

## Umsetzung des EU-Harmonisierungspakets: Pfandbrief bleibt Pfandbrief

### AUTOR

Sabrina Miehs  
Senior Covered Bond Analyst  
Telefon: 0 69/91 32-48 90  
research@helaba.de

### REDAKTION

Stefan Rausch  
Leiter Credit Research

### HERAUSGEBER

Dr. Gertrud R. Traud  
Chefvolkswirt/  
Leitung Research

### Helaba

Landesbank  
Hessen-Thüringen  
MAIN TOWER  
Neue Mainzer Str. 52-58  
60311 Frankfurt am Main  
Telefon: 0 69/91 32-20 24  
Telefax: 0 69/91 32-22 44

- Die neuen EU-Regelungen zur Harmonisierung von Covered Bonds müssen bis 8. Juli 2021 in nationales Recht umgesetzt sein und ein Jahr später für alle Emittenten in Kraft treten. Deutschland hat bereits frühzeitig die nötigen Änderungen in der Pfandbriefgesetz-Novelle 2021 (PfandBG-Novelle) auf den Weg gebracht und liegt gut im Zeitplan.
- Der Regierungsentwurf zur PfandBG-Novelle 2021 beinhaltet einen überschaubaren Umfang an Anpassungen, da viele verbindliche Vorschriften des EU-Harmonisierungspakets schon längst Standard für den Pfandbrief sind. Darüber hinaus hebt sich die Novelle durch einige striktere Vorgaben ab, wie etwa das generelle Verbot, Forderungen gegenüber Kreditinstituten aus der gleichen Bankengruppe wie der Emittent in Deckung zu nehmen.
- Mit der Einführung der Fälligkeitsverschiebung entscheidet sich der deutsche Gesetzgeber für ein weiteres Instrument zur Absicherung des Liquiditätsrisikos im Krisenfall. Die Verschiebung von Pfandbrieffälligkeiten um maximal 12 Monate gilt als letztes Mittel des Sachwalters, um Liquiditätspässen entgegenzuwirken. Zusammen mit dem 180-Tage-Liquiditätspuffer entsteht ein starker Schutz für Investoren. Mit dieser doppelten Absicherung hebt sich der Pfandbrief deutlich vom internationalen Standard ab.
- Dem Liquiditätspuffer könnte jedoch noch eine Abschwächung drohen, denn die Emittentenverbände streben Änderungen bei der Berechnung an. Klarheit gibt es wohl frühestens am 22. März 2021 nach der Anhörung vor dem Bundestagfinanzausschuss.
- Zu den weiteren Änderungen zählen die Ergänzung der barwertigen Überdeckungsquote um nominelle Überdeckungsquoten, die Adressierung von Abwicklungskosten, die Erweiterung des Deckungsreportings und hohe Anforderungen an liquide Vermögenswerte.
- Per saldo dürfte der Pfandbrief nach Einführung der Novelle 2021 eine höhere Qualität als der EU-Mindeststandard ausweisen. Zudem ist die Privilegierung von Pfandbriefen im Aufsichtsrecht weiter sichergestellt. Daher fallen die Papiere unter die europäische Bezeichnung „European Covered Bond (Premium)“ und können auch damit vermarktet werden. Ausnahme bilden die Flugzeugpfandbriefe, die sich nicht für das Premiumsegment qualifizieren.
- Die Ratingagenturen sehen die Änderungen positiv. Aufgrund des bereits hohen Bonitätsniveaus der Pfandbriefe erwarten wir allerdings keine Hochstufungen. Vielmehr sollte sich die Stabilität der Ratings erhöhen. Zudem dürfte sich die Fälligkeitsverschiebung positiv auf die ratingerhaltenden Überdeckungsquoten auswirken.

Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in dieser Publikation getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden.

### Umsetzung in vielen Ländern noch nicht gestartet

Zeitplan EU-Harmonisierung und Umsetzungsfortschritt der Länder



Quellen: EU, S&P, Helaba Volkswirtschaft/Research

## Aufschub der Umsetzungs-Frist durch die EU unausweichlich

Das Ende der Umsetzungsfrist des EU-Harmonisierungspakets rückt näher. Am 8. Juli 2021 sollen die europäischen Mindeststandards Einzug in die nationalen Covered Bond Gesetzgebungen gehalten haben. Die neuen Regelungen müssen dann spätestens am 8. Juli 2022 von allen Emittenten angewendet werden. Deutschland hat bereits frühzeitig die nötigen Änderungen in der Pfandbriefgesetz-Novelle 2021 auf den Weg gebracht und liegt damit gut im Zeitplan.

