

vdp

PFANDBRIEF | update 2026



Der Pfandbriefmarkt

vdp

Die deutschen
Pfandbriefbanken

Der Verband deutscher Pfandbriefbanken (vdp) ist einer der fünf Spitzenverbände der Deutschen Kreditwirtschaft (DK). Er repräsentiert die bedeutendsten Kreditinstitute für die Wohn- und Gewerbeimmobilienfinanzierung sowie für die Kommunal- und Staatsfinanzierung. Besonders im Fokus des vdp steht die Interessenvertretung für den Pfandbrief.

Der vdp setzt sich dafür ein, dass der Pfandbrief als sicheres, transparentes und liquides Refinanzierungsinstrument erfolgreich bleibt. Als Verband vertritt er die pfandbriefspezifischen Interessen seiner Mitgliedsinstitute gegenüber Gesetzgebern, Aufsichts- und Regulierungsbehörden und sonstigen Marktteilnehmern auf nationaler und internationaler Ebene.

The logo for the Verband deutscher Pfandbriefbanken (vdp) is displayed in a white, lowercase, serif font against a dark red background.

Inhalt

Vorwort von Jens Tolckmitt		Zahlen & Fakten	
„Der Pfandbrief beweist auch in Krisenzeiten, was ihn auszeichnet – Stabilität“	04	Covered Bond Spreads im Vergleich	20
Zahlen & Fakten		Pfandbriefe im Vergleich	21
Entwicklung Pfandbriefumlauf	06	Emissionen nachhaltiger Pfandbriefe	22
Emissionsvolumen	07	Struktur der Deckungsmassen	23
Entwicklung Darlehenszusagen	08	Der vdp	
Ausstehendes Pfandbriefvolumen der Top-10-Pfandbriefbanken 2025	09	Informationsangebot des vdp für Pfandbrief-Investoren	24
Leitartikel		Logos der vdp-Mitglieder	
Der Pfandbrief – gesetzliche Grundlagen des traditionsreichen Wertpapiers	10	vdp-Mitglieder auf einen Blick	26
Sonderthema		Ansprechpartner und Impressum	
Property Value und Covered Bonds: ein Wert für alle – oder doch lieber jeder nach seinem Rezept?	19	Ihre Ansprechpartner im Bereich Pfandbrief, Kapitalmarkt und Investor Relations	27
		Impressum	27

„Der Pfandbrief beweist auch in Krisenzeiten, was ihn auszeichnet – Stabilität“



Seit mittlerweile mehr als 255 Jahren unterstreicht der Pfandbrief seine zentrale Rolle im deutschen Kapitalmarkt eindrucksvoll:

Er bietet Investoren wie Emittenten seit jeher eine sichere Anlagemöglichkeit und günstigen Zugang zu Liquidität. Dies gilt nicht zuletzt in so bewegten Zeiten wie jetzt. Auch 2025 zeigte sich der Pfandbrief als Stabilitätsanker und verlässliches Instrument, das Investoren attraktive Kupons bot und Emittenten zugleich effiziente Refinanzierungsbedingungen eröffnete.

Besonders bemerkenswert war im vergangenen Jahr die starke Nachfrage nach Pfandbriefen mit langen Laufzeiten. Sie hat es ermöglicht, die Kreditvergabe für Wohn- und Gewerbeimmobilien fristenkongruent und kosteneffizient zu gestalten.

Mit Neuemissionen in Höhe von knapp 67 Mrd. Euro übertraf der Pfandbriefmarkt das Vorjahresvolumen um 17 %. Das ausstehende Gesamtvolumen stieg damit auf 410,9 Mrd. Euro. Dass die Hypothekendarlehenpfandbriefe erstmals die Marke von 300 Mrd. Euro überschritten und nun bei 303,3 Mrd. Euro liegen, spricht eine klare Sprache: Dieses Segment ist dynamisch, wachstumsstark und von herausragender Bedeutung für die gesamte Branche. Das Wachstum beruht auf der gestiegenen Nachfrage nach Immobilienfinanzierungen – ein Plus von knapp 16 % bei unseren Mitgliedsinstituten bestätigt diese Entwicklung eindrucksvoll.

Weniger kraftvoll als in den Vorjahren zeigte sich 2025 der Markt für nachhaltige Pfandbriefe. Mit rund 4,7 Mrd. Euro an Emissionen Grüner und Sozialer Pfandbriefe blieb das Volumen hinter der allgemeinen Marktdynamik zurück. Ursachen waren begrenzte geeignete Deckungsmassen sowie die Tatsache, dass Emittenten verstärkt ungedeckte nachhaltige Anleihen platzieren konnten. Und dennoch: Aktuell sind bereits 15 Emittenten mit nachhaltigen Produkten aktiv – ein solides Fundament, das weiter wachsen wird.

Für das laufende Jahr blicken wir mit grundsätzlichem Optimismus nach vorne. Nach einem beachtlichen Jahresauftakt mit zahlreichen großvolumigen und teilweise sehr langfristigen Emissionen, sorgte der Krieg im Nahen Osten für eine Beruhigung der Aktivitäten. Doch auch in dieser geopolitisch äußerst angespannten Situation bewies der Pfandbrief einmal mehr, was ihn auszeichnet: Stabilität. Die Spreads weiteten sich nach Kriegsausbruch in der Spitze nur um wenige Basispunkte aus, die Spread-Volatilität blieb ausgesprochen gering.

Diese Stabilität, die besondere Qualität des Pfandbriefs als deutsches Erfolgsprodukt und die hohe Resilienz seiner Emittenten bilden eine starke Basis für ein erfolgreiches Jahr 2026. Wir blicken zuversichtlich voraus – und freuen uns auf die weitere positive Entwicklung unseres traditionsreichen Produkts.

Jens Tolckmitt

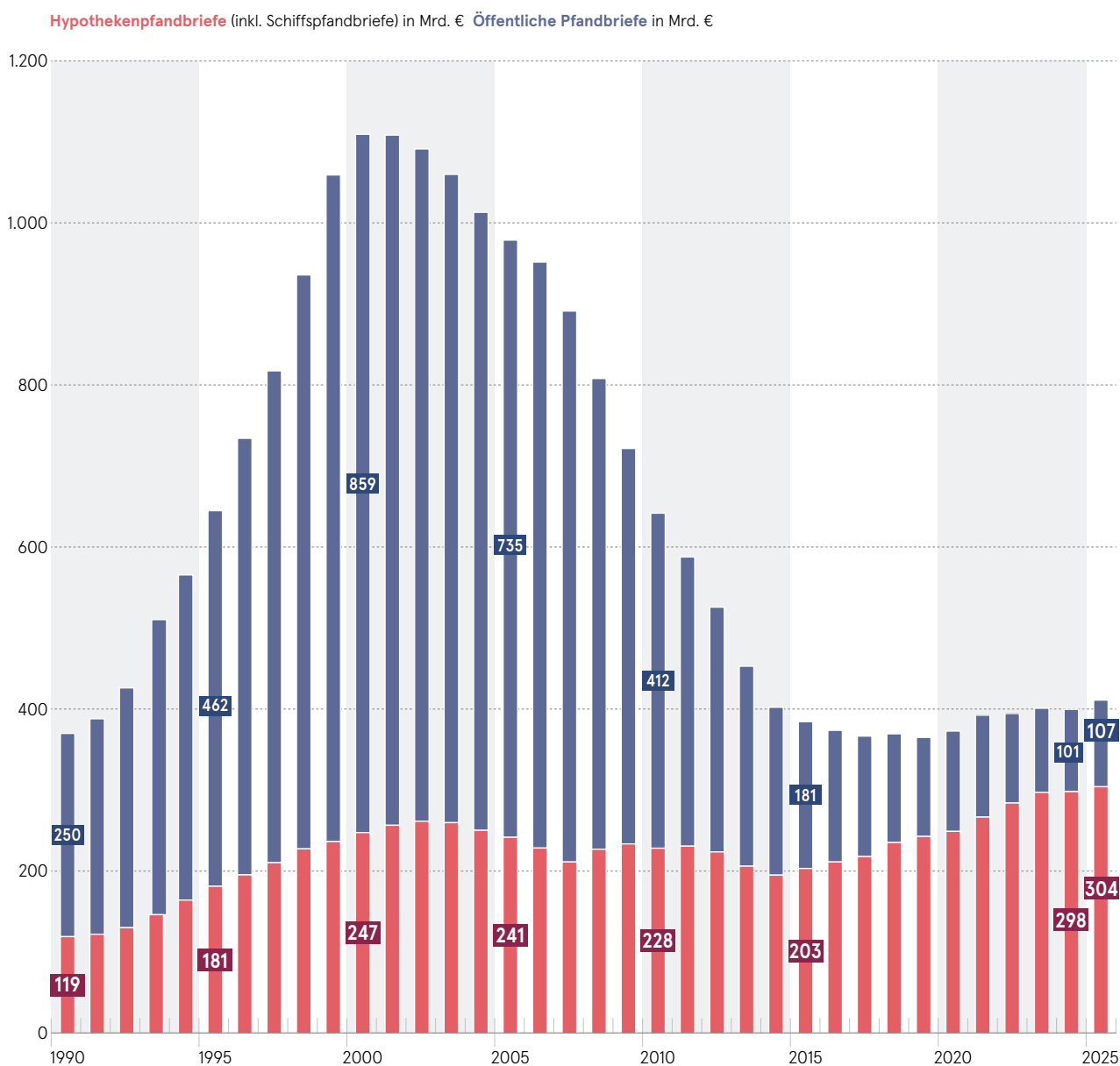
Hauptgeschäftsführer

Verband deutscher Pfandbriefbanken (vdp)

