/ ---
<b>Landesbanken</b>			
(Ungarantiert)			
Bayerische Landesbank	Aaa/AAA/AAA	Aaa/AAA/---	Aa2 *- / BBB+ neg/ A+ stab
DekaBank	Aaa/AAA/---	---/---/---	Aa2 stab/ A stab/ ---
HSH Nordbank	Aaa/---/AAA	Aaa/---/AAA	A2 stab/ BBB+ neg/ A stab
Landesbank Hessen-Thüringen	Aaa/AAA/AAA	---/---/AAA	Aa2 stab/ A neg/ A+ stab
LB Baden-Württemberg (LBBW)	Aaa/AAA/AAA	Aaa/---/---	Aa1 stab/ A- neg/ A+ stab
Landesbank Berlin	Aaa/---/AAA	Aaa/---/AAA	A1 stab/ --- / AA- stab
Norddeutsche Landesbank	Aaa/---/---	Aaa/---/---	Aa1 stab/ A- neg/ A stab
Westdeutsche Immobilien Bank AG	---/AAA/---	---/AAA/---	--- / BBB+ neg/ ---
West LB AG	Aaa/AAA/---	---/---/---	A2 neg/ BBB+ neg/ A- stab

Quelle: Bloomberg, Fitch, Moody's, Standard&amp;Poor's

## Impressum

Herausgeber: DG HYP – Deutsche Genossenschafts-Hypothekenbank AG,  
Rosenstraße 2, 20095 Hamburg

Vorstand: Hans-Theo Macke (Vorsitzender), Dr. Georg Reutter,  
Manfred Salber

Verantwortlich: Klaus Holschuh, Leiter Research und Volkswirtschaft  
Dr. Jan Holthusen, Leiter Fixed Income Research

Autoren: Jörg Birkmeyer, Leiter Credit Research Financials  
Andre Jan Hovora, Analyst Covered Bonds  
Sebastian Sachs, Analyst Covered Bonds

Alle DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank,  
Frankfurt am Main 2009

Nachdruck und Vervielfältigung nur mit Genehmigung der DG HYP

## Disclaimer

1. Herausgeber dieses Dokuments ist die DG HYP – Deutsche Genossenschafts-Hypothekbank AG, Hamburg.

2. Dieses Dokument wurde von der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank AG, Frankfurt am Main, Deutschland („DZ BANK“) erstellt und von der DZ BANK für die Verteilung in Deutschland und solchen Orten, die nachstehend genannt sind, genehmigt. Die Analysten, die dieses Dokument verfasst haben, sind bei der DZ BANK angestellt.

Unsere Empfehlungen stellen keine 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. Die in diesem Dokument enthaltenen Empfehlungen und Meinungen geben die nach besten Kräften erstellte Beurteilung der DZ BANK zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments wieder und können aufgrund künftiger Ereignisse oder Entwicklungen ohne Vorankündigung geändert werden. Dieses Dokument darf in allen Ländern nur in Einklang mit dem jeweils dort geltenden Recht verteilt werden, und Personen, die in den Besitz dieses Dokuments gelangen, sollten sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen. Dieses Dokument stellt eine unabhängige Bewertung der entsprechenden Emittentin beziehungsweise Wertpapiere 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.

Dieses Dokument wurde Ihnen lediglich zu Informationszwecken übergeben und darf weder ganz noch teilweise vervielfältigt, an andere Personen weiter verteilt oder veröffentlicht werden.

Die DZ BANK hat die Informationen, auf die sich das Dokument stützt, aus Quellen übernommen, die sie als zuverlässig einschätzt, hat aber nicht alle diese Informationen selbst nachgeprüft. Dementsprechend geben die DZ BANK, DZ Financial Markets LLC und/oder ihre jeweiligen Tochtergesellschaften keine Gewährleistungen oder Zusicherungen hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen ab. Des Weiteren übernimmt die DZ BANK keine Haftung für Verluste, die durch die Verteilung und/oder Verwendung dieses Dokuments verursacht werden und/oder mit der Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen.

Eine Entscheidung bezüglich einer Wertpapieranlage sollte auf der Grundlage unabhängiger Investmentanalysen und Verfahren sowie anderer Studien, einschließlich, jedoch nicht beschränkt auf Informationsmemoranden, Verkaufs- oder Emissionsprospekte erfolgen und nicht auf der Grundlage dieses Dokuments. Obgleich die DZ BANK Hyperlinks zu Internet-Seiten von in dieser Studie erwähnten Unternehmen angeben kann, bedeutet die Einbeziehung eines Links nicht, dass die DZ BANK sämtliche Daten auf der verlinkten Seite bzw. Daten, auf welche von dieser Seite aus zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder genehmigt. Die DZ BANK übernimmt weder eine Haftung für solche Daten noch für irgendwelche Konsequenzen, die aus der Verwendung dieser Daten entstehen.