Allerdings ist der rechtliche Prozess zur Ratifizierung in vielen Ländern - vermutlich auch bedingt durch die Coronakrise - noch nicht so richtig in Gang gekommen. Die vorgegebene Frist kann wohl kaum von jedem Mitgliedsland eingehalten werden. Ein zeitlicher Aufschub ist daher u. E. zwar wahrscheinlich. Gleichwohl wird die EU wohl auf der grundsätzlichen Umsetzungspflicht beharren, insbesondere, um die Anwendung der Regulierungsprivilegien nicht zu gefährden.

## Wesentliche Struktur- und Qualitätsmerkmale Europäischer Covered Bonds

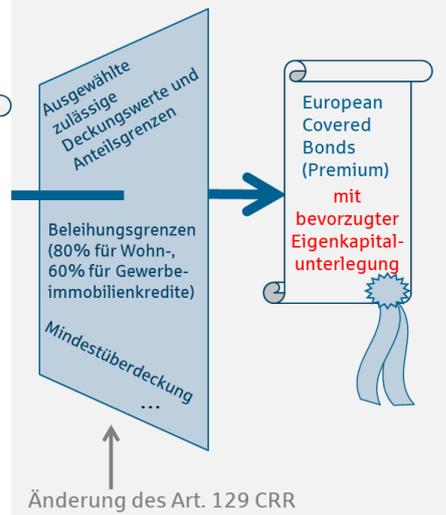
Strukturdiagramm zum Covered Bond-Harmonisierungspaket bestehend aus Covered Bond-Richtlinie und Änderungen des Art. 129 CRR

Mindestanforderungen für European Covered Bonds



↑  
Neue Richtlinie

Zusatz-Qualitätsfilter für bevorzugte Eigenkapitalbehandlung



Quellen: EU-Kommission, Helaba Volkswirtschaft/Research

## Langzeitprojekt auf der Zielgeraden

Das Projekt zur Harmonisierung von Covered Bond-Regelungen beschäftigt europäische Instanzen schon seit über 6 Jahren. Im Januar 2020 trat das Harmonisierungspaket letztendlich in Kraft. Im Kern verfolgen die Gesetzgeber folgende Ziele:

1. Vereinheitlichung wesentlicher Strukturmerkmale, bessere Vergleichbarkeit und Vereinfachung des Prüfungsprozesses für Investoren, um grenzüberschreitende Investitionen und die Entwicklung junger Märkte zu fördern. Covered Bonds erfüllen insbesondere für den Immobilienmarkt, zukünftig vielleicht auch (wieder) für den öffentlichen Sektor, eine wichtige Finanzierungsfunktion.
2. Präzise Definition von Covered Bonds als Referenz für aufsichtsrechtliche EU-Regelwerke zur risikoadäquaten Behandlung der Produkte, z.B. bei Liquiditäts- und Eigenmittelvorgaben. Bisher gab es neben dem bisherigen Art. 129 CRR (Capital Requirement Regulation) nur eine kurze, unvollständige Definition in Art. 52 Absatz 4 der UCITS-Richtlinie.

## Präzise Definition von Covered Bonds durch Mindeststandards

Mit dem EU-Harmonisierungspaket für Covered Bonds werden den bislang sehr unterschiedlich ausgestalteten Regelungen in den EU-Ländern prinzipienbasierte Mindeststandards vorgegeben und Qualitätskriterien sichergestellt. Die CB-Richtlinie ersetzt Art. 52 Absatz 4 der UCITS-Richtlinie und beschreibt wesentliche Strukturmerkmale von „**European Covered Bonds**“ (ECB), regelt Anforderungen an die Besicherung, die Liquidität, zu veröffentlichende Anlegerinformationen und verlangt eine besondere öffentliche Aufsicht. Neben den vielen verpflichtenden Vorschriften stellt die Richtlinie auch einige Anforderungen an optionale Strukturmerkmale, wie die Fälligkeitsverschiebung.

## Erfüllung hoher Qualitätskriterien Voraussetzung für Regulierungsprivilegien

Um auch künftig eine bevorzugte Behandlung im Aufsichtsrecht zu erhalten, müssen gedeckte Anleihen künftig sowohl die Muss-Bestimmungen der Covered Bond-Richtlinie als auch die verschärften Vorgaben nach Art. 129 CRR erfüllen. Unter letztere fallen beispielsweise die Vorgabe zur Mindestüberdeckung und die Grenzen für Forderungen gegenüber Kreditinstituten je nach Bonitätsstufe. Diese Covered Bonds dürfen als „**European Covered Bond (Premium)**“ bezeichnet werden. Tatsächlich bilden die Kriterien für Premium ECBs die hohen Qualitätsstandards einiger bereits bestehender Covered Bonds wie die der deutschen Pfandbriefe (außer Flugzeugpfandbriefe) ab.