Zahlen & Fakten

ENTWICKLUNG PFANDBRIEFUMLAUF

- Umlauf der **Hypothekendarlehen** steigt kontinuierlich seit 2014.
- **Umlaufvolumen** bei knapp **411 Mrd. Euro**



Quelle: Deutsche Bundesbank und vdp

Zahlen und Fakten

EMISSIONSVOLUMEN

- Absatz und Umlauf 2025: **Erneut ein starkes Jahr für den Pfandbrief**
- Hypothekendarfandbrief-Umlauf **erstmalig über 300 Mrd. Euro**.

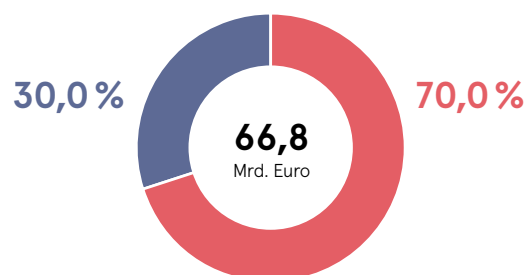
in Mrd. €	Neuemissionen			
	2022	2023	2024	2025
Pfandbriefe gesamt	82,3	65,7	57,3	66,8
Hypothekendarfandbriefe (inkl. Schiffspfandbriefe)	68,1	51,9	42,5	46,8¹
Öffentliche Pfandbriefe	14,2	13,8	14,8	20,0

1 _ Schiffspfandbriefe 0 Mrd. €

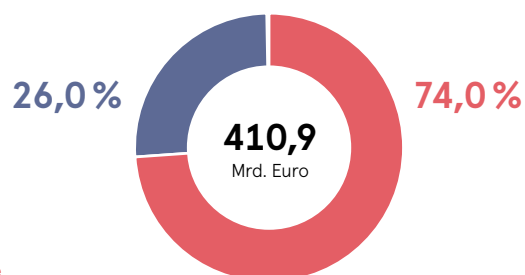
in Mrd. €	Umlauf (Ultimo) ²			
	2022	2023	2024	2025
Pfandbriefe gesamt	393,5	400,3	399,5	410,9
Hypothekendarfandbriefe (inkl. Schiffspfandbriefe)	283,4	296,3	298,4	304,1
Öffentliche Pfandbriefe	110,1	104,0	101,1	106,8

2 _ Rundungsdifferenzen möglich.

Anteil Neuemissionen 2025



Anteil Umlauf 2025



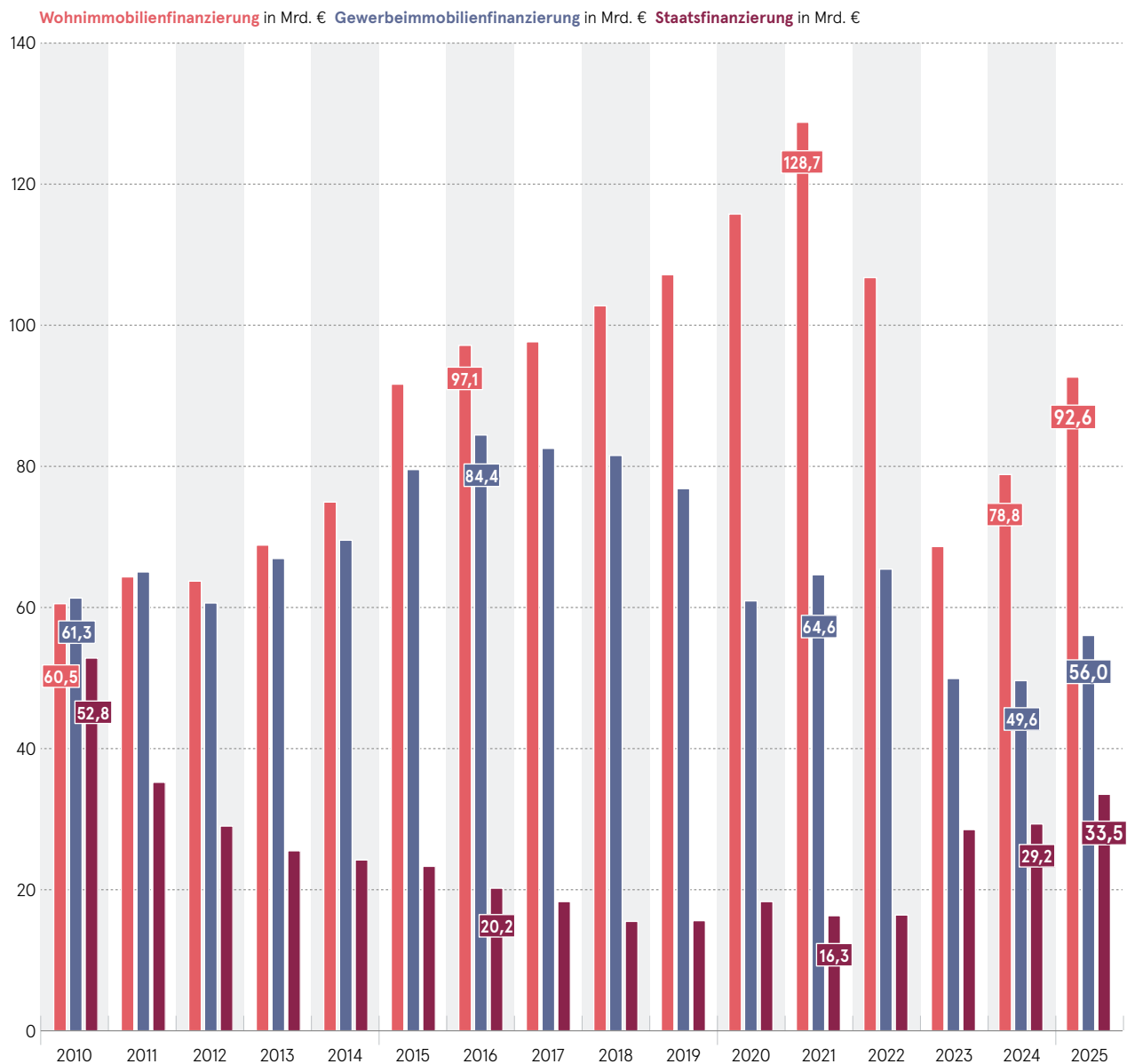
Hypothekendarfandbriefe
(inkl. Schiffspfandbriefe)

Öffentliche Pfandbriefe

Zahlen & Fakten

ENTWICKLUNG DARLEHENSZUSAGEN

- Darlehenszusagen **steigen** 2025 deutlich auf 182,1 Mrd. €
- **Wohnimmobilien**darlehen treiben das Wachstum **mit einem Plus** von 17,5 % auf 92,6 Mrd. €

