

Der deutsche Pfandbriefmarkt 2010

EINE FACHTHEMENREIHE DER DG HYP

Pfandbriefe – krisenfest und sicher



Inhalt

| | |
|---|-----------|
| Vorwort | 2 |
| Executive Summary | 3 |
| Marktentwicklung | 4 |
| Emittentenlandschaft | 10 |
| Rechtliche Grundlagen | 12 |
| Novelle des Pfandbriefgesetzes 2010 | |
| Pfandbriefgesetz | |
| Deckungsrechnung | |
| Risikomanagement | |
| Transparenzvorschriften | |
| Insolvenzfall des Pfandbriefemittenten | |
| Emittentenlisten | 28 |
| Impressum | 30 |
| Disclaimer | 31 |
| Anschriften der DG HYP | 32 |

Vorwort

Der deutsche Pfandbrief ist ein Finanzprodukt, das die Bedürfnisse nach Sicherheit und Transparenz der Investoren in hohem Maße erfüllt. Das Vertrauen der Anleger in dieses Produkt ist auch während der Krise nicht verloren gegangen und der Pfandbrief hat seine große Bedeutung als langfristiges Refinanzierungsinstrument behauptet.

In den ersten sechs Monaten des laufenden Jahres konnten Pfandbriefe mit einem Volumen von rund 49 Milliarden Euro emittiert werden und sicherten sich die Spitzenposition unter den Covered Bonds. Grund für diese erfreuliche Entwicklung sind neben dem Vertrauen der Investoren die hohen Anforderungen des deutschen Pfandbriefgesetzes und der stabile heimische Immobilienmarkt.

Vor dem Hintergrund der Entwicklungen auf den Kapitalmärkten in den vergangenen Jahren hat der Gesetzgeber das Pfandbriefgesetz im März 2009 novelliert und hinsichtlich der Liquiditätsvorhaltung und Transparenz weiter verbessert. Aufgrund der hohen Geschwindigkeit, mit der sich das Wettbewerbsumfeld und die Anforderungen der Anleger weiterentwickelt, steht noch in diesem Jahr eine – bereits vom Kabinett verabschiedete – weitere Novelle des Pfandbriefgesetzes auf der Agenda.

Ziel der Novelle ist die Klarstellung beziehungsweise Beseitigung bestehender Unklarheiten auf Seiten des Pfandbriefgesetzes hinsichtlich der praktischen Durchführbarkeit von Refinanzierungsgeschäften des bei Insolvenz einer Pfandbriefbank eingesetzten Sachwalters mit der Deutschen Bundesbank. In diesem Zusammenhang sollen unter anderem auch die Transparenzanforderungen weiter verschärft werden, indem die zu veröffentlichenden Informationen zur Deckungsmasse mindestens zwei Jahre zugänglich sein müssen.

Bei der BaFin als Pfandbriefbank lizenziert ist die DG HYP ermächtigt, Pfandbriefe zur Refinanzierung von grundpfandrechtl. gesicherten Darlehen und Staatsfinanzierungskrediten zu nutzen. Mit der Einbindung in den genossenschaftlichen Finanzverbund, der über eine starke Stellung im Markt mit hoher Sicherheit und Bonität verfügt, ist die DG HYP in diesem Geschäftsfeld gut positioniert.

„Pfandbriefe – krisenfest und sicher“ ist das zentrale Thema, mit dem sich der vorliegende Bericht zum deutschen Pfandbriefmarkt 2010 beschäftigt. Die Publikation gibt einen Überblick über die aktuelle Entwicklung des Covered-Bond Markts sowie die Emittentenlandschaft und die rechtlichen Grundlagen des deutschen Pfandbriefs unter Berücksichtigung der bevorstehenden Novellierung des Pfandbriefgesetzes.

Deutsche Genossenschafts-Hypothekenbank AG

September 2010

EXECUTIVE SUMMARY

- » Pfandbriefe haben die Finanzkrise – insbesondere im Vergleich zu anderen Covered-Bond-Segmenten – vergleichsweise gut verkraftet, die Spreadausweitungen nach dem Kollaps von Lehman nahmen sich recht verhalten aus. Die Investoren waren scheinbar überzeugt, dass aufgrund der systemischen Wichtigkeit der Pfandbriefe für den Kapitalmarkt und besonders für das deutsche Rentensystem alles getan werden würde, um auch nur den Ausfall einer einzigen Zinszahlung aus einem Pfandbrief zu verhindern. Und auch die Bundesregierung, die in der Begründung des Finanzmarktstabilisierungsgesetzes eine implizite Staatsgarantie für Pfandbriefe aussprach, hat zu dem positiven Sentiment beigetragen. Pfandbriefe wurden zwar durch die generell negative Entwicklung des gesamten Covered-Bond-Marktes in Sippenhaft genommen, die angeführten Positiva verhinderten jedoch ein stärkeres Abstürzen.
- » In den ersten sechs Monaten des laufenden Jahres wurden Pfandbriefe im Volumen von insgesamt 49,4 Mrd. Euro begeben, davon 13 Mrd. Euro im (klassischen) Jumboformat. Traditionelle Pfandbriefe stellen mit rund 36 Mrd. Euro den Löwenanteil der abgesetzten Anleihen, der Anteil der Namenspfandbriefe lag im ersten Halbjahr bei insgesamt 17,6% (8,7 Mrd. Euro). Einer der Hauptgründe für den weiter sinkenden Jumboanteil ist, dass im ersten Halbjahr insgesamt 21 Emissionen im Sub-Jumbo-Volumen zwischen 500 Mio. Euro und 1 Mrd. Euro platziert wurden; so viele wie noch nie zuvor.
- » Liquidität bleibt ein großes Problem für den Sekundärmarkt. Der Stopp des Market Making und somit des Zur-Verfügung-Stellens von „Pseudo“-Liquidität führte zu einem Austrocknen selbiger zum Höhepunkt der Krise. Und bis zum heutigen Tag ist auf breiter Basis noch lange keine Normalisierung eingetreten. Pfandbriefe werden aktuell nur in deutlich geringeren Volumina umgesetzt als vor dem Lehman-Kollaps. Auch die Europäische Zentralbank hat sich schon besorgt in Richtung Sekundärmarktliquidität geäußert – nur an Lösungsvorschlägen oder auch nur Ansätzen, diese Problematik anzugehen, mangelt es derzeit noch.
- » 2010 steht eine erneute Überarbeitung des Pfandbriefgesetzes auf dem Programm. Ziel der Novelle ist die Klarstellung beziehungsweise Beseitigung bestehender Unklarheiten seitens des PfandBG im Hinblick auf die praktische Durchführbarkeit von Refinanzierungsgeschäften des Sachwalters mit der Deutschen Bundesbank. Im Kern geht es darum, ob ein Sachwalter auch aus Sicht der Bundesbank/EZB die Möglichkeit besitzt, mit ihr Repo-Geschäfte durchzuführen, um Inkongruenzen, die aus unterschiedlichen Zahlungsströmen bei Deckungsaktiva und Pfandbriefen entstehen können, auszugleichen.
- » In Deutschland gibt es aktuell 24 Emittenten, die Pfandbriefe im Jumbo-Format ausstehen haben – ein Rückgang um vier Emittenten innerhalb von zwei Jahren. Hintergrund waren zum einen die Integration der EssenHyp in die Eurohypo sowie die Gruppenkonsolidierung innerhalb der in Schieflage geratenen Hypo-Real-Estate-Gruppe. Auch die Eingliederung der Landesbank Rheinland-Pfalz und der SachsenLB in den LBBW-Konzern haben die Emittentenlandschaft weiter reduziert.

MARKTENTWICKLUNG

Pfandbriefe haben die Finanzkrise vergleichsweise gut verkraftet. Nach dem Kollaps von Lehman haben sich die Swapspreeds der gedeckten Bonds aus Deutschland zwar ebenfalls – und vor allem für ihre Verhältnisse – deutlich ausgeweitet. Im Vergleich zu den anderen Segmenten nahm sich die „Spreadexplosion“ jedoch verhalten aus. Die Gründe für diese recht erfreuliche Entwicklung lagen vor allem in der Sichtweise der Anleger auf Pfandbriefe per se, das deutsche Pfandbriefgesetz und den heimischen Immobilienmarkt bzw. seine Stabilität begründet – und das, obwohl etliche Deckungsstöcke in Deutschland einen nicht zu vernachlässigenden Auslandsanteil aufweisen. Die Geschichte des Pfandbriefs, der mehr als 250 Jahre ohne Zahlungsverzögerungen oder gar Ausfälle die Anleger erfreut hat, ließ in den Köpfen der Anleger Gedankenspiele, die etwas anderes zum Ergebnis hätten, schlicht nicht zu – und das auch nicht vor dem Hintergrund der Krise. Zudem hatte der deutsche Immobilienmarkt keine gravierenden Probleme, da die (Miet)Preisentwicklung keine Anzeichen einer Blasenbildung, wie beispielsweise in Spanien und Großbritannien, indizierte. Auch waren die Investoren überzeugt, dass aufgrund der systemischen Wichtigkeit der Pfandbriefe für den Kapitalmarkt und besonders für das deutsche Rentensystem alles getan werden würde, um auch nur den Ausfall einer einzigen Zinszahlung aus einem Pfandbrief zu verhindern. Diese Denkweise erhielt Nahrung nicht zuletzt durch die Bundesregierung, die in der Begründung des Finanzmarktstabilisierungsgesetzes eine implizite Staatsgarantie für Pfandbriefe aussprach. Pfandbriefe wurden zwar durch die generell negative Entwicklung des gesamten Covered-Bond-Marktes in Sippenhaft genommen, die angeführten Positiva verhinderten jedoch ein stärkeres Abstürzen des Segments beziehungsweise ein kräftigeres Nach-Oben-Schießen der Swapspreeds. Seit nun fast einem Jahr zeigt die Spreadentwicklung der Pfandbriefe jedoch keine große Regung mehr.