## Pfandbriefgesetz-Novelle: Wenig Anpassungen, Fälligkeitsverschiebung on top

Die Veränderungen, die auf den Pfandbrief zukommen, halten wir in ihrer Menge für überschaubar, da die europäischen Mindestregelungen u.E. stark vom deutschen Pfandbriefgesetz mit seinen hohen Standards geprägt sind. Zudem betreffen die wesentlichen Änderungen nicht das tägliche Pfandbriefgeschäft. So beinhaltet die PfandBG-Novelle nicht nur wenige notwendige Anpassungen, sondern hebt sich ferner durch einige striktere Vorgaben ab. Darüber hinaus entscheidet sich der deutsche Gesetzgeber mit der Einführung der Fälligkeitsverschiebung für eine weitere Absicherung des Liquiditätsrisikos im Krisenfall und setzt damit eine „Kann-Vorschrift“ der Covered Bond-Richtlinie um.

## Fälligkeitsverschiebung tritt am 1. Juli in Kraft

Fahrplan der PfandBG-Novelle bis zum Inkrafttreten

Okt. 2020	Dez. 2020	22.03.21	16.4.21/ 07.05.21	01.07.21	08.07.21
Referentenentwurf	Regierungsentwurf	Anhörung Bundestag-Finanzausschuss	Verabschiedung Bundestag/Bundesrat	Inkrafttreten von Art.1	Inkrafttreten von Art.2

Art. 1 ändert PfandBG u.a. in Hinsicht auf Fälligkeitsverschiebung

Art. 2 ändert PfandBG u.a. in Hinsicht auf Transparenz

Art. 1+2: Änderungen zu Überdeckung, Liquiditätspuffer, Derivate

Quelle: vdp, Helaba Volkswirtschaft/Research

Neben den zu ratifizierenden EU-Regelungen sind im Gesetzesentwurf noch einige Klarstellungen und Anpassungen vorgesehen. So sollen die nun gültigen Bonitätsanforderungen nicht für Forderungen gegenüber staatlichen UK-Schuldner gelten, die vor dem Brexit in die Deckung aufgenommen wurden. Ferner werden die sachgerechtere Anforderungen an die Gebäudeversicherung näher geklärt und die elektronische Zustimmung der Treuhänder bei Löschung von Deckungswerten eingeführt. Da auch Deckungswerte negative Anlagezinsen tragen und zu einem geringeren Betrag als dem Nennwert erfüllt werden, klärt das Gesetz zudem, dass bei ihrem Ansatz der Einlösungswert heranzuziehen ist.

## Höhere Qualität als EU-Mindeststandard – Privilegierung sichergestellt

Per saldo dürfte der Pfandbrief nach Einführung der PfandBG-Novelle 2021 eine höhere Qualität als der EU-Mindeststandard aufweisen und wird nicht nur mit der pünktlichen Umsetzung einmal mehr seinem Ruf als Musterknabe gerecht. Die Privilegierung von Pfandbriefen im Aufsichtsrecht und in EU-Regelungen, wie der Liquiditätsverordnung (LCR-Verordnung), ist zudem durch die Anpassung an die Anforderungen des Art. 129 CRR weiter sichergestellt. Daher fallen Öffentliche Pfandbriefe, Hypotheken- und Schiffspfandbriefe unter die europäische Bezeichnung European Covered Bond (Premium). Ausnahme bilden die Flugzeugpfandbriefe, die sich nicht für das Premiumsegment qualifizieren.

## Fälligkeitsverschiebung: Letztes Mittel und kein Automatismus

Covered Bonds ohne und mit Fälligkeitsverschiebung (international häufig Hard- und Soft Bullet-Covered Bonds genannt) sind ohne jeden Unterschied, solange die emittierende Bank zahlungsfähig ist. Im Extremszenario ist die Fälligkeitsverschiebung dagegen ein probates Mittel zur Reduzierung des Liquiditätsrisikos. Gerade bei anstehenden großvolumigen Fälligkeiten kann ein sich verschaffter Zeitgewinn zur Liquiditätsbeschaffung helfen, den Ausfall der Covered Bonds zu vermeiden.

Dies könnte auch dem Sachwalter zu Gute kommen, der zur Abwicklung der Deckungswerte und Pfandbriefverbindlichkeiten bei Insolvenz der Bank eingesetzt wird. Mit der Einführung der Fälligkeitsverschiebung durch die PfandBG-Novelle steht ihm zukünftig ein weiteres Instrument zum Aufbau von Liquidität zur Verfügung, um Pfandbriefe vollständig und zeitgerecht zu bedienen. Dies dürfte auch im Interesse der Investoren sein.