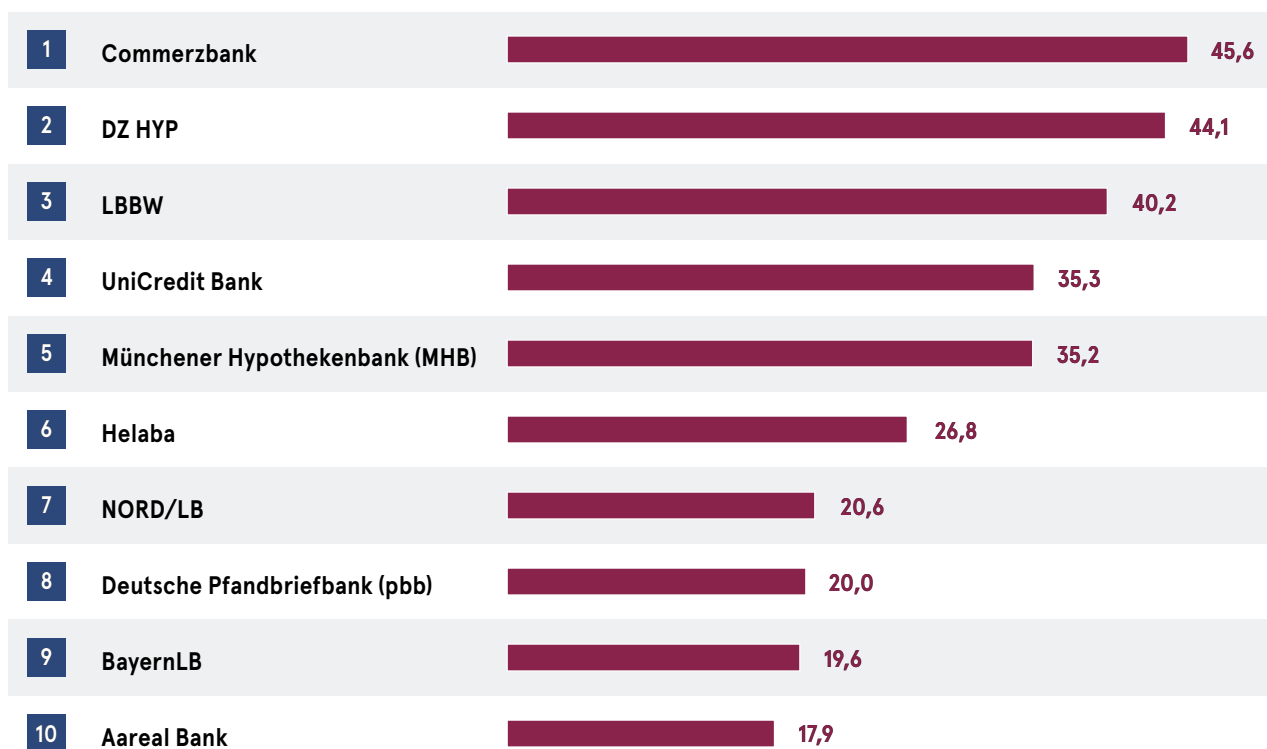


Zahlen & Fakten

AUSSTEHENDES PFANDBRIEFVOLUMEN DER TOP-10-PFANDBRIEFBANKEN 2025

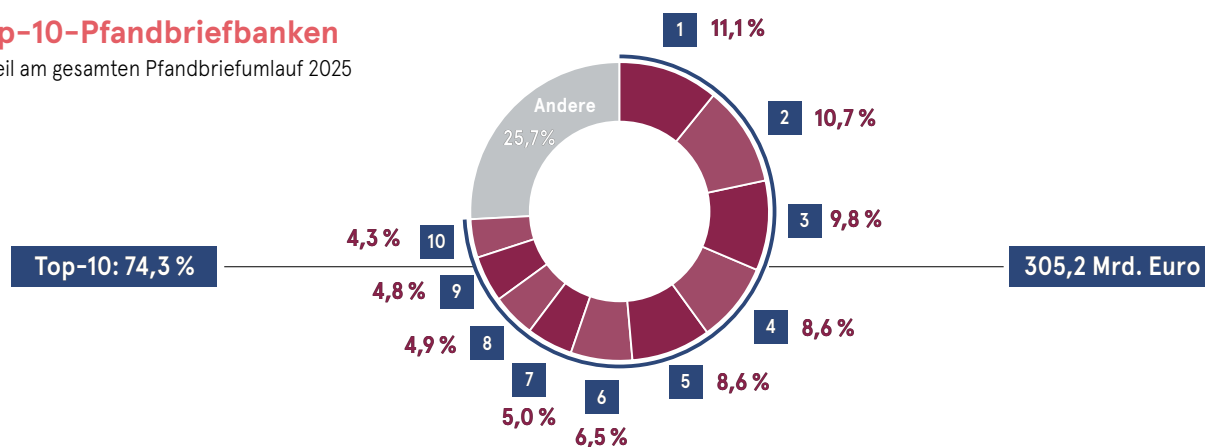
- **Top-10-Pfandbriefbanken** vereinen **knapp 75 %** des Pfandbriefumlaufs auf sich.
- Der **Marktanteil der vdp-Mitgliedsinstitute** liegt bei **knapp 96 %**.

Emissionsvolumen in Mrd. €



Top-10-Pfandbriefbanken

Anteil am gesamten Pfandbriefumlauf 2025



Der Pfandbrief – gesetzliche Grundlagen des traditionsreichen Wertpapiers



Im Zentrum des Pfandbriefgesetzes (PfandBG) steht der Schutz der Kapitalanleger. Die mit dem Gesetzesrahmen geschaffene Rechtssicherheit ist grundlegend für das Vertrauen der Investoren und einen liquiden Pfandbriefmarkt. Wesentlich für das Anlegervertrauen sind die je nach Pfandbriefart in separaten Deckungsmassen zusammengefassten Deckungswerte, die Pfandbriefe im Falle der Insolvenz des Emittenten besichern. Hinzu kommen die durch das Pfandbriefgesetz erreichte gesetzliche Standardisierung, die hohe Transparenz des deutschen Pfandbriefsystems und die strenge besondere öffentliche Aufsicht durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Deutsche Pfandbriefe dürfen gemäß PfandBG nur von Kreditinstituten mit einer speziellen Erlaubnis der BaFin emittiert werden. Mit Hypotheken-, Schiffs- und Flugzeugpfandbriefen sowie Öffentlichen Pfandbriefen unterscheidet der Gesetzgeber insgesamt vier Pfandbriefgattungen. Mit Begebung eines Pfandbriefs verpflichtet sich der Emittent zur Zahlung eines bestimmten Kapitalbetrages zuzüglich Zinsen zu festgelegten Zeitpunkten.

Pfandbrief-Erlaubnis

Zur Ausübung des Pfandbriefgeschäfts benötigt ein Kreditinstitut neben der allgemeinen Banklizenz eine spezielle Erlaubnis der BaFin, die Pfandbrieflizenz, jeweils gesondert für jede Pfandbriefart.

§ 2 Abs. 1 PfandBG definiert die einzelnen Voraussetzungen:

- Der Sitz des Kreditinstitutes muss in Deutschland sein.
- Das Kreditinstitut muss nachweisen, dass sein Kernkapital mindestens 25 Millionen Euro beträgt.
- Das Kreditinstitut muss über die Erlaubnis für das Kreditgeschäft verfügen.

- Die Pfandbriefbank muss über ein Risikomanagementsystem verfügen, das die Risiken für die Deckungsmasse im Sinne des § 27 PfandBG und des darauf gründenden Emissionsgeschäfts gesondert abbildet und steuert.
- Das antragstellende Kreditinstitut muss der BaFin einen Geschäftsplan vorlegen, aus dem hervorgeht, dass das Pfandbriefgeschäft regelmäßig und nachhaltig betrieben werden soll und dass ein dafür erforderlicher organisatorischer Aufbau vorhanden ist.
- Der organisatorische Aufbau und die Ausstattung des Kreditinstituts müssen dem Pfandbriefgeschäft angemessen Rechnung tragen.
- Notwendig ist, dass die Geschäftsleitung die erforderlichen Kenntnisse im jeweiligen Deckungskreditgeschäft und in der Refinanzierung hat.

Öffentliche Aufsicht

Die besondere öffentliche Aufsicht über das Pfandbriefgeschäft wird in Deutschland von der BaFin ausgeübt. Dort wird diese Aufgabe vom Bereich „Kompetenz Pfandbrief/Deckungsprüfungen (BA 53)“ wahrgenommen.

Deckungsprüfungen

In der Aufsichtspraxis sind neben der laufenden Aufsicht die Deckungsprüfungen von besonderer Bedeutung. Etwa alle drei Jahre wird auf Grundlage geeigneter Stichproben die Deckung der Pfandbriefe geprüft. Die Deckungsprüfungen werden von der BaFin selbst oder von durch die Aufsicht beauftragten externen Wirtschaftsprüfern durchgeführt. Sie umfassen stichprobenartig bei einzelnen Deckungswerten sowohl die rechtliche Überprüfung ihrer Deckungsfähigkeit wie auch – bei Hypothekendeckungswerten – die Bewertung der beliehenen Immobilie nach den Prinzipien der Beleihungswertermittlung.