Primärmarkt – Jumbo-Pfandbriefe, ein schrumpfendes Segment

In den ersten sechs Monaten des laufenden Jahres wurden insgesamt Pfandbriefe im Volumen von 49,4 Mrd. Euro begeben, davon 13 Mrd. Euro im Jumboformat. Traditionelle Pfandbriefe stellen mit rund 36 Mrd. Euro 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 können und die Pfandbriefe nicht nur in Form von Inhaberpapieren, sondern auch als Namenspfandbriefe ausgestattet werden können. Der Anteil der Namenspfandbriefe lag im ersten Halbjahr bei insgesamt 17,6% (8,7 Mrd. Euro). Auf das gesamte Jahr hochgerechnet, liegt das Bruttoabsatzvolumen aller Pfandbriefe bislang hinter dem Vorjahr (110 Mrd. Euro) zurück.

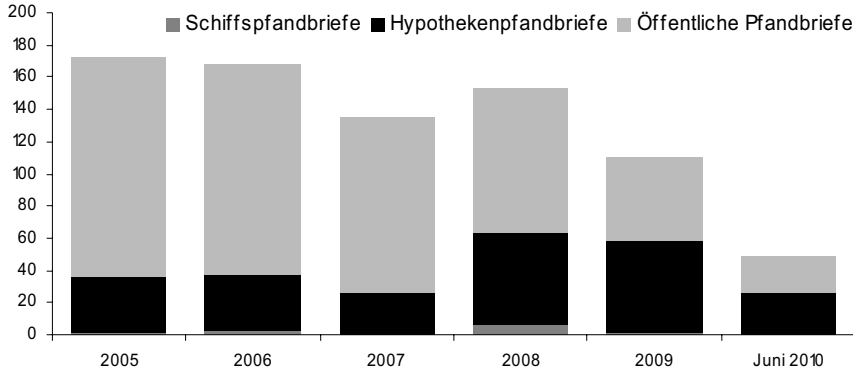
Auch während der Krise...

...haben Investoren ihre positive Sicht auf Pfandbriefe nicht verloren

Knapp 50 Mrd. Euro Neuemissionsvolumen im ersten Halbjahr

Der deutsche Pfandbriefmarkt 2010

BRUTTOABSATZVOLUMEN PFANDBRIEFE (IN MRD. EURO)

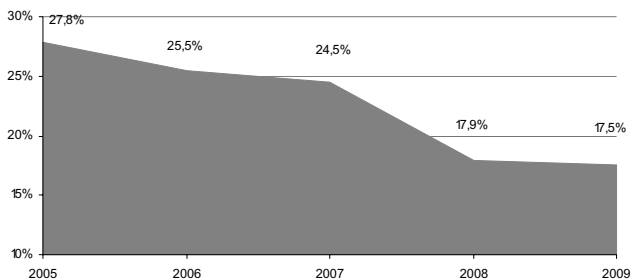


Quelle: vdp

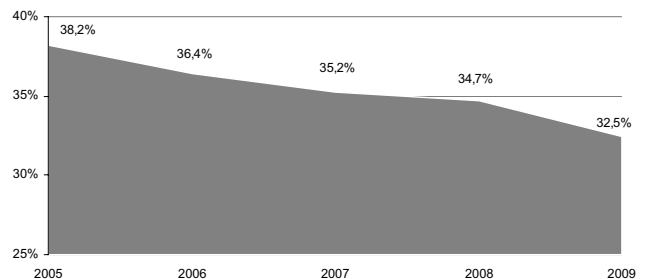
Einer der Hauptgründe für den immer weiter sinkenden Jumboanteil (26,7%) ist, dass im ersten Halbjahr insgesamt 21 Emissionen im Volumen zwischen 500 Mio. Euro und 1 Mrd. Euro platziert wurden; so viele wie noch nie zuvor. Hintergrund für das kleinere Volumen dürfte unseres Erachtens die Tatsache sein, dass die Emittenten auf Nummer sicher gehen wollen. Der Blick auf die Orderbücher zeigt, dass es jüngst immer schwieriger geworden ist, ausreichend Nachfrage für Jumbos zu generieren. Daher wird das Emissionsvolumen lieber niedriger angesetzt, um einen möglichen Misserfolg von vorne herein zu vermeiden. Und wenn die Nachfrage ausreichend hoch ist, kann das Volumen einfach erhöht werden. Wir rechnen damit, dass sich dieser Trend auch in der zweiten Jahreshälfte fortsetzen wird. Neben dem Vorteil der besseren Platzierbarkeit kleinvolumiger Emissionen könnte sich die eine oder andere Bank auch aufgrund gestiegener Anforderungen an die Aktiv-/Passivsteuerung und der damit verbundenen Kosten zukünftig gegen die Emission von Jumbopfandbriefen entscheiden.

Anteil der Jumboemissionen nimmt zugunsten von kleinvolumigeren Emissionen weiter ab

ANTEIL JUMBOEMISSIONEN AN DEN NEUEMISSIONEN



ANTEIL JUMBOEMISSIONEN AM BESTANDSVOLUMEN

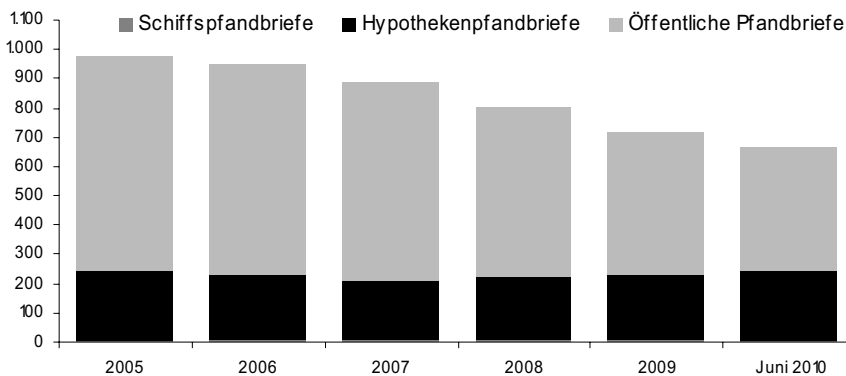


Quelle: vdp

Wie bereits im Vorjahr wurde der Primärmarkt in den ersten sechs Monaten nicht mehr von Öffentlichen Pfandbriefemissionen dominiert. So lag der Anteil der mit öffentlichen Deckungswerten besicherten Anleihen im ersten Halbjahr mit 23 Mrd. Euro unterhalb des Neuemissionsvolumens von Hypothekendarfbriefen (26 Mrd. Euro). Während bei den Hypothekendarfbriefen die Neuemissionen die Fälligkeiten in diesem Jahr bereits jetzt annähernd kompensiert haben, sinkt der Bestand der Öffentlichen Darfbriefe immer weiter ab. Insgesamt wurden oder werden dieses Jahr noch Jumbo-Darfbriefe im Volumen von fast 80 Mrd. Euro fällig. Der Großteil dieser Rückzahlungen (58,5 Mrd. Euro) entfällt dabei auf Öffentliche Darfbriefe. Da sich die Hypothekendarfbanken bzw. Darfbriefemittenten gerade im Staatsfinanzierungsgeschäft noch nach wie vor zurückhalten beziehungsweise sogar gezwungen sind, Bestände abzubauen, dürften die hohen Fälligkeiten bei den Öffentlichen Darfbriefen auch in der zweiten Jahreshälfte nur zu einem Bruchteil ersetzt werden.

Bestand an Öffentlichen Darfbriefen geht immer weiter zurück...