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Erwerb von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten dar und darf auch nicht dahin gehend ausgelegt werden. Die Informationen in diesem Dokument stellen keine Anlageberatung dar. Mit der Ausarbeitung dieses Dokuments wird die DZ BANK gegenüber keiner Person als Anlageberater oder als Portfolioverwalter tätig.

Die DZ BANK ist berechtigt, Investment Banking- und sonstige Geschäftsbeziehungen zu dem/den Unternehmen zu unterhalten, die Gegenstand dieser Studie sind. Die Research-Analysten der DZ BANK liefern ebenfalls wichtigen Input für Investment Banking- und andere Verfahren zur Auswahl von Unternehmen. Anleger sollten davon ausgehen, dass die DZ BANK, DZ Financial Markets LLC und/oder deren jeweilige Tochtergesellschaften bestrebt sind bzw. sein werden, Investment Banking- oder sonstige Geschäfte von dem bzw. den Unternehmen, die Gegenstand dieser Studie sind, zu akquirieren, und dass die Research-Analysten, die an der Erstellung dieser Studie beteiligt waren, im Rahmen des geltenden Rechts am Zustandekommen eines solchen Geschäfts beteiligt sein können. DZ BANK, DZ Financial Markets LLC und/oder deren jeweilige Tochtergesellschaften sowie deren Mitarbeiter halten möglicherweise Positionen in diesen Wertpapieren oder tätigen Geschäfte mit diesen Wertpapieren.

Research-Analysten werden nicht für bestimmte Investment Banking-Transaktionen vergütet. Der/die Verfasser dieser Studie erhält/erhalten eine Vergütung, die (unter anderem) auf der Gesamtrentabilität der DZ BANK basiert, welche Erträge aus dem Investment Banking-Geschäft und anderen Geschäftsbereichen des Unternehmens einschließt. Die Analysten der DZ BANK und deren Haushaltsmitglieder sowie Personen, die den Analysten Bericht erstatten, dürfen grundsätzlich kein finanzielles Interesse an Wertpapieren oder Futures von Unternehmen haben, die vom Analysten gecovert werden.

**3. Spezifische Angaben für die Vereinigten Staaten von Amerika und Kanada:** Dieses Research-Dokument wird US-amerikanischen Investoren durch die DZ BANK gemäß Vorschrift 15a-6 des *Securities and Exchange Act of 1934* zur Verfügung gestellt. Es wird ausschließlich an große institutionelle Investoren entsprechend der Definition in Vorschrift 15a-6 verteilt und ist ausschließlich dazu bestimmt, von diesen gelesen zu werden. Jeder Auftrag zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, die in diesem Dokument analysiert werden, muss bei der in den Vereinigten Staaten als Händler und Makler registrierten Tochtergesellschaft der DZ BANK platziert werden. Sie erreichen die DZ Financial Markets LLC in der 609 Fifth Avenue, New York, NY 10017, 121-745-1600. Dieses Dokument wurde außerhalb der Vereinigten Staaten von Analysten verfasst, für die möglicherweise keine Vorschriften über die Erstellung von Analysen und die Unabhängigkeit von Research-Analysten galten, die den Vorschriften entsprechen, die in den Vereinigten Staaten gelten. Die in diesem Dokument enthaltenen Meinungen, Schätzungen und Prognosen sind diejenigen der DZ BANK zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments und können ohne Mitteilung geändert werden. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen wurden von der DZ BANK aus Quellen zusammengestellt, die als zuverlässig eingeschätzt wurden; es übernimmt jedoch weder die DZ BANK noch ihre Tochtergesellschaften noch irgendeine andere Person ausdrücklich oder stillschweigend irgendwelche Garantien oder Gewährleistungen bezüglich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit dieses Dokuments. Im Anwendungsbereich der bundesrechtlichen Rechtsvorschriften der Vereinigten Staaten von Amerika (USA) oder dem Recht der Einzelstaaten der USA geht der vorstehende Garantie-, Haftungs- und Gewährleistungsausschluss der Klausel zum Haftungsausschluss oben in Ziffer 2 vor. Die in diesem Dokument analysierten Wertpapiere/ADRS sind entweder an einer US-amerikanischen Börse notiert bzw. werden am US-amerikanischen Over-the-Counter-Markt oder ausschließlich am Devisenmarkt gehandelt. Diejenigen Wertpapiere, die nicht in den USA registriert sind, dürfen nicht innerhalb der USA oder US-amerikanischen Personen angeboten oder innerhalb der USA oder an US-amerikanische Personen verkauft werden (im Sinne von *Regulation S* und gemäß *Securities Act of 1933* (das „Wertpapiergesetz“)), es sei denn, es liegt eine Ausnahme entsprechend des Wertpapiergesetzes vor. Dieses Dokument stellt weder ein Angebot zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers im Sinne von Abschnitt 5 des Wertpapiergesetzes dar und weder dieses Dokument noch irgendwelche darin enthaltenen Bestandteile bilden die Grundlage irgendeines Vertrages oder anderweitigen Verpflichtung irgendeiner Art. Darüber hinaus ist es nicht zulässig, sich im Zusammenhang mit irgendeinem Vertrag oder einer anderweitigen Verpflichtung auf dieses Dokument oder irgendwelche darin enthaltenen Bestandteile zu stützen.