Funktion Treuhänder

Jede Pfandbriefbank benötigt einen von der BaFin bestellten unabhängigen Treuhänder sowie mindestens einen Stellvertreter. Aufgabe des Treuhänders ist es, darauf zu achten, dass die vorschriftsmäßige Deckung für Pfandbriefe und Ansprüche aus Derivategeschäften jederzeit vorhanden ist. Der Treuhänder wird von der BaFin nach Anhörung der Pfandbriefbank bestellt. Seine Bestellung, Abberufung und Aufgaben sind in den §§ 7 bis 11 PfandBG geregelt. Der Treuhänder ist nicht an Weisungen der BaFin gebunden, hat ihr jedoch Auskunft über seine Feststellungen und Beobachtungen zu erteilen.

Zu den Aufgaben des Treuhänders gehört es, vor einer Pfandbriefemission festzustellen, dass die vorschriftsmäßige Deckung vorhanden ist und die Deckungswerte in das entsprechende Deckungsregister eingetragen sind (Treuhänderbestätigung). Diese Bestätigung kann seit Inkrafttreten des Gesetzes zur Einführung elektronischer Wertpapiere im Fall elektronischer Emissionen auch digital erfolgen. Zudem ist die Löschung eines Deckungswertes aus dem Deckungsregister nur mit Zustimmung des Treuhänders erlaubt.

Deckungsprinzip

Zentrale Bedeutung für die Sicherheit von Pfandbriefen hat das Deckungsprinzip: Während der gesamten Laufzeit der Pfandbriefe müssen die sich daraus ergebenden Verbindlichkeiten durch Vermögenswerte ausreichend gedeckt sein. Gesetzlich ist festgelegt, dass die Vermögenswerte die Verbindlichkeiten übersteigen müssen (sichernde Überdeckung, § 4 Abs. 1 und 2 PfandBG). Das Pfandbriefgesetz stellt strenge Anforderungen an Art und Qualität dieser Deckungswerte.

Durch die umfangreichen und detaillierten Vorschriften über das Trennungsprinzip bei Insolvenz einer Pfandbriefbank (§ 30 PfandBG) sind die Deckungswerte bei Ausfall des Emittenten vorrangig für die Rückzahlung von Kapital und Zinsen reserviert. Durch die Deckungskongruenz wird die jederzeitige Deckung der Pfandbriefe durch ausreichende Deckungswerte sichergestellt. Deckung und Deckungskongruenz sind für alle Pfandbriefarten getrennt zu beachten. Dies hat zur Folge, dass z. B. eine Überdeckung in der Hypothekendeckungsmasse nicht zur Sicherung der Öffentlichen Pfandbriefe genutzt werden kann, da die Deckungsbestimmungen für jede Pfandbriefart gesondert erfüllt werden müssen.

Pfandbriefemissionen sind regelmäßig größer als einzelne in Deckung befindliche Darlehen, auch Zahlungstermine auf der Aktiv- und Passivseite sind nicht vollständig deckungsgleich. Das Pfandbriefgesetz stellt dazu keine detaillierten Begrenzungen auf, enthält jedoch mehrere Regelungen, um die Deckungskongruenz sicherzustellen.

Deckungsmassen

Grundlage für die besondere Stellung der Deckungswerte im Insolvenzfall eines Emittenten ist deren Eintragung in das Deckungsregister. Das Deckungsregister wird bei der Pfandbriefbank für jede Pfandbriefart gesondert geführt und vom Treuhänder überwacht. Die dort eingetragenen bzw. kraft Gesetzes dazugehörenden Werte bilden eine eigene Vermögensmasse, die nicht in die allgemeine Insolvenzmasse des Emittenten bzw. der Pfandbriefbank fallen. Zweck des Registers ist es, im Insolvenzfall die Identifizierung der zu diesem insolvenzfremden Vermögen gehörenden Werte zu ermöglichen.

Die Deckung der umlaufenden Pfandbriefe muss nach dem Barwert – unter Einbezug der Zins- und Tilgungsverpflichtungen – und nach dem Nennwert sichergestellt sein. Dass diese vorschriftsmäßige Deckung jederzeit gegeben ist, hat die Pfandbriefbank fortlaufend durch die Deckungsrechnung sicherzustellen und in nachvollziehbarer Weise zu dokumentieren.

Zur Steuerung von Zinsdeckung und Währungsinkongruenzen wurde die barwertige Deckung eingeführt: Zins- und Währungsschwankungen der Deckungsmassen und ausstehenden Pfandbriefe müssen Stress-Szenarien standhalten, deren Einzelheiten und Methodik von der BaFin durch die Pfandbrief-Barwert-Verordnung vorgegeben werden.

180 Tage-Liquiditätspuffer

Zur Sicherung der Liquidität einer Deckungsmasse fordert § 4 Abs. 1a PfandBG, dass die Pfandbriefbank für die nächsten 180 Tage einen taggenauen Abgleich der fällig werdenden Forderungen aus den Deckungswerten und Verbindlichkeiten aus ausstehenden Pfandbriefen vorzunehmen hat. Die dabei ermittelte größte kumulierte Liquiditätslücke muss durch liquide Deckungswerte gedeckt werden.

Risikosteuerung

Bereits das im allgemeinen Bankrecht vorgeschriebene Risikosteuerungssystem soll den mit dem Pfandbriefgeschäft verbundenen Risiken gerecht werden. § 27 PfandBG stellt dies klar und konkretisiert die pfandbriefspezifischen Anforderungen im Interesse der Anleger.

§ 27 Absatz 2 Satz 1 PfandBG verlangt ein System, das alle relevanten Risiken erkennen, beurteilen, steuern und überwachen kann. Genannt werden Adressenausfallrisiken, Zinsänderungs-, Währungs- sowie sonstige Marktpreisrisiken sowie operationelle und Liquiditätsrisiken. Vorgebeugt werden soll der Gefahr von Klumpenrisiken unter anderem durch Limit-Systeme, auch ist die mindestens vierteljährliche Vorlage eines Risikoberichts an den Vorstand vorgeschrieben. Dabei wird kein gesondertes Risikomanagementsystem gefordert, wenn ein für die Pfandbriefbank im Ganzen bestehendes System eine gesonderte Abbildung der spezifischen Risiken des Pfandbriefgeschäfts sicherstellt.

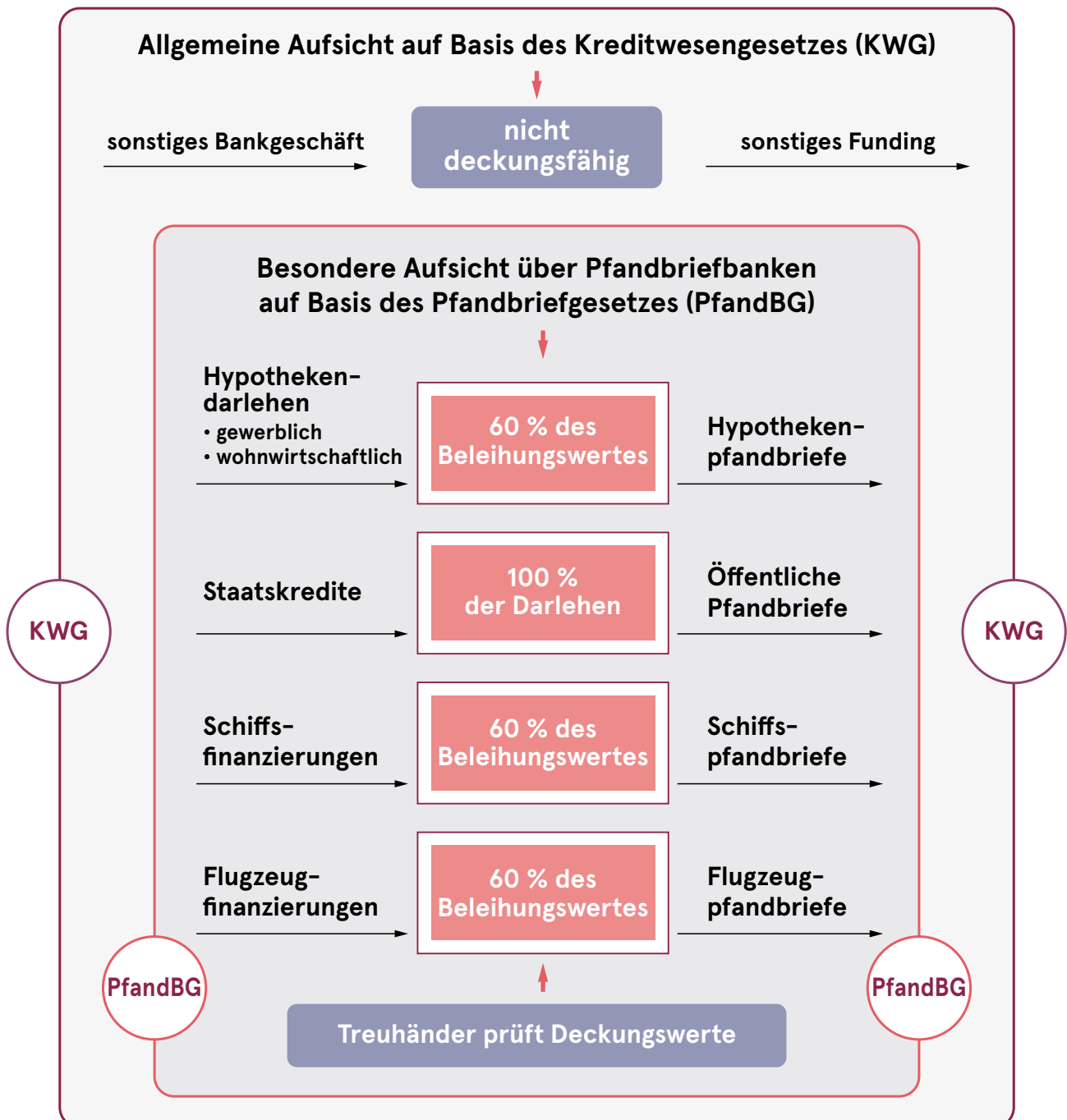
Für Geschäfte in neuen Produkten, Geschäftsarten oder auf neuen Märkten muss die Pfandbriefbank nach § 27 Absatz 2 Satz 1 PfandBG eine umfassende Risikoanalyse durchführen und dokumentieren. Eine Indeckungnahme ist erst nach Erwerb eines gefestigten Erfahrungswissens erlaubt, beim Immobilienhypothekengeschäft sogar erst nach zwei Jahren.