## Neue Rückzahlungsstruktur gilt für neue und ausstehende Pfandbriefe

Strukturdiagramm der Verschiebungsmöglichkeiten

Verschiebungsmöglichkeiten:



Quellen: vdp, Helaba Volkswirtschaft/Research

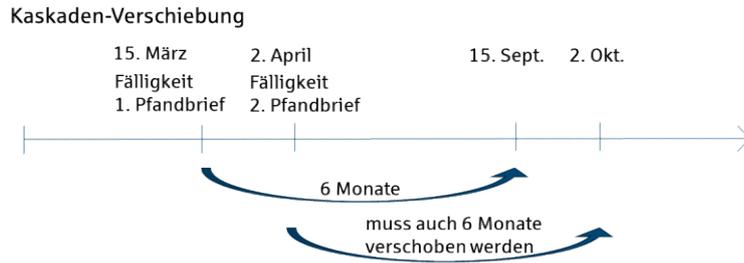
## Verschiebungsmodalitäten genau geregelt

Die neuen Vorschriften erlauben dem Sachwalter nach eigenem Ermessen eine Verschiebung von Tilgung und Zinsen für die ersten vier Wochen nach Ernennung, ohne dass bestimmte Voraussetzung erfüllt sein müssen. Insgesamt darf er die Fälligkeit bedarfsgerecht (mehrfach, anteilig) um maximal 12 Monate verschieben, wenn nach seiner Einschätzung

- die Verschiebung zur Vermeidung der Zahlungsunfähigkeit (der Pfandbriefbank mit beschränkter Geschäftstätigkeit, PfandBBk m.b.G) erforderlich ist **und**
- die Deckungsmasse (PfandBBk m.b.G) nicht überschuldet ist **und**
- durch Verschiebung von Zahlungsfähigkeit ausgegangen werden kann.

Entsprechend den Vorgaben der Covered Bond-Richtlinie gilt bei der Verschiebung ein sogenanntes Überholverbot. Später fällig werdende Pfandbriefe dürfen also nicht vor den verschobenen Papieren zurückgezahlt werden. Vielmehr erfolgt eine Kaskaden-Verschiebung. Wird ein verschobener Pfandbrief durch die Verschiebung erst nach einem anderen Pfandbrief fällig anstatt wie ursprünglich vorher, muss die Rückzahlung des anderen Pfandbriefs auch verschoben werden.

**Überholverbot: Keine Umkehrung der Reihenfolge von Fälligkeiten**  
 Strukturdiagramm der Verschiebungsmöglichkeiten



Quellen: vdp, Helaba Volkswirtschaft/Research

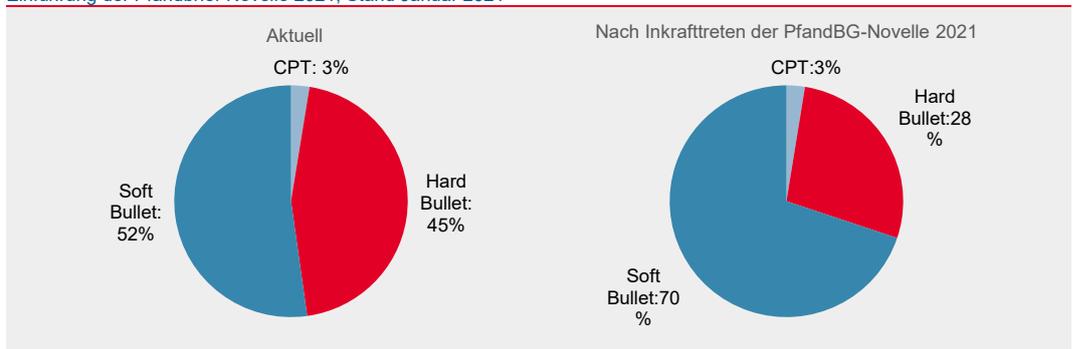
Der Sachwalter darf die Pfandbriefe auch nach Verschiebung (vorzeitig) bedienen, welches allerdings zu komplexen Zahlungssequenzen führt. In jedem Fall ist die Forderung im Verschiebungszeitraum zu verzinsen und die Verschiebung zu veröffentlichen. Zur Verzinsungsart schweigt das Gesetz. Wenn nicht anders vertraglich geregelt, dürften die vereinbarten Konditionen weiter gelten. Für Pfandbriefemittenten tritt ab 8.7.2022 eine Hinweispflicht auf die gesetzliche Option der Fälligkeitsverschiebung für den Sachwalter in die Emissionsbedingungen in Kraft.