BESTANDSVOLUMEN DARFBRIEFE (IN MRD. EURO)



Quelle: vdp

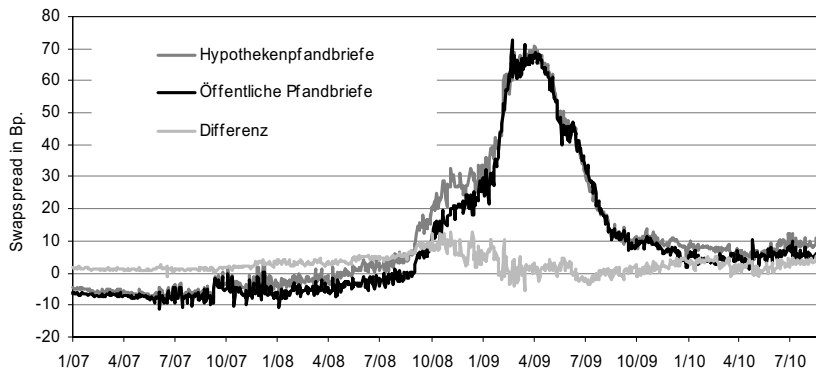
Auch in den kommenden Jahren dürften Öffentliche Darfbriefe mehr und mehr an Bedeutung verlieren – und das nicht nur im Jumbo-Bereich. Eine deutlich schwierigere Margensituation in der Staatsfinanzierung (seit jeher ein eher opportunistisches Geschäft) und damit einhergehend auch weniger Interesse an Neugeschäft mit der öffentlichen Hand führen dazu, dass der Bedarf an Refinanzierungen sinkt. Zudem wird die Staatsfinanzierung auch von den Investoren immer kritischer beäugt; gerade die wenigen Geschäfte, die aktuell noch interessante Margen - in vielen Fällen sogar ohne Fristentransformation - bieten, dürften diejenigen sein, die nicht gerade auf das Wohlwollen der Anleger treffen. Dieser Trend wird nicht zuletzt untermauert von einer Neuausrichtung der Geschäftsfelder einzelner Akteure am Darfbriefmarkt, die eine stärkere Hinwendung zur Immobilienfinanzierung erkennen lässt. Die Staatsfinanzierung befindet sich auf dem absteigenden Ast; sie wird zwar nicht vollständig aufgegeben werden, aber die Bedeutung dieser Geschäftssparte dürfte zukünftig jedoch kontinuierlich zurückgehen.

...und sie verlieren an Bedeutung

Für Investoren ergibt sich daraus die nicht unberechtigte Erwartung, dass Öffentliche Pfandbriefe in Zukunft mehr und mehr von einem gewissen „Raritätenstatus“ profitieren dürften – auch wenn zumindest ihr ausstehendes Volumen gerade im Vergleich zu Hypothekendarlehen noch recht hoch erscheint. Diejenigen Emittenten, die ihr Geschäft hauptsächlich auf Deutschland ausgerichtet haben, werden dabei die Nase vorne haben. Denn die jüngst aufgekommen Zweifel an der Beherrschbarkeit zu hoher Staatsverschuldung in etlichen europäischen Ländern könnte Pfandbriefe, deren öffentliche Deckung stark in den Peripheriestaaten liegt, zukünftig etwas schlechter dastehen lassen. Zumindest ist der uneingeschränkte Bonus, den Öffentliche Pfandbriefe seit jeher im Vergleich zu Bonds mit Hypothekendeckung hatten, so gut wie aufgebraucht. Dass die Swapspreids von Hypothekendarlehen über denen ihrer Pendanten mit öffentlicher Deckung zu liegen haben, kann folglich auch nicht mehr als gegeben angesehen werden.

Unterstützung durch Raritätenstatus

HYPOTHEKENPFANDBRIEFE UND ÖFFENTLICHE PFANDBRIEFE IN ETWA GLEICH AUF



Quelle: DZ BANK

Hypothekendarlehen hingegen werden den Papieren mit öffentlicher Deckung langsam aber sicher den Rang ablaufen. Zwar ändert sich auch die Fokussierung der Geschäftstätigkeit der Emittenten im Bezug auf das Hypothekengeschäft. Doch gerade diese auch durch die Krise notwendig gewordenen Anpassungen in diesem Bereich (auch wenn ihre abschließende Umsetzung noch etwas auf sich warten lassen dürfte), wie beispielsweise die kritischere Betrachtung von Gewerbeimmobilienfinanzierungen, dürften Hypothekenfinanzierungen in Zukunft sicherer und damit noch einmal attraktiver machen. Hypothekendarlehen müssen sich zudem mittlerweile verstärkt im weltweiten Wettbewerb behaupten, vor allem, da der Anteil an Gewerbeimmobilien in den Deckungsstöcken in Deutschland vergleichsweise hoch ist. Jurisdiktionen, aus denen auch Covered Bonds mit öffentlicher Deckung emittiert werden, sind ohnehin fast an einer Hand abzuzählen.

Härterer Wettbewerb für Hypothekendarlehen

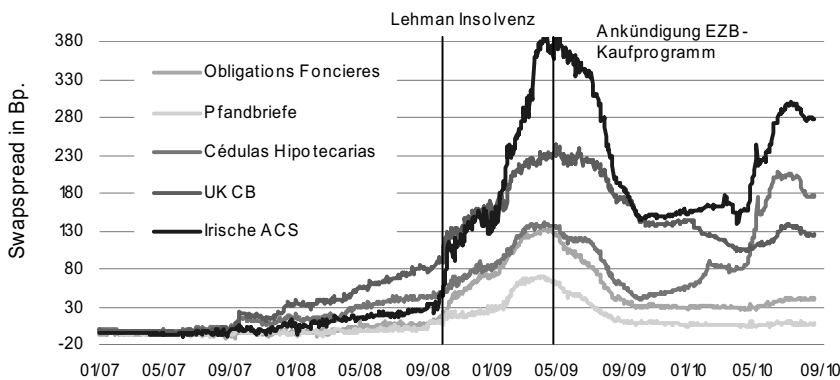
Sekundärmarkt – Liquiditätssituation und Ausblick

Ausgehend von einem sehr, in den Augen mancher Betrachter sogar zu homogenen Spreadniveau, auf das sich der gesamte Jumbo-Covered-Bond-Markt vor dem doch ziemlich überraschenden Ausbruch der Krise eingestellt hatte, weiteten sich die Renditeaufschläge der deutschen gedeckten Bonds gegen Swap im fünfjährigen

Im Vergleich zu anderen Segmenten nur verhaltene Spreadausweitungen

Laufzeitenbereich (dem zum damaligen Zeitpunkt noch liquidesten und somit aussagekräftigsten Laufzeitenbereich) im Schnitt auf maximal rund 70 Basispunkte aus – ein Wert, der zwar zum damaligen Zeitpunkt und vor dem Hintergrund, dass die Spreads aus einem teils zweistelligen Minusbereich kamen, für das Pfandbriefsegment durchaus dramatisch erschien; im Vergleich zu den Spreadbewegungen in allen anderen Segmenten kamen die Ausweitungen jedoch eher bescheiden daher. So weiteten sich spanische Cédulas und französische Covered Bonds auf Niveaus um Swap plus 130 Basispunkte aus, irische ACS explodierten sogar zwischenzeitlich auf Swapsreads von knapp 400 Basispunkten.

JUMBO-SWAPSPREADS: PFANDBRIEFE VERGLEICHSWEISE STABIL



Quelle: DZ BANK, Daten aus Bloomberg

Dann trat Anfang Mai 2009 die Europäische Zentralbank (EZB) auf den Plan - und stellte die Marktentwicklung auf den Kopf. Seit Ankündigung des EZB-Kaufprogramms im Volumen von insgesamt 60 Mrd. Euro (bis Ende Juni 2010) haben sich die Swapsreads der ausstehenden Jumbo-Covered-Bonds drastisch eingengt – auch bei Pfandbriefen. Die gedeckten Bonds einiger deutscher Emittenten liegen auf Swapsreadbasis bereits wieder auf Niveaus, auf denen sie sich vor der Krise befunden haben. Auch die anderen Segmente haben sich seit Mai vergangenen Jahres wieder sehr positiv entwickelt, doch zeigt der Markt momentan eine deutlich ausgeprägtere Differenzierung einzelner Covered-Bond-Produkte – und dieser Zustand dürfte auch mittel- bis langfristig Bestand haben. Denn wenn die Investoren in der Krise eines gelernt haben, dann ist es eine intensivere Analyse der Stärken und Schwächen der unterschiedlichen Segmente und ein daraus abgeleitetes Pricing am Sekundärmarkt. Doch muss in diesem Zusammenhang immer im Hinterkopf behalten werden, dass die EZB an der Marktverfassung fundamental nichts geändert hat – dazu war das angestrebte Gesamtvolumen des Programms einfach nicht hoch genug. Es dreht sich also wieder einmal alles um das Sentiment – und hier war es nur mehr als natürlich, dass Pfandbriefe, deren Swapsreads aus Sicht der meisten Investoren ohnehin nur „aus Versehen“ mit herausgelaufen waren, auch am schnellsten fast auf Vorkrisenniveaus zurückkehrten.

EZB-Kaufprogramm treibt Spreads nach unten...