Pfandbriefarten

Das deutsche Recht sieht vier Arten von Pfandbriefen vor, abhängig vom zugrundeliegenden Deckungsgeschäft:

- Hypothekendarlehen zur Refinanzierung grundpfandrechtl. gesicherter Immobilienkredite,
- Öffentliche Pfandbriefe zur Refinanzierung von Krediten an den Staat oder die Kommunen oder von Krediten, die durch Garantien des Staates oder der Kommunen gesichert sind,
- Schiffspfandbriefe zur Refinanzierung von Schiffshypotheken und
- Flugzeugpfandbriefe zur Refinanzierung von Flugzeughypotheken

Struktur einer Pfandbriefbank



Hypothekendarlehen

In den §§ 12 bis 19 PfandBG sind die Anforderungen an die Deckungswerte für Hypothekendarlehen geregelt. Zulässige Deckungswerte sind grundpfandrechtlich gesicherte Forderungen, deren Werthaltigkeit sichergestellt sein muss.

Zur Deckung geeignet sind „Hypotheken“ (§ 12 Abs. 1 PfandBG). Das PfandBG spricht an vielen Stellen von „Hypothek“. Diese traditionelle Begrifflichkeit des deutschen Pfandbriefrechts ist so zu verstehen, dass der Deckungswert die grundpfandrechtlich gesicherte Darlehensforderung ist. Immobilien sind hierbei Grundstücke und grundstücksgleiche Rechte. Nach deutschem Recht ist ein Gebäude wesentlicher Bestandteil des Grundstücks, grundstücksgleiche Rechte sind z. B. das Erbbaurecht und das Wohnungseigentum.

Nach § 1 Abs. 1 Nr. 1 PfandBG muss es sich bei den zur Deckung verwendeten Grundpfandrechten um eigene Grundpfandrechte der Pfandbriefbank handeln. Allerdings erlaubt § 1 Abs. 2 PfandBG die Indeckungnahme von Grundpfandrechten, die von einem anderen, geeigneten Kreditinstitut treuhänderisch gehalten werden, sofern die Pfandbriefbank eine insolvenzfeste Stellung hat. Diese besteht, wenn die Pfandbriefbank einen Anspruch auf endgültige Übertragung des Grundpfandrechts hat und das Grundpfandrecht im Falle der Insolvenz des anderen Kreditinstituts oder bei Zwangsvollstreckungsmaßnahmen, die gegen dieses gerichtet sind, als Grundpfandrecht der Pfandbriefbank gilt. Diese Frage ist insbesondere bei Konsortial- und Portfoliofinanzierungen von großer Bedeutung, oder auch bei Pooling-Modellen.

Im deutschen Recht wird die Insolvenzfestigkeit solcher Forderungen durch das Refinanzierungsregister erreicht. An Gegenständen, die eine treuhänderisch haltende Bank in das von ihr geführte Refinanzierungsregister eingetragen hat, steht dem Begünstigten (also hier der Pfandbriefbank) im Falle der Insolvenz der Treuhänder-Bank ein Aussonderungsrecht zu.

Werden mit dem Grundstück fest verbundene Bauwerke beim Beleihungswert werterhöhend berücksichtigt, muss während der gesamten Darlehenslaufzeit sichergestellt sein, dass die Pfandbriefbank im Falle der Beschädigung oder Zerstörung des Bauwerks bei dessen Nicht-Wiederherstellung eine Entschädigungsleistung aus einer Versicherung erhält. Die Versicherung muss mindestens die nach Lage und Art des Objekts erheblichen Schadensrisiken erfassen.

Die Beleihungsobjekte müssen in einem Mitgliedstaat der Europäischen Union (EU) oder einem Mitgliedstaat des Europäischen Wirtschaftsraumes (EWR), dem Vereinigten Königreich Großbritannien und Nordirland, der Schweiz, den außereuropäischen G7-Ländern, also USA, Kanada und Japan oder Australien, Neuseeland und Singapur belegen sein.

Das Gesamtvolumen der Deckungswerte in Nicht-EU-Staaten, bei denen die Erstreckung des Insolvenzvorrechts der Pfandbriefgläubiger nicht sichergestellt ist, darf 10 % der Deckungswerte, bei denen das Vorrecht sichergestellt ist, nicht überschreiten.

Zur Sicherung der Hypothekendarlehen, insbesondere zur Erleichterung der Liquiditätssteuerung, ist die Indeckungnahme weiterer Deckungswerte, z. B. staatliche Schuldverschreibungen und Forderungen gegen Kreditinstitute, in begrenztem Umfang erlaubt.

Beleihungswert

Für den Hypothekendarlehenpfandbrief ist die Beleihungswertermittlung das wesentliche Element der Sicherheit. Grundlage für die Bewertung des Beleihungsobjekts sind § 16 PfandBG und die Beleihungswertermittlungsverordnung (kurz BelWertV).

Grundsätzlich ist eine Pfandbriefbank frei, einen Hypothekendarlehenpfandbrief in beliebiger Höhe zu geben und dies unabhängig vom Wert der Immobilie. Allerdings können die Forderungen aus Hypothekendarlehen nur bis zur Höhe von 60 % des Beleihungswertes zur Deckung von Pfandbriefen genutzt und damit durch Pfandbriefe refinanziert werden.

Öffentliche Pfandbriefe

Der Öffentliche Pfandbrief, früher auch Kommunalobligation genannt, dient der Refinanzierung von Forderungen gegen den Staat und staatliche Einrichtungen. Der wichtigste Unterschied zum Hypothekendarlehenpfandbrief besteht darin, dass die Kredite an den Staat und an die Kommunen nicht hypothekendarlehenpfandbrieflich gesichert sind, sondern auf die jederzeit gegebene Zahlungsfähigkeit der öffentlichen Hand abgestellt werden.

In § 20 PfandBG sind die Anforderungen an die Deckungswerte für Öffentliche Pfandbriefe geregelt. Bei den Deckungswerten muss es sich um Geldforderungen handeln. Zulässige Schuldner der Geldforderungen, gegen die sich diese Forderung auch unmittelbar richten muss, sind z. B. deutsche Gebietskörperschaften.

Als ausländische staatliche Schuldner sind z. B. alle Mitgliedstaaten der EU zugelassen, also die Zentralstaaten, die Zentralnotenbanken sowie Regionalverwaltungen und Gebietskörperschaften dieser Länder. Das Gleiche gilt für die EWR-Mitgliedstaaten. Wie bei den Mitgliedern der EU unterliegt die Schuldnerfähigkeit der genannten Stellen keinen weiteren Einschränkungen, etwa im Hinblick auf die Bonität des staatlichen Schuldners. Im Gegensatz dazu ist bei staatlichen Schuldnern aus der Schweiz, den USA, Japan, dem Vereinigten Königreich Großbritannien und Nordirland, und Kanada erforderlich, dass diese der Bonitätsstufe 1 zugeordnet sind, was ein bestimmtes Mindest-Rating erfordert.