In Kanada darf dieses Dokument nur an die dort gebietsansässigen Personen verteilt werden, die, befreit von der Prospektspflicht gemäß den im jeweiligen Territorium bzw. in der jeweiligen Provinz geltenden wertpapierrechtlichen Bestimmungen, berechtigt sind, Abschlüsse im Zusammenhang mit den hierin beschriebenen Wertpapieren zu tätigen.

**4. Spezifische Angaben für Großbritannien:** Die DZ BANK unterliegt hinsichtlich ihrer Verhaltens- und Organisationspflichten der Aufsicht durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. Soweit allerdings dieses Dokument in Großbritannien verteilt wird, darf es nur an berechtigte Gegenparteien (*Eligible Counterparties*) und professionelle Kunden (*Professional Clients*) entsprechend der Definition dieser Begriffe in den FSA (*Financial Services Authority*) Regularien verteilt und an diese gerichtet sein (diese Personen werden folgend als „relevante Personen“ bezeichnet). Keine anderen als die relevanten Personen sollen auf der Grundlage dieses Dokuments handeln oder darauf vertrauen. Jede Investition oder Investmentaktivität, auf die sich dieses Dokument bezieht, steht nur relevanten Personen zur Verfügung und nur relevante Personen können diese Investitionen tätigen.

Die DZ BANK, DZ Financial Markets LLC und/oder ihre jeweiligen Tochtergesellschaften schließen ausdrücklich alle Bedingungen, Garantien, Gewährleistungen und Bestimmungen (gleich, ob sie auf Gesetz, *Common Law* oder auf anderer Grundlage beruhen) jeglicher Art aus, gleichgültig, ob sie sich auf die Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit dieser Information oder der in diesem Dokument vertretenen Meinungen oder Sonstiges beziehen. Ferner übernimmt die DZ BANK keinerlei Haftung für direkte oder indirekte Schäden oder Verluste jeglicher Art, gleichgültig, ob sie aus einer Vertragsverletzung, unerlaubter Handlung (inklusive Fahrlässigkeit), Verletzung einer gesetzlichen Pflicht, Freistellung oder sonstigen Tatbeständen herrühren, welche durch die Veröffentlichung und/oder Nutzung dieses Dokuments entstanden sind. Mit keiner Angabe in diesem Disclaimer ist beabsichtigt, die Haftung für (i) Betrug, (ii) den Tod oder körperliche Verletzungen aufgrund von Fahrlässigkeit, (iii) Verletzung von Bedingungen mit Bezug auf Ansprüche gemäß Abschnitt 2 *Sale of Goods Act 1979* und/oder Abschnitt 2 *Supply of Goods and Services Act 1982*, oder (iv) in Bezug auf Tatbestände, bei denen die Haftung kraft Gesetzes nicht begrenzt oder aufgehoben werden darf, ganz oder teilweise auszuschließen. Im Anwendungsbereich der in England geltenden Rechtsvorschriften geht diese Ziffer 4 den Bestimmungen zum Haftungsausschluss oben in Ziffer 2 vor.

**5. Spezifische Angaben für Italien:** Dieses Dokument darf in Italien nur an Personen weitergeleitet werden, die in Artikel 2 (1) (e) der Richtlinie 2003/71/EG definiert sind („Qualifizierte Anleger“). Andere Personen als Qualifizierte Anleger sollten die Informationen in diesem Dokument weder lesen, noch danach handeln oder sich darauf verlassen. Jegliche Handlungen, die in diesem Dokument genannt werden, werden nur mit oder für Qualifizierte Anleger vorgenommen.