...und Pfandbriefe fast auf Vorkrisenniveau

Zudem war, ist und bleibt Liquidität ein großes Problem für den gesamten Covered-Bond-Sekundärmarkt – und somit auch, aber nicht nur für Pfandbriefe. Der Stopp des Market Making und somit des Zur-Verfügung-Stellens von „Pseudo“-Liquidität führte zu einem Austrocknen selbiger zum Höhepunkt der Krise. Und bis zum heutigen Tag ist auf breiter Basis noch lange keine Normalisierung eingetreten – selbst von einer deutlichen Besserung zu sprechen, fällt uns aktuell noch schwer. Pfandbriefe werden nur in deutlich geringeren Volumina umgesetzt als vor dem Lehman-Kollaps. Teilweise führen noch immer insbesondere Kaufanfragen zu etlichen Enttäuschungen, da einerseits viele Investoren ihre Bestände in voller Größe halten möchten und die Banken andererseits keine Papiere mehr besitzen, aus denen sie die Orders erfüllen könnten (Short-Positionen eingehen möchte und darf im aktuellen Marktumfeld ohnehin fast kein Akteur mehr). Doch im Vergleich zum Gesamtmarkt werden neben französischen Covered Bonds Pfandbriefe noch immer am meisten gehandelt – auch wenn diese Volumina keinen Anlass bieten, mit der Sekundärmarktsituation auch nur im Geringsten zufrieden zu sein. Auch die Europäische Zentralbank hat sich schon besorgt in Richtung Sekundärmarktliquidität geäußert – nur an Lösungsvorschlägen oder auch nur Ansätzen, diese Problematik anzugehen, mangelt es aktuell noch.

Sekundärmarkt fehlt (nach wie vor) Liquidität

EMITTENTENLANDSCHAFT

In Deutschland gibt es aktuell 24 Emittenten, die Pfandbriefe im klassischen Jumbo-Format ausstehen haben. Vor zwei Jahren, vor Ausbruch der Finanzkrise, waren es noch vier mehr. Hintergrund für den Rückgang waren zum einen die Integration der EssenHyp in die Eurohypo sowie die Gruppenkonsolidierung innerhalb der in Schief-lage geratenen Hypo-Real-Estate-Gruppe, aus der die Deutsche Pfandbriefbank hervorgegangen ist. Im Rahmen des Umbaus der neuen Einheit wird nunmehr das Pfandbriefgeschäft zur Kernkompetenz ausgebaut und so die Kapitalmarkt- und letztlich auch die Privatisierungsfähigkeit der Deutschen Pfandbriefbank wieder hergestellt. Aber auch die Eingliederung der Landesbank Rheinland-Pfalz und der SachsenLB in den LBBW-Konzern haben die Emittentenlandschaft weiter reduziert.

Anzahl der Emittenten sinkt

Unter den 24 Emittenten befinden sich derzeit noch sieben Landesbanken sowie die Dekabank Deutsche Girozentrale und die Westdeutsche Immobilienbank. Bei den anderen Emittenten handelt es sich um Privatbanken, wobei die Anzahl der „reinen“ Hypotheken- beziehungsweise Pfandbriefbanken inzwischen auf neun gesunken ist.

Noch 24 Jumbo-Emittenten

Wir gehen davon aus, dass in Zukunft die Anzahl der bisher am Markt bekannten und aktiven Emittenten noch leicht abnehmen wird. Denn faktisch befindet sich derzeit noch ein Großteil der Emittenten im Restrukturierungsprozess, der in einzelnen Fällen sogar zum Stopp der Emissionstätigkeit bestimmter Pfandbriefgattungen führen kann. Die Maßnahmen reichen bei den einzelnen Banken von einer Umstrukturierung der Portfolios bis hin zu kräftigen Bilanzverkürzungen und durch die EU-Kommission aufgelegten Zwangsverkäufen. So haben beispielsweise die LBBW, die BayernLB sowie die WestLB vor dem Hintergrund der gewährten öffentlichen Stützungsmaßnahmen von der EU-Kommission Auflagen erhalten, die Bilanzsummen um bis zu 50% zu reduzieren. Aber auch die Commerzbank muss sich innerhalb der nächsten vier Jahre von ihrer Tochter, der Eurohypo, trennen. In dem Zusammenhang wurde eine grundlegende Restrukturierung der Geschäftsbereiche Immobilienfinanzierung und Staatsfinanzierung eingeleitet. Eine mögliche Option ist, dass die Finanzierung der öffentlichen Hand bei der Eurohypo in Zukunft sogar gänzlich eingestellt wird. Es bleibt daher abzuwarten, wie stark die einzelnen Einschnitte ausfallen werden, bevor eine genauere Prognose über die Entwicklung der Emittentenlandschaft getroffen werden kann.

Großteil der Emittenten befindet sich im Restrukturierungsprozess

Zumal die Anpassung der Geschäftsmodelle letztendlich auch noch durch die Unsicherheit im Bezug auf die endgültige Gestaltung der neuen Bankenregulierung erschwert wird, die gegenwärtig in Reaktion auf die Finanzkrise deutlich verschärft wird. Eine endgültige Entscheidung über die zukünftige Ausrichtung der einzelnen Institute dürfte daher erst fallen, wenn die finalen Anforderungen sowie der Zeitpunkt der Einführung der Regelungen feststehen.

Neue Bankenregulierung verzögert die Anpassung der Geschäftsmodelle

Auf der anderen Seite ist mit der Deutschen Bank aber auch in den vergangenen beiden Jahren wieder ein neuer Emittent hinzugekommen – und es könnten noch weitere werden. Zudem hat der Verband deutscher Pfandbriefbanken (vdp) jüngst in einem Interview gesagt, dass gegenwärtig mehrere ausländische Bankengruppen erwägen, eine Pfandbrieflizenz zu beantragen, um somit von den günstigen Refinanzierungskonditionen profitieren zu können. Allerdings bleibt hier abzuwarten, ob diese Pläne wirklich umgesetzt werden und in einem weiteren Schritt, ob die ausländischen

In den nächsten Jahren könnten jedoch auch neue Emittenten hinzukommen

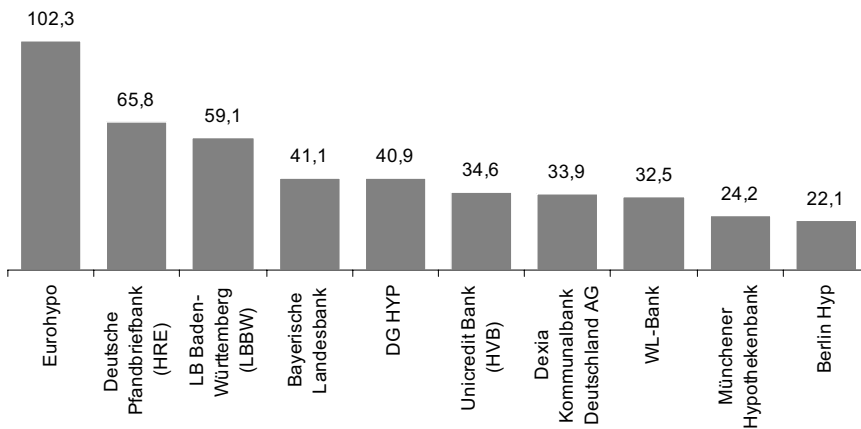
dischen Institute von den deutschen Pfandbriefbanken dann mit offenen Armen empfangen werden, oder ob Bedenken hinsichtlich einer eventuellen Verwässerung der guten Qualität der Pfandbriefe die Überhand gewinnen.

Unter den Pfandbriefemittenten gibt es einerseits kleine Emittenten, die nur wenige Pfandbriefe ausstehen haben. Auf der anderen Seite gibt es drei Bankengruppen, die mehr als ein Drittel des ausstehenden Pfandbriefvolumens (traditionelle und Jumbos) auf sich vereinen.

Drei Bankengruppen dominieren den Pfandbriefmarkt

Eine Übersicht aller Emittenten finden Sie auf den Seiten 28 und 29.

AUSSTEHENDES VOLUMEN DER ZEHN GRÖSSTEN PFANDBRIEF-EMITTENTEN (IN MRD. EURO)



Quelle: DZ BANK

RECHTLICHE GRUNDLAGEN

Novelle des Pfandbriefgesetzes 2010

Die jüngste Novelle des Pfandbriefgesetzes steht für dieses Jahr auf der Agenda – aktuell ist sie bereits vom Kabinett verabschiedet worden. Ziel der Novelle ist die Klarstellung beziehungsweise Beseitigung bestehender Unklarheiten auf Seiten des PfandBG im Hinblick auf die praktische Durchführbarkeit von Refinanzierungsgeschäften des Sachwalters mit der Deutschen Bundesbank. Im Kern geht es dabei um die Frage, ob ein Sachwalter auch aus Sicht der Bundesbank/EZB die Möglichkeit besitzt, mit ihr Repo-Geschäfte durchzuführen, um Inkongruenzen, die aus unterschiedlichen Zahlungsströmen bei Deckungsaktiva und Pfandbriefen entstehen können, auszugleichen. Insbesondere vor dem Erfahrungshintergrund der Finanzkrise wäre ein unmittelbarer Zugang zu Zentralbankliquidität für den Sachwalter im Interesse der Pfandbriefgläubiger von enormer Bedeutung, so dass die Änderung – so sie denn das gewünschte Ergebnis zeitigt – eine Verbesserung der Pfandbriefqualität bedeuten würde.