Der vdp hat 2012 ein sogenanntes Bonitätsdifferenzierungsmodell erarbeitet. Dabei handelt es sich um eine freiwillige Selbstregulierung mit dem Ziel, die gesetzlichen Deckungsvorschriften um Regeln für Wertabschläge auf bonitätsschwächere Deckungsforderungen zu ergänzen. Damit sind die Pfandbriefbanken strenger als das allgemeine Bankaufsichtsrecht.

Neben den Direktforderungen sind auch Geldforderungen deckungsfähig, welche von bestimmten staatlichen Stellen gewährleistet werden, z. B. Kommunalbürgschaften. Aber auch Exportkreditversicherer mit Sitz in einem EU- oder EWR-Staat, den USA, Japan, der Schweiz, dem Vereinigten Königreich Großbritannien und Nordirland oder Kanada können unter bestimmten Voraussetzungen zulässige Gewährleistungsgeber sein.

Transparenzvorschriften

Pfandbriefbanken unterliegen weitreichenden gesetzlichen Transparenzvorschriften. Sie müssen quartalsweise umfangreiche Angaben zum Pfandbrief- wie zum Deckungsgeschäft veröffentlichen. Zweck ist die Vergleichbarkeit der Pfandbriefe und eine bestmögliche Beurteilungsmöglichkeit für Investoren.

Zusätzlich zu den Anforderungen des § 28 PfandBG haben die im vdp zusammengeschlossenen Emittenten diese Transparenz verbessert, indem sie auf der vdp-Website individuelle und aggregierte Daten in weiter verarbeitbaren Dateiformaten bereitstellen. Die meisten vdp-Mitgliedsinstitute veröffentlichen darüber hinaus auf freiwilliger Basis Transparenzdaten im HTT-Format (Transparenztemplate der EU-Covered-Bond-Branche), die ebenfalls auf der vdp-Website abrufbar sind.

Insolvenzvorrecht der Pfandbriefgläubiger

Kernstück des Pfandbriefsystems ist das Vorrecht der Pfandbriefinhaber im Falle der Insolvenz der emittierenden Pfandbriefbank. Dies ist heute geregelt in den §§ 30 bis 36a PfandBG. Grundsätzlich werden in der Insolvenz alle Verbindlichkeiten des Insolvenzschuldners fällig (§ 41 Abs. 1 Insolvenzordnung). Hiervon macht § 30 Abs. 1 S. 2 PfandBG eine Ausnahme: Die Pfandbriefe werden in der Insolvenz ihres Emittenten, also der Pfandbriefbank, nicht fällig.

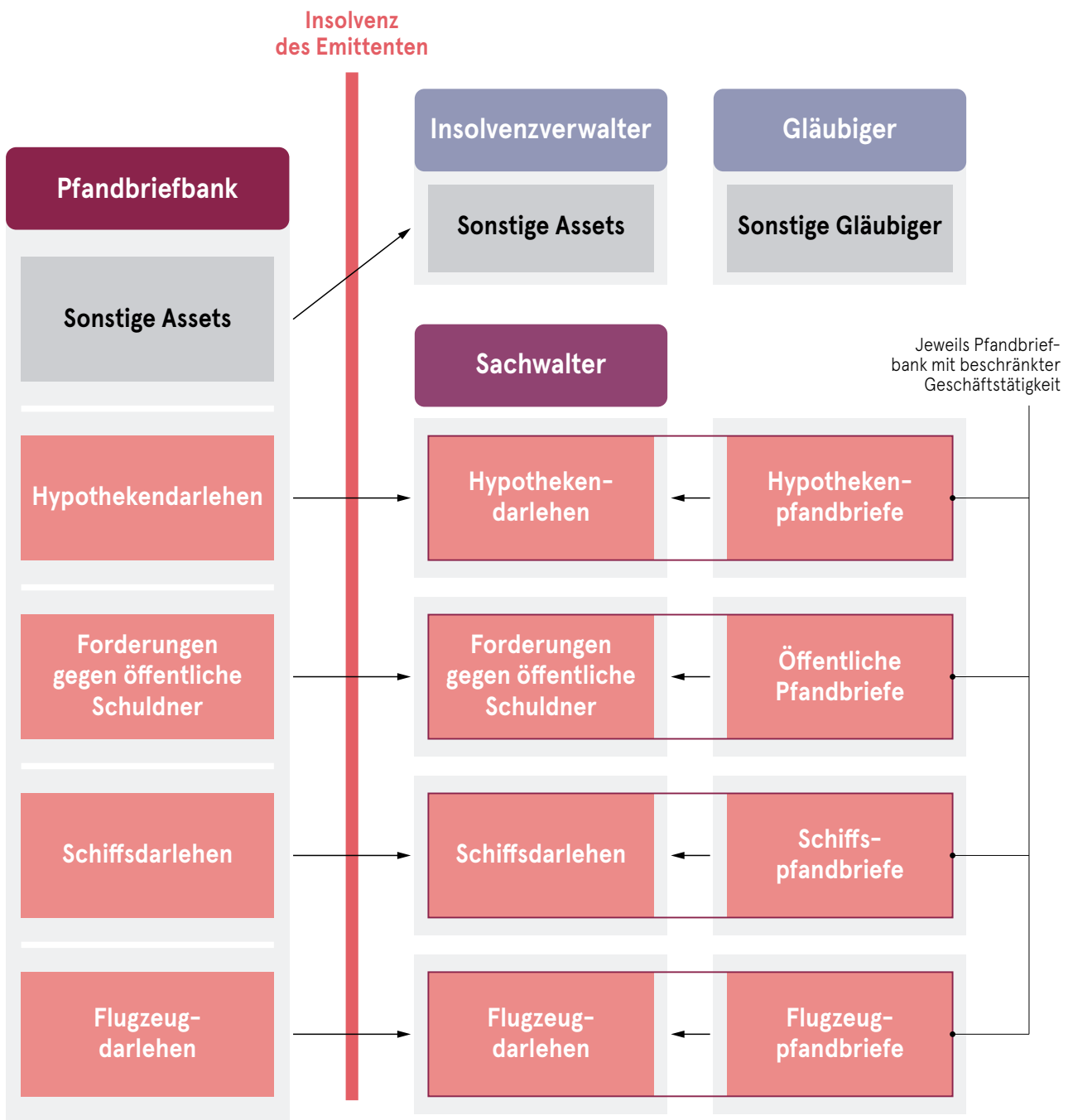
Ziel der Regelungen des Pfandbriefgesetzes ist es, dass die Pfandbriefinhaber auch im Falle der Insolvenz der Pfandbriefbank vereinbarungsgemäß die Kapital- und Zinszahlungen vollständig und fristgerecht, also vertragsgemäß erhalten.

Die Deckungsmassen und die jeweils zugehörigen Hypotheken-, Öffentlichen, Schiffs- oder Flugzeugpfandbriefe werden im Falle der Insolvenz der Pfandbriefbank nicht Teil der Insolvenzmasse der Bank, sondern bilden jeweils für jede Pfandbriefart getrennt ein „insolvenzfreies Vermögen“ der Pfandbriefbank.

Bei diesem Vermögen handelt es sich um einen besonderen Teil der Pfandbriefbank, der weder der Insolvenzordnung noch dem Insolvenzverwalter untersteht. Dieses Vermögen wird stattdessen vom „Sachwalter“ verwaltet, der im Hinblick auf die Pfandbriefe und die Deckungsmassen diesen besonderen Teil der Pfandbriefbank führt; dieser Teil wird Pfandbriefbank mit beschränkter Geschäftstätigkeit genannt. Der Sachwalter darf alle Rechtsgeschäfte mit Wirkung für die Deckungsmassen tätigen, die für eine geordnete Abwicklung im Interesse der vollständigen Befriedigung der Pfandbriefgläubiger erforderlich sind. Rechtsträger der Deckungsmassen bleibt die juristische Person Pfandbriefbank, eine gesellschaftsrechtliche Abtrennung findet nicht statt.