**Soft Bullet Covered Bonds wachsen deutlich, bleiben jedoch uneinheitlich**

Covered Bonds mit Fälligkeitsverschiebung gewannen in den letzten Jahren international zunehmend an Akzeptanz und dominieren die Neuemissionen. Derzeit liegt ihr Anteil an den ausstehenden EUR-Benchmark Covered Bonds bei rund 52 %. Diese Quote wuchs zuletzt jedoch kaum noch, da Covered Bonds aus Deutschland und Spanien, aber insbesondere auch einige Covered Bond-Emittenten aus Frankreich, Schweden, Finnland und Österreich die Fälligkeitsverschiebung noch nicht eingeführt haben. Mit dem Inkrafttreten der PfandBG-Novelle steigt der Anteil von Soft Bullet Covered Bonds deutlich auf 70 %. So einheitlich die Namensgebung und die Struktur der Fälligkeitsverschiebung wirken, so uneinheitlich sind sie doch. Unterschiede bei Auslösern, Verschiebemöglichkeiten und -techniken, Regeln zur Verzinsung und Berichterstattung erlösen Investoren trotz EU-Mindeststandards nicht von ihrer Vergleichsarbeit. Umso positiver ist die einheitliche Regelung im PfandBG für alle Pfandbriefe zu werten.

**Mit der PfandBG-Novelle 2021 etabliert sich das Instrument der Fälligkeitsverschiebung weiter**

Verteilung der Rückzahlungsstrukturen auf Basis der ausstehenden Volumen der iBoxx EUR Covered-Papiere vor und nach Einführung der Pfandbrief-Novelle 2021; Stand Januar 2021



Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

## Auf einen Blick: Die weiteren wesentlichen PfandBG-Änderungen

Wir bewerten die wesentlichen Änderungen gemäß Regierungsentwurf zur PfandBG-Novelle durchgängig positiv.

- **Barwertige Überdeckungsquote wird um nominelle Überdeckungsquote ergänzt und adressiert Abwicklungskosten:** Erstmals schreibt das PfandBG eine nennwertige Mindestüberdeckung für Hypotheken- und Öffentliche Pfandbriefe von 2 % und für Schiffs- und Flugzeugpfandbriefe von 5 % (ab 2022) vor. Die bereits bestehende Mindesthöhe der barwertigen Überdeckung bleibt, jedoch werden in der Berechnung (ab 2021) auch Abwicklungskosten berücksichtigt. Positiv zu bewerten ist, dass diese sogenannte „sichernde barwertige Überdeckung“ in hochwertigen liquiden Deckungswerten (siehe auch Verschärfung bei Forderungen gegenüber Kreditinstituten) gestellt werden muss und dass Vermögenswerte, die für die sichernde barwertige Überdeckung angesetzt werden, nicht mehr für die nennwertige Überdeckung berücksichtigt werden dürfen.
- **Verschärfung bei Forderungen gegenüber Kreditinstituten:** In Zukunft (ab 2022) qualifizieren sich Forderungen gegenüber Kreditinstituten aus der gleichen Bankengruppe grundsätzlich nicht mehr als Deckungswerte (Ausnahme: bis zu 2 % Guthaben, die aus der Zahlungsabwicklung entstehen). Diese strikte Vorschrift geht über die Vorgaben der Covered Bond-Richtlinie hinaus. Zudem gelten die durch den Art. 129 CRR vorgegebenen Grenzen für Forderungen gegenüber Kreditinstituten der Bonitätsstufe 1 (bis AA-) bzw. der Bonitätsstufe 2 (bis A-) von max. 15 % bzw. 10 % der ausstehenden Pfandbriefe. Forderungen gegenüber Kreditinstituten der Bonitätsstufe 3 (bis BBB-) sind nur im Rahmen von Derivaten zulässig und auf max. 8 % begrenzt.
- **Liste zulässiger Derivatepartner reduziert:** Künftig (ab 2021) werden nur noch Bund, Länder und geeignete Kreditinstitute (s.o.) als Derivatekontrahenten anerkannt. Es ist jedoch anzumerken, dass traditionell nur wenige Pfandbriefe Derivate in ihren Deckungsmassen enthalten.
- **Deckungsreporting erweitert:** Entsprechend den Vorgaben der Covered Bond-Richtlinie werden Emittenten (ab 2022) verpflichtet, zusätzlich zu den bisherigen Deckungsinformationen (§28 PfandBG) eine ISIN-Liste für Inhaberpapiere, die Überdeckung getrennt nach gesetzlichen, vertraglichen und freiwilligen Anteilen, die Voraussetzungen der Fälligkeitsverschiebung, den volumengewichteten Durchschnitt der verstrichenen Laufzeit der Hypothekenkredite und Kennzahlen zum Liquiditätsrisiko zu veröffentlichen. Mit der Vorgabe von **drei Kennzahlen zum Liquiditätsrisiko** (die größte Liquiditätslücke der nächsten 180 Tage, den Tag, an dem sich die Liquiditätslücke ergibt, der Gesamtbetrag aller liquiden Deckungswerte) dürften die nationalen Vorschriften die EU-Vorgaben deutlich übererfüllen.
- **Liquiditätspuffer: Starker Schutz für Investoren:** Dass der Regierungsentwurf die 180-Tage-Liquiditätsregel in seiner bisherigen Qualität beibehält, obwohl er die Fälligkeitsverschiebung als zusätzliches Instrument zur Absicherung von Liquiditätsrisiken einführt und deutsche Emittenten den Liquiditätspuffer gerne reduziert hätten, führt zu einer doppelten Absicherung und einen starken Schutz für Investoren. So hat die Pfandbriefbank weiterhin die größte negative Liquiditätslücke der nächsten 180 Tage mit liquiden Mitteln abzudecken (Liquiditätspuffer). Zudem erfahren die verwertbaren Werte für den Liquiditätspuffer durch die PfandBG-Novelle eine Aufwertung, da sie neben der Angleichung an die zulässigen Werte der LCR-Verordnung nur noch Guthaben bei Kreditinstituten der Bonitätsstufe 1 und 2 umfassen (obwohl die Richtlinie kurzfristige Einlagen bei KI der Bonitätsstufe 3 erlaubt).