**6. Hinweis:** Sämtliche Kursziele, die für die in dieser Studie analysierten Unternehmen angegeben werden, können aufgrund verschiedener Risikofaktoren, einschließlich, jedoch nicht ausschließlich, Marktvolatilität, Branchenvolatilität, Maßnahmen des Unternehmens, Wirtschaftslage, Nichterfüllung von Ertrags- und/oder Umsatzprognosen, Nichtverfügbarkeit von vollständigen und genauen Informationen und/oder ein später eintretendes Ereignis, das sich auf die zugrunde liegenden Annahmen der DZ BANK bzw. sonstiger Quellen, auf welche sich die DZ BANK in diesem Dokument stützt, auswirkt, möglicherweise nicht erreicht werden.

Die DZ BANK ist ebenfalls berechtigt, während des Analysezeitraums eine andere Studie über das Unternehmen zu veröffentlichen, in der kein Kursziel angegeben wird, sondern Bewertungsprobleme erörtert werden. Die angegebenen Kursziele sollten im Zusammenhang mit allen bisher veröffentlichten Studien und Entwicklungen, welche sich auf das Unternehmen sowie die Branche und Finanzmärkte, in denen das Unternehmen tätig ist, beziehen, betrachtet werden.

Die DZ BANK trifft keine Pflicht zur Aktualisierung des Research Reports. Anleger müssen sich selbst über den laufenden Geschäftsgang und etwaige Veränderungen im laufenden Geschäftsgang der Emittentin informieren.

Indem Sie dieses Dokument nutzen oder sich gleich in welcher Weise darauf verlassen, akzeptieren Sie die vorstehenden Beschränkungen als für Sie verbindlich. Zusätzliche Informationen über den Inhalt dieser Studie erhalten Sie auf Anfrage.

Sollte sich eine Bestimmung dieses Disclaimers unter dem jeweils anwendbaren Recht als rechtswidrig, unwirksam oder nicht durchsetzbar herausstellen, ist die betreffende Bestimmung so zu behandeln, als wäre sie nicht Bestandteil dieses Disclaimers; in keinem Fall berührt sie die Rechtmäßigkeit, Wirksamkeit oder Durchsetzbarkeit der übrigen Bestimmungen.

## Zuständige Aufsichtsbehörde

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt am Main, Germany

## Anschriften der DG HYP

### Deutsche Genossenschafts-Hypothekenbank AG

20095 Hamburg  
Rosenstraße 2  
Postfach 10 14 46  
20009 Hamburg  
Telefon (0 40) 33 34-0  
Telefax (0 40) 33 34-11 11  
Internet: www.dghyp.de

### Immobilienzentren für gewerbliche Investoren

DG HYP Immobilienzentrum Berlin  
Pariser Platz 3  
10117 Berlin  
Telefon (0 30) 3 19 93-51 01  
Telefax (0 30) 3 19 93-50 36

DG HYP Immobilienzentrum Hamburg  
Rosenstraße 2  
20095 Hamburg  
Telefon (0 40) 33 34-37 78  
Telefax (0 40) 33 34-11 02

DG HYP Immobilienzentrum Düsseldorf  
Ludwig-Erhard-Allee 9  
40227 Düsseldorf  
Telefon (02 11) 22 04 99-10  
Telefax (02 11) 22 04 99-40

DG HYP Immobilienzentrum München  
Türkenstraße 16  
80333 München  
Telefon (0 89) 51 26 76-10  
Telefax (0 89) 51 26 76-30

DG HYP Immobilienzentrum Frankfurt  
CITY HAUS I, Platz der Republik 6  
60325 Frankfurt am Main  
Telefon (0 69) 75 06 76-21  
Telefax (0 69) 75 06 76-99

DG HYP Immobilienzentrum Stuttgart  
Heilbronner Straße 41  
70191 Stuttgart  
Telefon (07 11) 12 09 38-0  
Telefax (07 11) 12 09 38-30

### Repräsentanzen

DG HYP London Representative Office  
10 Aldersgate Street  
London EC1A 4HJ  
Great Britain  
Telefon +44 20 77 76-76 13  
Telefax +44 20 77 76-76 19

DG HYP New York Representative Office  
609 Fifth Avenue, 6<sup>th</sup> Floor  
New York NY 10017  
USA  
Telefon +1 212 796 43-00  
Telefax +1 212 796 43-13

### Länderdesks

Frankreich  
Rosenstraße 2  
20095 Hamburg  
Telefon (0 40) 33 34-20 41

Osteuropa und Neue Märkte  
Rosenstraße 2  
20095 Hamburg  
Telefon (0 40) 33 34-33 58

Skandinavien  
Rosenstraße 2  
20095 Hamburg  
Telefon (0 40) 33 34-27 01



DG HYP  
Deutsche Genossenschafts-Hypothekenbank AG  
Rosenstraße 2 | 20095 Hamburg  
Tel.: (0 40) 33 34-0 | Fax: (0 40) 33 34-11 11  
[www.dghyp.de](http://www.dghyp.de)