Allerdings erfolgt mit Eröffnung des Insolvenzverfahrens eine automatische Trennung der Vermögensmasse in einen dem Insolvenzverfahren (und dem Insolvenzverwalter der Pfandbriefbank) unterstehenden allgemeinen Teil und einen den Sondervorschriften der §§ 30 ff. des Pfandbriefgesetzes (und dem Sachwalter der Pfandbriefbank) unterliegenden Teil. Daraus folgt, dass auch der Sachwalter für die Pfandbriefbank handelt, nämlich für den nicht dem Insolvenzverfahren unterliegenden Teil.

Insolvenzvorrecht der Pfandbriefgläubiger



Fälligkeitsverschiebung

Ein Sachwalter kann die Fälligkeit einer Pfandbriefemission unter bestimmten Voraussetzungen um bis zu zwölf Monate verschieben (§ 30 Abs. 2a und 2b PfandBG). Dabei ist ein „Überholverbot“ zu beachten, wonach die Reihenfolge der Tilgung von Emissionen nicht verändert werden darf. Im ersten Monat nach Ernennung des Sachwalters darf dieser die anfallenden Zins- und Tilgungsleistungen auf das Ende dieses Zeitraumes verschieben, wobei gesetzlich unterstellt wird, dass die erforderlichen Voraussetzungen erfüllt sind. Eine Verschiebung der Tilgungsleistung über diesen ersten Monat hinaus ist nur möglich, wenn die Deckungsmasse nicht überschuldet ist, die Verschiebung notwendig ist und der Sachwalter davon ausgehen kann, dass er nach einer Verschiebung die Anleihe bedienen können. Zinsleistungen dürfen dann nicht mehr verschoben werden.

Wenn sich im Laufe der Abwicklung erweist, dass die Deckungsmasse zahlungsunfähig oder überschuldet ist, wird auf Antrag der BaFin ein gesondertes Insolvenzverfahren über das Vermögen der Pfandbriefbank mit beschränkter Geschäftstätigkeit eröffnet. Für dieses Insolvenzverfahren gilt dann das Insolvenzrecht; der Sachwalter wird durch einen Insolvenzverwalter ersetzt.

Die Pfandbriefgläubiger können einen eventuellen Ausfall im Insolvenzverfahren gegen die allgemeine Insolvenzmasse der Pfandbriefbank geltend machen.

Abwicklungsverfahren

Das Abwicklungsrecht, die EU-Richtlinie für die Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten und deren Umsetzung in das deutsche Recht durch das Sanierungs- und Abwicklungsgesetz, gibt den Abwicklungsbehörden umfangreiche Kompetenzen und stellt ihnen mehrere Abwicklungsinstrumente zur Verfügung.

Eine der Aufgaben der Abwicklungsbehörden Single Resolution Board, kurz SRB, und BaFin ist die Erstellung von Abwicklungsplänen, durch die Vorbereitungen für eine Krisensituation getroffen werden sollen. In diese Abwicklungspläne werden auch das Pfandbrief- und Deckungsgeschäft der Pfandbriefbanken einbezogen.

Zur Koordinierung von Abwicklungsrecht und Pfandbriefrecht dient § 36a des Pfandbriefgesetzes, der einige Regelungen für den Krisenfall trifft. Zudem bestimmt das Abwicklungsrecht, dass das Abwicklungsinstrument der Herunterschreibung von Verbindlichkeiten nicht für Pfandbriefe anwendbar ist, soweit sie gedeckt sind.

Sascha Kullig und **Dr. Tim Lassen**

Mitglieder der Geschäftsleitung
Verband deutscher Pfandbriefbanken (vdp)

Property Value und Covered Bonds: ein Wert für alle – oder doch lieber jeder nach seinem Rezept?

Der neue Wertbegriff „Property Value“ gemäß Art. 229 CRR markiert einen Paradigmenwechsel in der Immobilienbewertung für Zwecke der Eigenkapitalprivilegierung in Europa.

Mit der Umsetzung der Basel-III-Reformen in der CRR III wurde das bisherige Wahlrecht zwischen Marktwert und Beleihungswert für die Eigenkapitalprivilegierung durch ein einheitliches, konservatives Wertkonzept ersetzt. Der Property Value ist als nachhaltiger, vorsichtig ermittelter Wert definiert, der keine zukünftigen Preissteigerungen berücksichtigt. Für das Neugeschäft ist er seit 2025 verpflichtend anzuwenden, für Bestände gelten Übergangsfristen bis Ende 2027.

In der praktischen Umsetzung ist der Property Value weniger revolutionär, als es zunächst erscheinen mag. Vielmehr kann er sowohl auf dem Markt- als auch Beleihungswert – den langjährig etablierten Wertansätzen in der kreditwirtschaftlichen Wertermittlung – basieren. Während der Beleihungswert nach BelWertV die methodischen Anforderungen des Art. 229 (1) b) CRR erfüllt, bedarf es bei einer marktwertbasierten Ableitung zusätzlicher Anpassungsschritte.

Über ein Jahr nach seiner Einführung ist der Property Value nun gelebte Praxis. Viele Institute haben tragfähige Lösungen implementiert, häufig auf Basis marktwertbasierter Ansätze mit standardisierten Abschlägen, wie sie etwa von vdp und vdpResearch entwickelt wurden (Property Value gemäß Art. 229 (1) CRR III - vdp - Verband Deutscher Pfandbriefbanken). Gleichwohl bleibt die grundsätzliche Frage: Brauchte es diesen neuen Wertbegriff wirklich? Das bisherige Wahlrecht zwischen Markt- und Beleihungswert gekoppelt mit den Anforderungen an die Überprüfung der Werte (Art. 208 (3) CRR) hat sich – auch in Krisenzeiten – bewährt.

Vor diesem Hintergrund ist die folgende Diskussion um die Erweiterung des Anwendungsbereiches des Property Value zu sehen: Mit den Empfehlungen der Europäischen Bankenaufsichtsbehörde (EBA) vom 23.09.2025 zur Evaluierung und Überarbeitung der europäischen Covered-Bond-Richtlinie (CBD) wird nun der Property Value im Zusammenhang mit der Bewertung für Covered Bonds diskutiert. Die EBA verzichtet in diesen Empfehlungen auf eine eindeutige Festlegung und diskutiert stattdessen zwei Optionen: eine Angleichung der CBD an die CRR mit Anwendung des Property Value oder die Beibehaltung des Wahlrechts zwischen Markt- und Beleihungswert der jetzigen CBD bei gleichzeitiger Nutzung des Property Value für Eigenkapitalzwecke.

Damit wird ein grundlegender Zielkonflikt sichtbar. Eine Harmonisierung auf den Property Value würde die Vergleichbarkeit innerhalb der EU stärken. Gleichzeitig würde sie jedoch in gewachsene nationale Covered-Bond-Systeme eingreifen. Gerade hier sind Marktwert und Beleihungswert fest verankert – und haben sich als verlässliche Grundlagen bewährt. Der Bedarf für eine Umstellung ist nicht offensichtlich. Provokant gefragt: Wäre nicht auch der umgekehrte Weg denkbar? Eine Rückkehr zum Wahlrecht zwischen Markt- und Beleihungswert für die Eigenkapitalprivilegierung könnte CRR und CBD ebenfalls wieder hinsichtlich der Immobilienbewertung in Einklang bringen. Dies würde allerdings den Harmonisierungsanspruch des Property Value relativieren.