Um die rechtlichen Voraussetzungen zu klären beziehungsweise zu schaffen, wird der Deckungsmasse „quasi als Teilbank der insolventen Pfandbriefbank Kreditinstituteigenschaft zugebilligt (...), [so dass] der Sachwalter insoweit als Leiter eines Kreditinstituts gegenüber der Deutschen Bundesbank auftreten kann.“ (Gesetzentwurf: 48). Diese Regelung, so die Rechtsexperten des PfandBG, sei schon im derzeit gültigen PfandBG umgesetzt, nur wolle man dies nun verständlicher klarstellen.

Nach der Insolvenz der Pfandbriefbank bzw. nach Aufhebung der Erlaubnis für das Pfandbriefgeschäft oder für das Bankgeschäft insgesamt wird die dem Sachwalter unterstehende Deckungsmasse keine neue juristische Person, sondern bleibt ein besonderer Teil der Pfandbriefbank. Die Deckungsmasse hat weder vor noch nach der Insolvenz der Pfandbriefbank eine eigene Rechtspersönlichkeit. Es findet somit auch nach Eintritt der Insolvenz keine gesellschaftsrechtliche Trennung statt zwischen der Deckungsmasse als „Sondervermögen“, einem bestimmten Teil der Bank, der nicht insolvenzrechtlich befangen ist, und den sonstigen Aktiva: die juristische Person Pfandbriefbank bleibt nach wie vor Rechtsträger der keine eigene Rechtspersönlichkeit besitzenden Deckungsmasse. Die Deckungsmasse wird als insolvenzfreies Vermögen bezeichnet, womit auch begrifflich noch einmal hervorgehoben wird, dass die Deckungsmasse von Anfang an von einem Insolvenzverfahren und der Insolvenzmasse getrennt ist – es findet keine Herauslösung oder Aussonderung aus der Insolvenzmasse statt. Die Deckungsmasse wird als „Pfandbriefbank mit beschränkter Geschäftstätigkeit“ unter Führung des Sachwalters, der zur geordneten Befriedigung der Pfandbriefgläubiger notwendige Bankgeschäfte auf Grundlage § 32 KWG durchführen darf – was auch die Emission von Pfandbriefen einschließt – weiter geführt. Dies setzt das Fortbestehen der bisherigen Erlaubnis voraus:

„Damit der Sachwalter in die Lage versetzt wird, die (...) Geschäfte mit Wirkung für die (...) Pfandbriefbanken mit beschränkter Geschäftstätigkeit vornehmen zu können, wird das Fortbestehen der bisherigen Erlaubnis nach § 32 KWG angeordnet, sofern und soweit nicht die Bundesanstalt die Aufhebung der Erlaubnis aus-

PfandBG-Novelle adressiert Zugang zu Notenbankliquidität

Deckungsmasse wird Kreditinstituteigenschaft zu gebilligt

"Pfandbriefbank mit beschränkter Geschäftstätigkeit"

Banklizenz, sofern Solvenz-Kriterium erfüllt

drücklich auf die einzelnen Deckungsmassen erstreckt. Die insoweit zugelassene Fortführung der Pfandbriefbank ist gerechtfertigt, solange die Deckungsmasse der jeweiligen Pfandbriefbank über die notwendige eigne substanzielle Stärke verfügt, wovon aufgrund der besonderen Schutzmechanismen des Pfandbriefgesetzes auszugehen ist.“ (Gesetzentwurf S. 79).

Die Anzahl der „Pfandbriefbanken mit beschränkter Geschäftstätigkeit“ korrespondiert mit der Anzahl der Deckungsmassen. Wird eine Pfandbriefbank insolvent und hat sie eine Deckungsmasse für Öffentliche Pfandbriefe und eine für Hypothekendarlehen geführt, bleibt für jede Deckungsmasse eine „Pfandbriefbank mit beschränkter Geschäftstätigkeit“ bestehen. Mit Blick auf die zentralbankrechtlichen Anforderungen soll sichergestellt werden, dass die im Hinblick auf die Pfandbriefverbindlichkeiten zu unterhaltende Mindestreserve (Ursprungslaufzeit kürzer als 2 Jahre) nicht in die Insolvenzmasse fällt, sondern der Deckungsmasse zusteht und damit nicht zu einer Reduzierung derselben führt.

Mit Eigenkapital gemäß KWG muss die „Pfandbriefbank mit beschränkter Geschäftstätigkeit“ nicht ausgestattet sein oder werden, da, so die Gesetzesbegründung, „der Zweck der Fortführung einer Pfandbriefbank auf die an der pünktlichen Bedienung der Pfandbriefe ausgerichteten Abwicklung einer solventen Deckungsmasse gerichtet ist.“ (Gesetzentwurf S. 79). Die klare Zielsetzung besagt zugleich, dass die Funktion des Sachwalters nicht darin bestehen darf, ein neues Geschäftsmodell zu begründen und die Bank unbegrenzt fortzuführen.

Neben redaktionellen Änderungen soll eine Haftungsbeschränkung des Treuhänders und seine Vergütungsregelung - letzteres gilt auch für den Verwalter eines Refinanzierungsregisters - eingeführt werden. Auch das Verhältnis zwischen Treuhänder und Sachwalter wird klarer abgegrenzt. Im Falle einer Insolvenz der Pfandbriefbank bzw. nach Ernennung eines Sachwalters ruht seine Überwachungsaufgabe. Der Treuhänder würde erst dann wieder aktiv werden, wenn die Insolvenz der Pfandbriefbank beendet wird und sie wieder ihre Geschäfte aufnehmen kann.

Bereits im März 2010 hat das Bundeskabinett dem Referentenentwurf zugestimmt. Die parlamentarische Verabschiedung der Gesetzesänderung wird im Herbst und ihr Inkrafttreten gegen Ende des Jahres erwartet.

**Mindestreserve steht
Deckungsmasse zu**

Kein Eigenkapitalbedarf

**Einführung einer Haftungs-
beschränkung für den Treuhänder
und klarere Abgrenzung zu
Sachwalter**

**Gesetzesänderung soll Ende des
Jahres in Kraft treten**

Unsere Einschätzung

Auch wenn die Novelle in Kernpunkten „lediglich“ eine Klarstellung schon bestehender Regeln und Voraussetzungen ist, handelt es sich hinsichtlich der nun gewählten Transparenz, Präzisierung und Verständlichkeit um eine positive Entwicklung.

Die Gesetzes-Novelle ist zu begrüßen, weil sie substantiell zur Stärkung der Position der Pfandbriefgläubiger beiträgt, indem sie die unter Bonitätsgesichtspunkten nicht gering zu schätzende rechtliche Voraussetzung schafft, dass die Pfandbrief-Deckungsmasse-Bank Liquidität bei Notenbanken erhalten kann. Sie ist in manchen Gesichtspunkten mehr als nur eine Klarstellung. Es bleibt allerdings abzuwarten, ob die Bundesbank/EZB nach Inkrafttreten der Novelle anerkennt oder bestätigt, dass grundsätzlich Geldgeschäfte mit einer „Pfandbriefbank mit beschränkter Geschäftstätigkeit“ durchführbar sind.

Die Novelle trägt dazu bei, dass das deutsche Pfandbriefgesetz hinsichtlich seiner Transparenzanforderungen und im Hinblick auf Breite und Tiefe seiner insolvenzrechtlichen Detailregelungen zur weltweiten Benchmark gehört. Wir begrüßen die Novelle, weil sie in entscheidenden insolvenzrechtlichen Aspekten Rechtsklarheit und gleichsam die Voraussetzung schafft, dass der Sachwalter Liquiditätsengpässe leichter überbrücken kann, und sie die Transparenzanforderungen weiter verbessert.

Mutige und begrüßenswerte Klarstellung...

...um die Stellung der Pfandbriefgläubiger substantiell zu stärken

Pfandbriefgesetz festigt Benchmark-Stellung

Pfandbriefgesetz

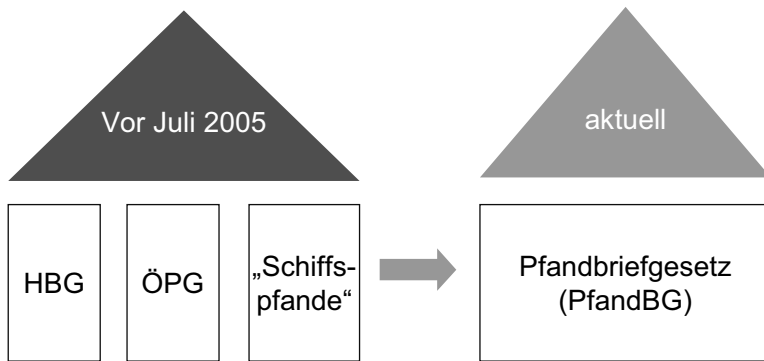
Die rechtlichen Grundlagen zur Begebung von Pfandbriefen zählen neben Markt-usancen/ Konventionen und Aufsichtsstrukturen sowie emittentenspezifischen Regularien zu den zentralen Elementen des institutionellen Rahmens, in den Pfandbriefe eingebettet sind. Mehr noch: Ohne das Pfandbriefgesetz gäbe es 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.