## Erleichterung für Überschneidung von PfandBG und LCR-Verordnung in Sicht

Durch die Angleichung der zulässigen Werte an die LCR-Verordnung wird zudem ein ganz wichtiger Punkt für die Banken sichergestellt: Sie müssten **keine zwei getrennten Liquiditätspuffer**, einmal gemäß PfandBG und einmal gemäß Liquiditätsverordnung, für die ersten 30 Tage vorhalten. Für diesen Zeitraum besteht derzeit bekanntlich eine Überschneidung der beiden Gesetze (weil die LCR-Verordnung die liquiden Deckungswerte aufgrund ihrer Abtrennbarkeit von der Insolvenzmasse als „belastete“ Vermögenswerte nicht anerkennt werden). Noch bedarf es aber für eine Abmilderung dieser Doppelbelastung für Banken einer Änderung der LCR-Verordnung. Einen Entwurf der EU-

Kommission gibt es bereits, der die neuen Regelungen zum Inkrafttreten der Covered Bond-Richtlinie zum 8. Juli 2022 rechtsverbindlich werden lässt.

### Änderungsgesuch des vdp würde Liquiditätspuffer schwächen

Der Liquiditätspuffer könnte noch abgeschwächt werden, denn die Emittentenverbände unter Federführung des Verbands der Pfandbriefbanken (vdp) streben zwei Änderungen bei der Berechnung des 180-Tage-Liquiditätsbedarfs an. Zum einen soll bei der Ermittlung der **Zahlungseingänge** auf das Ende der Zinsfestschreibung und nicht auf den erwarteten Rückzahlungstermin der Deckungsforderungen abgestellt werden. Zwar wird dieser Ansatz auch bei anderen Covered Bonds praktiziert und wäre damit kein Alleingang der Pfandbriefe. Gleichwohl kann dies rechnerisch für vermeintlich frühere Zahlungseingänge sorgen und damit Liquiditätslücken reduzieren. Zudem ist es nicht absehbar, ob der Sachwalter in der Realität mit hohen Folgekonditionen eine Rückzahlung der Kredite zum Zinsbindungsende bewirken kann und die Annahmen im Krisenszenario realistisch sind. Zum anderen will der Verband von einem Wahlrecht der Covered Bond-Richtlinie Gebrauch machen und bei der Ermittlung der **Zahlungsausgänge** die mögliche Fälligkeitsverschiebung der Pfandbriefe berücksichtigen. Auch dies würde mögliche Liquiditätseingänge deutlich reduzieren. Die Höhe des Liquiditätspuffers würde infolge beider Änderungen im Wesentlichen nur noch durch Engpässe aus ungleichen Eingängen und Ausgängen von Zinszahlungen bestimmt und damit deutlich geschwächt. Ob die Änderungsanträge der Verbände vom deutschen Gesetzgeber akzeptiert werden, dürfte frühestens im März nach Anhörung des Bundesfinanzausschusses feststehen.