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 Hypothekendarbankgesetzes, sondern um die Einführung eines neuen Gesetzes, das sich gleichwohl in weiten Teilen an das damals bestehende und in vielerlei Hinsicht bewährte Hypothekendarbankgesetz (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 Hypothekendarbanken sowie öffentlich-rechtliche Kreditinstitute zusammengefasst wurden und das „Spezialbankprinzip“ abgeschafft worden ist.

**Pfandbriefe – ein voraussetzungs-
volles Unternehmen**

**Pfandbriefgesetz fasst drei
Gesetze zusammen**

PFANDBRIEFGESETZ FÜHRTE DREI GESETZE ZUSAMMEN



HBG = Hypothekendarbankgesetz; ÖPG = Gesetz über die Pfandbriefe und verwandte Schuldverschreibungen öffentlich-rechtlicher Kreditanstalten; Schiffspfände = Pfandbriefe basierend auf dem Schiffspfandbriefgesetz

Quelle: DZ BANK

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, nachfolgend aufgeführte Mindestanforderungen erfüllt:

- 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.

Die Pfandbrieflizenz kann durch die BaFin auf eine bestimmte Pfandbriefgattung begrenzt werden, so dass ein Kreditinstitut zum Beispiel lediglich Hypothekendarpfandbriefe, Öffentliche Pfandbriefe, Schiffspfandbriefe oder Flugzeugpfandbriefe emittieren kann. Das PfandBG gibt der BaFin die Möglichkeit, eine einmal erteilte Pfandbrieflizenz wieder zurück zu ziehen, 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.

BaFin erteilt Lizenz

Mindestanforderungen

Entzug der Lizenz möglich

Deckungsrechnung

Alle zur Deckung der umlaufenden Pfandbriefe einer Bank dienenden Werte müssen in ein für die jeweilige Pfandbriefgattung – Hypothekendarlehenpfandbrief, 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.

Getrennte Deckungsstöcke je Pfandbriefgattung

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. Der Gesetzgeber hat in diesem Zusammenhang 2006 mit einer Ergänzung des KWG und einer Verordnung (Refinanzierungsregisterverordnung) die rechtlichen Grundlagen für ein Refinanzierungsregister geschaffen.

Treuhänderische Deckung

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.

Implizite Umlaufbegrenzung

Die Vorschriften zur Deckungskongruenz und Überdeckung sind aus den Vorgängergesetzen übernommen worden. Das Pfandbriefgesetz sieht 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.

Barwertige Deckungskongruenz

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

Mindestüberdeckung 2%

der Europäischen Zentralbank (EZB) beziehungsweise allen übrigen Zentralbanken der Mitgliedstaaten der Europäischen Union gehalten werden.

Neben den ordentlichen Deckungswerten erlaubt das PfandBG auch die Aufnahme von weiteren Deckungswerten 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 unterschiedlich. Im Vergleich zum Deckungsstock für Öffentliche Pfandbriefe kann der Anteil der weiteren Deckungswerte im Deckungspool für Hypotheken-, Schiffs- und Flugzeugpfandbriefe bis zu 20% der im Umlauf befindlichen Hypotheken-, Schiffs- beziehungsweise Flugzeugpfandbriefe betragen. Einzig Forderungen gegenüber der EZB, den Zentralbanken der EU-Mitgliedsstaaten sowie Schuldverschreibungen von „geeigneten Kreditinstituten“ dürfen maximal 10% betragen. Bei den Öffentlichen Pfandbriefen ist der Anteil der weiteren Deckungswerten generell auf 10% des Umlaufvolumens der Öffentlichen Pfandbriefe begrenzt.

Erlaubte weitere Deckungswerte

| Weitere Deckungswerte für Pfandbriefe (bei Öffentlichen Pfandbriefen ausschließlich Punkte 5,6 und 7) | |
|--|---|
| 1 | Schuldverschreibungen von Staaten der Europäischen Union (EU), dem Europäischen Wirtschaftsraum (EWR), Japan, Kanada, der Schweiz und den USA, sofern deren Risikogewichtung 0% beträgt |
| 2 | Schuldverschreibungen von Gebietskörperschaften aus der Europäischen Union (EU) und dem Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) ohne Einschränkung, sowie Schuldverschreibungen von Gebietskörperschaften aus Japan, Kanada, der Schweiz und den USA, sofern deren Risikogewichtung nicht mehr als 20% beträgt |
| 3 | Schuldverschreibungen, für die ein(e) unter 1 genannter Staat oder eine unter 2 aufgeführte Gebietskörperschaft die Gewährleistung übernommen hat (Voraussetzung: Risikogewichtung des Gewährleistungsgewählers ist nicht größer als 20%) |
| 4 | Schuldverschreibungen von supranationalen Institutionen wie beispielsweise Europäische Investitionsbank (EIB), Internationale Bank für Wiederaufbau und Entwicklung (IBRD), Entwicklungsbank des Europarates (CEB), Europäische Bank für Wiederaufbau und Entwicklung (EBRD) |
| 5 | Guthaben bei der Europäischen Zentralbank oder einer anderen Zentralbank innerhalb der EU |
| 6 | Schuldverschreibungen geeigneter Kreditinstitute. Der Anteil der weiteren Deckungswerten eines einzelnen (geeigneten) Kreditinstitutes darf dabei nicht mehr als 2% der im Umlauf befindlichen Pfandbriefe betragen |
| 7 | Ansprüche aus Derivategeschäften, sofern diese zur Sicherung der Deckungsmasse abgeschlossen wurden. |

Quelle: PfandBG

Im PfandBG ist die geografische Abgrenzung für ordentliche Deckungswerte bei den Hypothekendarlehenpfandbriefen 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 Hypothekendarlehenpfandbriefe zulässig.

Geografische Abgrenzung vereinheitlicht

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 Schuldern aus der EU nicht angewendet werden muss.

"10%-Grenze"

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 nachfolgender 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

| Ordentliche Deckungswerte für Öffentliche Pfandbriefe | |
|---|---|
| 1 | Forderungen gegenüber Staaten aus der Europäischen Union (EU), dem Europäischen Wirtschaftsraum (EWR), Japan, Kanada, der Schweiz und den USA, sofern die Risikogewichtung der Forderungen 0% beträgt |
| 2 | Forderungen gegenüber Gebietskörperschaften aus der Europäischen Union (EU) und dem Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) ohne Einschränkung, sowie Forderungen gegenüber Gebietskörperschaften aus Japan, Kanada, der Schweiz und den USA, sofern die Risikogewichtung der Forderungen nicht mehr als 20% beträgt |
| 3 | Schuldverschreibungen, für die ein(e) unter 1 genannter Staat oder eine unter 2 aufgeführte Gebietskörperschaft die Gewährleistung übernommen hat (Voraussetzung: Risikogewichtung des Gewährleistungsgebers ist nicht größer als 20%) |
| 4 | Supranationale Institutionen wie beispielsweise 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 Hypothekendarpfandbriefe

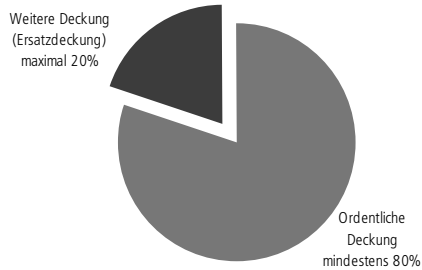
Die Vorschriften bezüglich der ordentlichen Deckungswerte für Hypothekendarpfandbriefe sind mit den Bestimmungen des HBG weitgehend identisch. Als Deckungswerte für Hypothekendarpfandbriefe kommen nur Hypotheken in Frage, die bestimmte Anforderungen erfüllen. So können unter anderem nur Hypotheken als Deckungswerte eingesetzt werden, die auf Grundstücken, grundstücksgleichen Rechten oder solchen Rechten einer ausländischen Rechtsordnung, die mit grundstücksgleichen Rechten deutschen Rechts vergleichbar sind, lasten.

Ordentliche Deckung

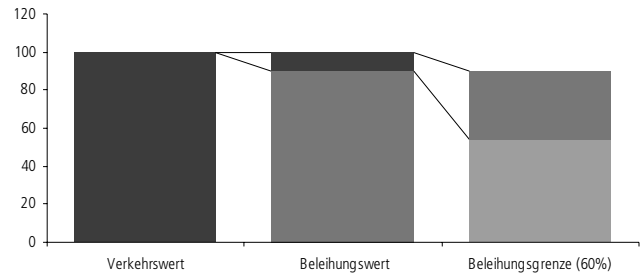
Weitere Anforderungen werden an die Hypotheken durch die Versicherungspflicht und Beleihungswertermittlung gestellt. Hinsichtlich der Berechnung des Beleihungswertes werden nur der langfristige, nachhaltige Substanz- und Ertragswert einer Immobilie berücksichtigt. Laut PfandBG können dann als Deckung für Hypothekendarpfandbriefe nur Immobilienkredite in Höhe von bis zu 60% des ermittelten Beleihungswertes einer Immobilie 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.