### Keine Ratingauswirkungen erwartet

Die Ratingagenturen haben den Gesetzesvorschlag wohlwollend aufgenommen und geben nach unserem Verständnis keinen Hinweis darauf, dass es diesbezüglich zu Ratingverschlechterungen kommen könnte. Im Gegenteil: Die Fälligkeitsverschiebung dürfte generell die Fristeninkongruenzen verbessern und sich positiv auf die ratingerhaltenden Überdeckungsquoten insbesondere bei mit Wohnimmobilienkrediten gedeckten Pfandbriefen auswirken. Fitch sieht sogar eine Chance, dass sich aufgrund der Fälligkeitsverschiebung der maximal mögliche Abstand zwischen Emittenten- und Pfandbrief-Rating, der Ratingpuffer (bei Fitch: Payment Continuity Uplift, kurz PCU), der gemäß den Standards der Agentur die Höhe des Pfandbrief-Ratings mit beeinflusst, erhöhen könnte. Derzeit beträgt der Ratingpuffer bei Fitch für Hypothekenpfandbriefe 4 und für Öffentliche Pfandbriefe 5 Ratingstufen. Mit Ratingverbesserungen rechnen wir aufgrund des bereits schon sehr hohen Ratingniveaus deutscher Pfandbriefe kaum. Allerdings tragen höhere Ratingpuffer zu einer höheren Ratingstabilität bei.

Dass sich der deutsche Gesetzgeber vielleicht doch noch für eine Entwertung des Liquiditätspuffers entscheidet, wäre zwar ökonomisch für uns durchaus nachvollziehbar. Hoch liquide Vermögenswerte in großer Menge zu halten, ist für Emittenten im Negativzinsumfeld der letzten Jahre teuer geworden (insbesondere bei keiner Doppelanrechnung für die zu erfüllende Liquiditätsdeckungsquote). Daher war die Fälligkeitsverschiebung bei vielen Covered Bond-Emittenten in den letzten Jahren eine willkommene Alternative. Gleichwohl würde diese Entscheidung eine wirklich starke Schutzkonstellation verhindern, mit der sich der Pfandbrief noch deutlicher von anderen Covered Bonds abheben könnte. Von den Ratingagenturen wird die Fälligkeitsverschiebung in der Ratinganalyse häufig ähnlich positiv wie die 180-Tage-Liquiditätsregel honoriert. Eine negative Auswirkung auf Pfandbrief-Ratings erwarten wir aufgrund der Abschwächung des Liquiditätspuffers bei paralleler Einführung der Fälligkeitsverschiebung nicht, solange die Zinszahlungen der Pfandbriefe weiter abgedeckt sind.

Gesetzesüberblick und Ergänzungen/Änderungen

	Pfandbriefgesetz	PfandBG-Novelle 2021
Bezeichnung	Pfandbriefe	Pfandbriefe (Europäische gedeckte Schuldverschreibung, Europäische gedeckte Schuldverschreibung (Premium))
Emittent	Universalbanken mit spezieller Lizenz. Autorisierung erfolgt durch die Aufsichtsbehörde BaFin.	
Eigentümer des Deckungsstocks	Emittent unmittelbar	
Was passiert im Falle der Insolvenz des Emittenten?	Weiterbedienung	
Schutz vor Ansprüchen anderer Gläubiger	Bevorrechtigter Anspruch per Gesetz, spezielle Deckungsmassenverwaltung	
Rückgriffsrecht auf die Insolvenzmasse der Bank, wenn die Deckungsmasse insolvent wird	Ja, pari passu mit unbesicherten Gläubigern	
Zulässige Deckungswerte	Hypothekendarlehen, öffentliche Forderungen, Schiffs- oder Flugzeugfinanzierungen – je nach Pfandbriefgattung	
Weitere erlaubte Deckungswerte	Forderungen ggü. EZB, Zentralbanken und anderen Kreditinstituten (bis 10 %), Derivate*; Zusätzlich bei Hypotheken- Schiffs- und Flugzeugpfandbriefen: Forderungen ggü. öffentl. Stellen  (Hypothekendarlehen bis zu 20 % unter Anrechnung der o.g. Forderungen, Öffentliche Pfandbriefe bis zu 10 %)  *Barwert der Derivate: max. 12 %	Forderungen ggü. EZB, Zentralbanken und anderen Kreditinstituten ( <b>bis 15 %</b> - KI mit Bonitätsstufe 3 nur als Derivatepartner), Derivate*; Zusätzlich bei Hypotheken- Schiffs- und Flugzeugpfandbriefen: Forderungen ggü. öffentl. Stellen  (Hypothekendarlehen bis zu 20 % unter Anrechnung der o.g. Forderungen, Öffentliche Pfandbriefe bis zu <b>15 %</b> )  *Barwert der Derivate: max. 12 %; Derivate sind unter Grenzen oben gegen zu rechnen
Geografische Einschränkungen	HyPfe: EWR, UK, Australien, Japan, Kanada, Neuseeland, Schweiz, Singapur, USA° ÖPfe: EWR, UK, Schweiz, USA, Kanada, Japan SchiffsPf/FlugzeugPf: weltweit	
Beleihungsgrenzen (Loan-to-value)	Wohnimmobilienkredite: 60 % Gewerbeimmobilienkredite: 60 % Schiffsfinanzierungen: 60 % Flugzeugfinanzierungen: 60 %	
Besicherungsmaß	Beleihungswert der Immobilie	
Kreditanteil über Besicherungsgrenze	Für Covered Bond Gläubiger nicht verfügbar	
Mindestüberdeckung	Barwertig: 2 % (im Rahmen der Stressrechnung)	Barwertig: 2 % (sichernde barwertige Überdeckung im Rahmen der Stressrechnung, Abdeckung von Abwicklungskosten); <b>Nominal: Hypotheken-, Öffentliche Pfandbriefe: 2 %</b> Flugzeug-, Schiffspfandbriefe: <b>5 %</b>