Beleihungsgrenze 60%

AUFTEILUNG DER DECKUNGSWERTE*)



BELEIHUNGSGRENZE 60%



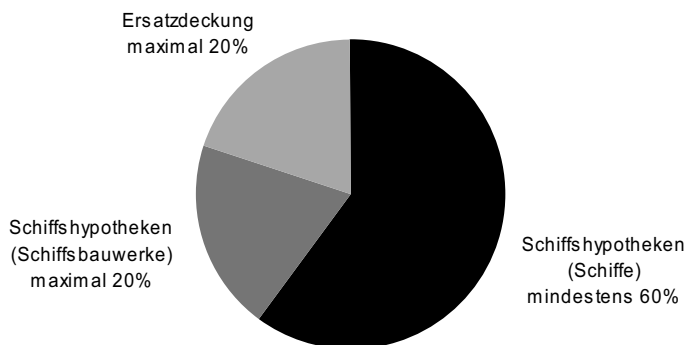
Quelle: DZ BANK; *) in % des Umlaufvolumens der Hypothekenspfandbriefe

Besondere Anforderungen an Schiffspfandbriefe

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.

Ordentliche Deckung

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 Hypothekspfandbriefen 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.

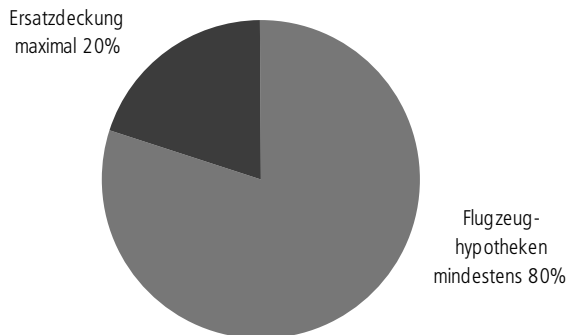
**Beleihungswertentwicklung
gesetzlich normiert**

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.

Ordentliche Deckung

AUFTEILUNG DER DECKUNGSWERTE BEI FLUGZEUGPFANDBRIEFEN*)



Quelle: DZ BANK; *) in % der umlaufenden Flugzeugpfandbriefe

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.

Beleihungsgrenze 60%

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:

- 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 Derivategeschäfte 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 Derivategeschäfte an den Deckungswerten 12% des Pfandbriefumlaufs nicht überschreiten.

Adressierung von Liquiditätsengpässen

Im Rahmen der 2009 verabschiedeten 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.

Die Frage nach Liquiditätslücken durch starke Fristentransformation im Deckungsstock spielt allerdings nur im Ernstfall einer Insolvenz des Emittenten (und anschließender Separierung des Deckungsstocks) eine Rolle. Mit der neuen Regelung hat sich der Gesetzgeber in Richtung der ohnehin von den Ratingagenturen geforderten Liquiditätsvorhaltung bewegt.

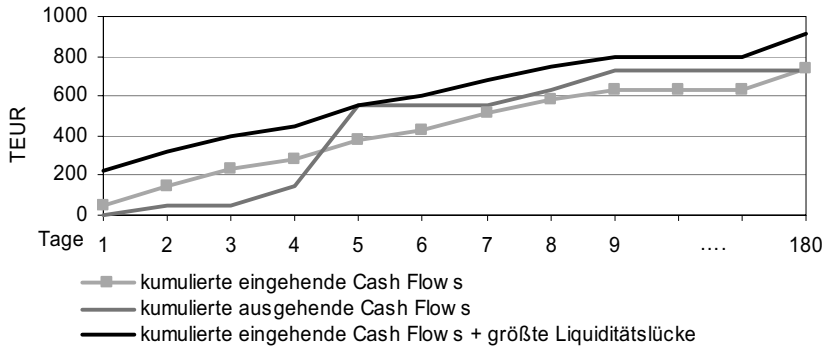
Expliziter Anforderungskatalog

Anforderungen an Risikomanagement

Derivate Teil des Deckungsstocks

Absolute Sicherheit kann praktisch nicht gewährleistet werden

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. 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 Laufzeitbändern aufzugliedern (vor Novelle des Gesetzes waren es nur 4 Laufzeitenbänder). Ferner muss der Anteil der Derivate an den Deckungsmassen angegeben werden.

REGELMÄßIGE PUBLIKATIONSPFLICHTEN ...

... speziell für Hypothekendarfandbriefe:

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 Hypothekendarfandbriefe gemacht werden, wie zum Beispiel zur Anzahl der Zwangsversteigerungen, die im Geschäftsjahr durchgeführt wurden.

Quelle: DZ BANK

... speziell für Öffentliche Darfandbriefe:

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

Treuhänder

Das PfandBG sieht vor, dass für jede Darfandbriefbank ein Treuhänder und mindestens ein Stellvertreter zu bestellen sind. Der Treuhänder wacht über die Einhaltung der rechtlichen Vorschriften bezüglich der Deckung der Darfandbriefe und hat ebenfalls darauf zu achten, dass die Vorschriften zur Beleihungswertermittlung von der Darfandbriefbank eingehalten werden. Ohne die Genehmigung des Treuhänders darf eine Darfandbriefbank keine Darfandbriefe neu emittieren. Er hat die Darfandbriefe vor der Ausgabe mit einer Bescheinigung über das Vorhandensein der gesetzlich vorgeschriebenen Deckung und über die Eintragung in das entsprechende Deckungsregister zu versehen.

Der Treuhänder einer Darfandbriefbank ist befugt, jederzeit Unterlagen der Darfandbriefbank einzusehen und Auskünfte über die Darfandbriefe und die im Deckungsregister eingetragenen Werte zu verlangen. Gegenüber der BaFin hat der Treuhän-

Überprüfung der Deckungsrechnung

Weitreichende Informationsrechte

der zwar eine Auskunftspflicht, an ihre Anweisungen ist er allerdings nicht gebunden. Das Pfandbriefgesetz 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 PfandBG nicht explizit vorgeschrieben. Das Gesetz spricht lediglich die Vermutung aus, dass die Qualifikation als Wirtschaftsprüfer oder vereidigter Buchprüfer hierfür ausreichend ist. Der Treuhänder muss unabhängig sein. Dies wird als gegeben angesehen, wenn er in keinem vertraglichen Verhältnis oder Geschäftsbeziehung mit der Pfandbriefbank steht respektive innerhalb der letzten drei Jahre gestanden hat.

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.

Besondere Aufsicht durch BaFin

Insolvenzfall des Pfandbriefemittenten

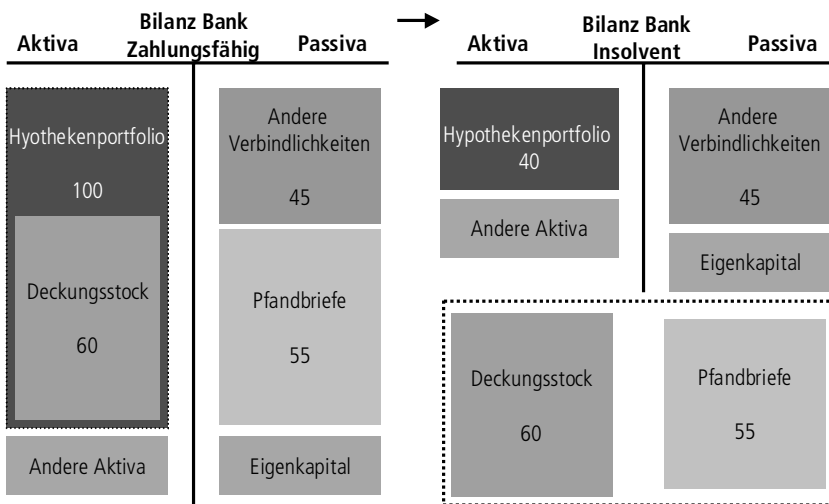
Im Insolvenzfall einer Pfandbriefbank werden die Deckungsstöcke der Pfandbriefe als Sondervermögen aus der Insolvenzmasse ausgegliedert. Zeitgleich wird ein Sachwalter eingesetzt, der auf Antrag der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) vom Gericht bestellt wird und die Interessen der Gläubiger 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.

Ausgliederung der Deckungsstöcke

Stellt der Sachwalter 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.

Verwertung des Deckungsstocks im gegenwärtigen Marktumfeld schwierig

DECKUNGSSTOCK WIRD IM KONKURSFALL VON INSOLVENZMASSE DER BANK GETRENNT



Quelle: DZ BANK

Der Sachwalter

Laut Paragraph 30 (2) Pfandbriefgesetz ernennt das Gericht des Sitzes der Pfandbriefbank im Insolvenzfall auf Antrag der BaFin einen 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

Sachwalter führt die Rechtsgeschäfte zur Abwicklung der Deckungsmasse

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.

Fristgerechte Bedienung von Zins- und Tilgungszahlungen

Die Beschaffung kurzfristiger Liquidität zur Schließung von Finanzierungslücken dürfte unserer Einschätzung nach auch von der systemischen Unterstützung unter den Pfandbrief 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.

Unterstützung durch das „Pfandbrief-System“

Basisvoraussetzungen für die Arbeit des Sachwalters

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. In Paragraph 31 (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 Formulierung ist zumindest klargestellt, mit welcher Ausstattung der Sachwalter seine Arbeit aufnehmen kann.

Novelle des Pfandbriefgesetzes bringt nur bedingt Klarheit

Öffentliche Pfandbriefe

| Emittent | Pfandbriefumlauf (Mrd. Euro) | Deckungsmasse (Mrd. Euro) | Überdeckung* in % | Ratings (Moody's/S&P/Fitch) |
|-----------------------------------|---------------------------------|------------------------------|----------------------|--------------------------------|
| Aareal | 2,884 | 3,171 | 10,0 | ---/---/AAA |
| Bayerische Landesbank | 33,595 | 48,987 | 45,8 | Aaa/---/AAA |
| Berlin Hyp | 10,867 | 12,321 | 13,4 | Aaa/---/AAA |
| DekaBank | 20,483 | 23,732 | 15,9 | Aaa/AAA/--- |
| Deutsche Bank | -- | -- | -- | ---/---/--- |
| Deutsche Hypothekenbank Hannover | 15,256 | 16,233 | 6,4 | Aaa/---/--- |
| Deutsche Kreditbank (DKB) | 3,905 | 5,639 | 44,4 | Aaa/---/--- |
| Deutsche Pfandbriefbank (HRE) | 46,596 | 51,685 | 10,9 | Aaa/AAA/AAA |
| Deutsche Postbank AG | 1,948 | 2,570 | 31,9 | Aaa/AAA/AAA |
| Dexia Kommunalbank Deutschland AG | 33,869 | 37,274 | 10,1 | ---/AAA/--- |
| DG HYP | 27,994 | 30,520 | 9,0 | ---/AAA/AAA |
| Düsseldorfer Hypothekenbank | 8,058 | 8,723 | 8,3 | ---/AAA/AAA |
| Eurohypo | 59,056 | 63,397 | 7,4 | Aaa/AAA/AAA |
| HSH Nordbank | 7,308 | 9,148 | 25,2 | Aaa/---/AAA |
| Landesbank Berlin | 2,997 | 4,181 | 39,5 | Aaa/---/AAA |
| Landesbank Hessen-Thüringen | 15,501 | 20,549 | 32,6 | Aaa/AAA/AAA |
| LB Baden-Württemberg (LBBW) | 54,765 | 64,777 | 18,3 | Aaa/AAA/AAA |
| Münchener Hypothekenbank | 10,628 | 11,186 | 5,3 | Aaa/---/--- |
| Norddeutsche Landesbank | 20,207 | 24,047 | 19,0 | Aaa/---/--- |
| SEB AG | 7,296 | 7,814 | 7,1 | Aa1/---/--- |
| Unicredit Bank (HVB) | 6,760 | 10,099 | 49,4 | Aaa/AAA/AAA |
| West LB AG | 10,123 | 11,257 | 11,2 | Aaa/AAA/--- |
| Westdeutsche Immobilien Bank AG | 2,206 | 2,461 | 11,6 | ---/AAA/--- |
| WL-Bank | 23,982 | 26,471 | 10,4 | ---/AAA/--- |

Alle Werte per 30.06.2010 *auf Basis der Nennwerte

Hypothekenspfandbriefe

| Emittent | Pfandbriefumlauf (Mrd. Euro) | Deckungsmasse (Mrd. Euro) | Überdeckung* in % | Anteil gewerbliche/private Hypothekarkredite** | Ratings (Moody's/S&P/ Fitch) |
|-----------------------------------|---------------------------------|------------------------------|----------------------|--|------------------------------------|
| Aareal | 7,922 | 8,864 | 11,9 | 86% 14% | ---/---/AAA |
| Bayerische Landesbank | 7,457 | 10,645 | 42,8 | 71% 29% | Aaa/---/AAA |
| Berlin Hyp | 11,278 | 12,235 | 8,5 | 75% 25% | Aa1/---/AA+ |
| DekaBank | -- | -- | -- | | ---/---/--- |
| Deutsche Bank | 1,000 | 1,619 | 61,9 | 68% 32% | Aaa/AAA/--- |
| Deutsche Hypothekenbank Hannover | 6,098 | 7,383 | 21,1 | 73% 27% | Aaa/---/--- |
| Deutsche Kreditbank (DKB) | 2,002 | 3,182 | 58,9 | 99% | Aaa/---/--- |
| Deutsche Pfandbriefbank (HRE) | 19,190 | 24,130 | 25,7 | 75% 25% | Aa3/AAA/AA+ |
| Deutsche Postbank AG | 6,031 | 7,479 | 24,0 | 100% | Aaa/AAA/AAA |
| Dexia Kommunalbank Deutschland AG | -- | -- | -- | | ---/---/--- |
| DG HYP | 12,875 | 16,228 | 26,0 | 43% 57% | ---/AAA/AAA |
| Düsseldorfer Hypothekenbank | -- | -- | -- | | ---/---/--- |
| Eurohypo | 43,214 | 53,389 | 23,5 | 58% 42% | Aaa/AAA/AAA |
| HSH Nordbank | 5,023 | 5,572 | 10,9 | 70% 30% | Aaa/---/AAA |
| Landesbank Berlin | 2,413 | 3,100 | 28,5 | 61% 39% | Aaa/---/AAA |
| Landesbank Hessen-Thüringen | 5,208 | 8,910 | 71,1 | 81% 19% | ---/---/AAA |
| LB Baden-Württemberg (LBBW) | 4,362 | 9,075 | 108,0 | 58% 42% | Aaa/---/--- |
| Münchener Hypothekenbank | 13,543 | 16,060 | 18,6 | 29% 71% | Aaa/---/--- |
| Norddeutsche Landesbank | 1,038 | 2,699 | 160,0 | 57% 43% | Aaa/---/--- |
| SEB AG | 4,085 | 5,371 | 31,5 | 26% 74% | Aa1/---/--- |
| Unicredit Bank (HVB) | 27,838 | 32,894 | 18,2 | 27% 73% | Aa1/---/AAA |
| West LB AG | -- | -- | -- | | ---/---/--- |
| Westdeutsche Immobilien Bank AG | 9,029 | 11,088 | 22,8 | 66% 34% | ---/AAA/--- |
| WL-Bank | 8,524 | 9,833 | 15,4 | 12% 88% | ---/AAA/--- |

Alle Werte per 30.06.2010 *auf Basis der Nennwerte **ohne Berücksichtigung der Ersatzdeckung

Impressum

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

Vorstand: Dr. Georg Reutter (Sprecher), Manfred Salber

Verantwortlich: Oliver Piquardt, Leiter Research Financials

Autoren: Jörg Birkmeyer, Analyst Financials Institutions
Andre Jan Hovora, Analyst Covered Bonds
Sebastian Sachs, Analyst Covered Bonds
Alle DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank,
Frankfurt am Main 2010

Bei dieser Veröffentlichung handelt es sich um eine gekürzte Fassung
der DZ BANK Publikation.

Nachdruck und Vervielfältigung nur mit Genehmigung der DG HYP

Disclaimer

1. Herausgeber dieses Dokuments ist die DG HYP – Deutsche Genossenschafts-Hypothekenbank 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 Emittenten 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 Portfoliowalter 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 Gesamrentabilität 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 und irgendwelche darin enthaltenen Bestandteile zu stützen.

In Kanada darf dieses Dokument nur an die dort gebietsansässigen Personen verteilt werden, die befreit von der Prospektpflicht 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 76-0
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
United Kingdom
Telefon +44 20 77 76 76-13
Telefax +44 20 77 76 76-19

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

DG HYP Paris Representative Office
13/15 Boulevard de la Madeleine
75001 Paris
France
Telefon +33 1 42 86 97 67
Telefax +33 1 42 86 97 71

DG HYP Warsaw Representative Office
Deutsche Genossenschafts-Hypothekenbank
Aktiengesellschaft spółka akcyjna
przedstawicielstwo w Polsce
Pl. Piłsudskiego 3
00-078 Warsaw
Poland
Telefon +48 22 32 63 201
Telefax +49 40 33 34 782 47 25

Länderdesk

Nordische Länder Desk
Rosenstraße 2
20095 Hamburg
Telefon (0 40) 33 34-26 21
Telefax (0 40) 33 34 782 26 21

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