Freiwillige Überdeckung (über der gesetzlichen Mindestüberdeckung)	Geschützt, steht Covered Bond Gläubigern zur Verfügung	
Umlaufbegrenzung für Covered Bonds	Nein	
Absicherung Marktrisiken	Stresstests bei Deckungsrechnung, Derivate möglich	
Absicherung Liquiditätsrisiken	Einhaltung eines 180-Tage-Liquiditätspuffers	Einhaltung eines 180-Tage-Liquiditätspuffers: <ul style="list-style-type: none"> <li>- Ggf. Abstellen auf Zinsbindung der Deckungsforderungen, nicht auf Kapitalbindung</li> <li>- Ggf. Berücksichtigung einer Fälligkeitsverschiebung</li> </ul>
Besondere Rückzahlungsmodalitäten	Nein	<b>Fälligkeitsverschiebung</b> als Ultima Ratio des Sachwalters bis zu 12 Monate
Spezielle öffentliche Aufsicht	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)	
Unabhängige Prüfung der Deckungsmasse	Ja, Treuhänder	
Spezieller Verwalter nach Ausfall der Bank	Ja, Sachwalter	

<sup>a</sup>Anteil der Länder außerhalb der EU, bei denen das Konkursvorrecht der Pfandbriefgläubiger nicht sichergestellt ist: max. 10%

## Weitere Credit- / Covered Bond-Specials:

**ESG-Umfrage unter Schuldschein-Investoren: Nachhaltige Emissionen stoßen auf positive Resonanz**

28.01.2021

**EUR-Corporates: Liquidität ist Trumpf**

18.01.2021

**Europäische Bankanleihen:: 4. Quartal 2020: Emissionsflaute halt an**

08.01.2021

**Corporate Schuldschein: Den guten Freund erkennt man in unsicheren Zeiten**

18.12.2020

**Green Covered Bonds: EU-Taxonomie als Klimakiller**

11.12.2020

**Europäische Bankanleihen: Aufsicht setzt die grüne Brille auf**

08.12.2020

**Unternehmens-Liquidität: Firmen machen aus der Not eine Tugend**

24.11.2020

**Europäische Bankanleihen: EBA sorgt für mehr Transparenz bei Kredit-Moratorien**

23.11.2020

**Primärmarktausblick: EU und Länder weit vor Corporates und Banken**

07.09.2020

**Ertragsstabilität europäischer Corporates: Vorsicht vor Pauschalurteilen**

24.07.2020

**Desaster oder Delle: Wie wirkt die Corona-Krise auf die Cashflows der Unternehmen?**

24.06.2020

**Europäische Banken: COVID-19 erhöht Kredit-Risikovorsorge drastisch**

27.05.2020

**Covered Bonds: Rückkehr zum Regelbetrieb ungewiss**

05.05.2020

Alle Publikationen sind auf unserer Homepage [hier](#) verfügbar. Informationen zum gesamten frei verfügbaren Research der Helaba finden Sie auf [www.helaba.com/de/research](http://www.helaba.com/de/research)

Newsletter können Sie unter <https://news.helaba.de/research> abonnieren. ■