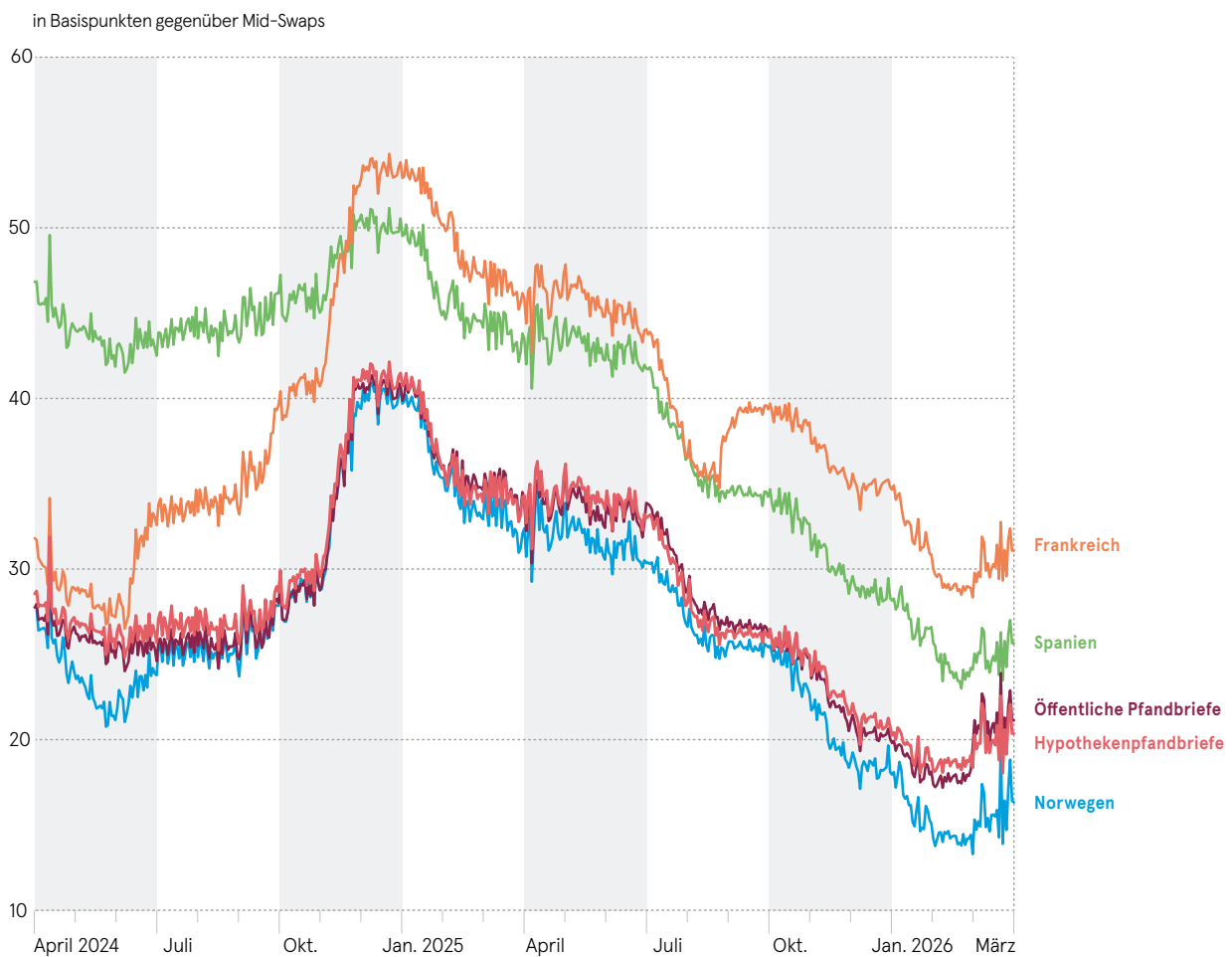
Aus deutscher Perspektive würde eine Einführung des Property Value in die CBD zunächst nichts ändern. Der Beleihungswert nach BelWertV ist eine Umsetzungsvariante des Property Value. Der etablierte Bewertungsansatz bliebe für die Bewertung der Deckungswerte für Pfandbriefe somit erhalten.

Annett Wünsche, Mitglied der vdp-Geschäftsleitung und Bereichsleiterin Bewertung

Zahlen & Fakten

COVERED BOND SPREADS IM VERGLEICH

- **Pfandbrief-Spreads 2025:** Spread-Verengung um ca. 20 Basispunkte
- **Pfandbrief unverändert Premium**, aber nicht mehr teuerstes Produkt innerhalb der Covered-Bond-Familie

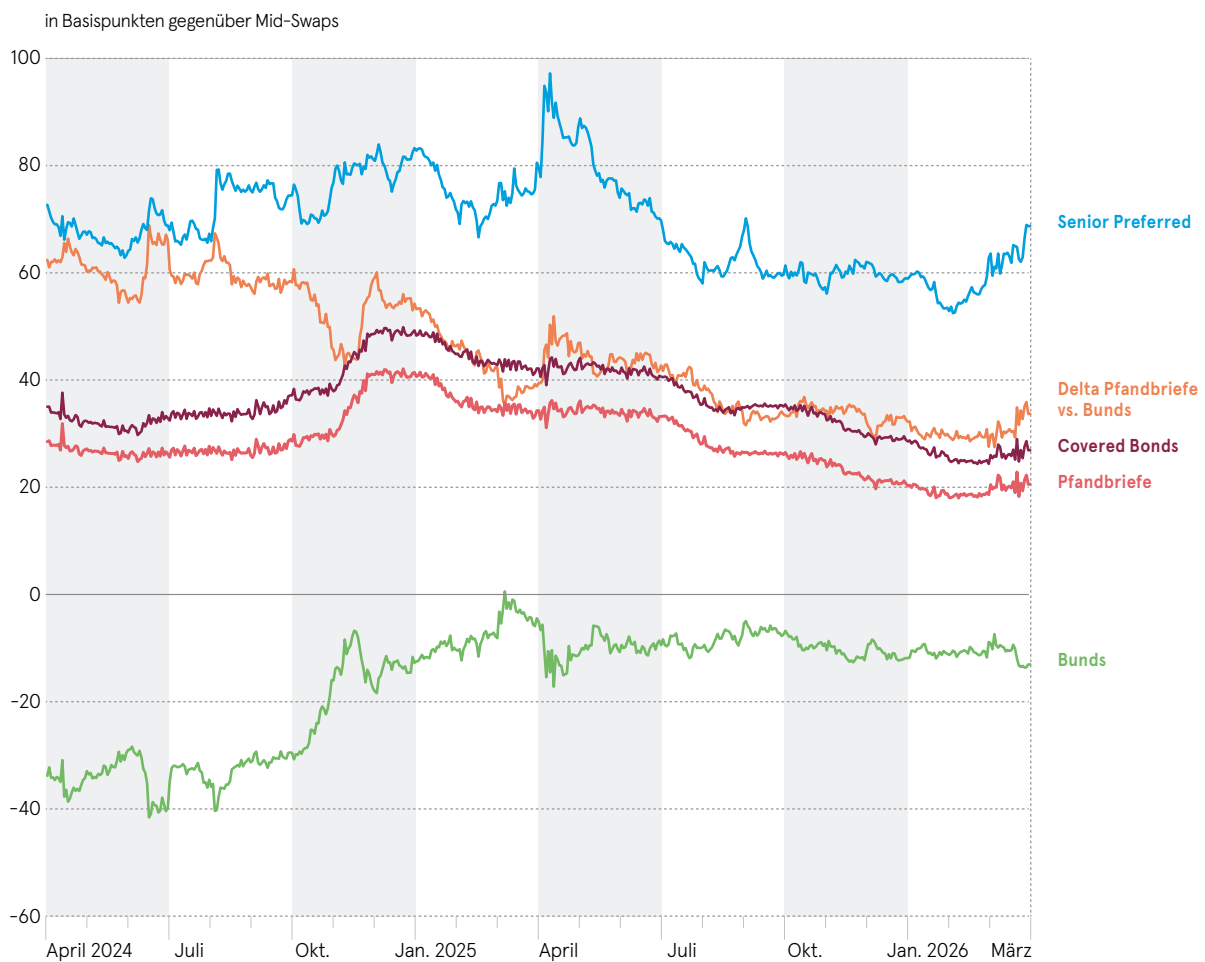


Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Zahlen & Fakten

PFANDBRIEFE IM VERGLEICH

- **Pfandbriefe stellen unverändert traditionelle Krisen-Resilienz unter Beweis.**
- **Deutliche Einengung** der Spreads für unbesicherte Bankanleihen **zeigt Vertrauen** in die Pfandbriefbanken.



Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Zahlen & Fakten

EMISSIONEN NACHHALTIGER PFANDBRIEFE

- **Umlauf steigt auf 33 Mrd. Euro**
- Deckungsstockfähige Kredite begrenzender Faktor

in Mrd. €	Neuemissionen			
	2022	2023	2024	2025
Nachhaltige Pfandbriefe insgesamt	9,5	8,5	7,1	4,7
Grüne Pfandbriefe	8,0	6,7	5,4	3,9
Soziale Pfandbriefe	1,5	1,8	1,7	0,8

in Mrd. €	Umlauf (Ultimo)			
	2022	2023	2024	2025
Nachhaltige Pfandbriefe insgesamt	17,7	24,1	30,5	33,0
Grüne Pfandbriefe	14,7	19,9	24,5	26,2
Soziale Pfandbriefe	2,5	4,2	6,0	6,8

in Mrd. €	Anzahl Emittenten ¹ (Ultimo)			
	2022	2023	2024	2025
Nachhaltige Pfandbriefe insgesamt	12	13	14	14
Grüne Pfandbriefe	10	11	12	13
Soziale Pfandbriefe	3	3	2	3

1 _ DKB emittiert nur Soziale Pfandbriefe; LBBW und SaarLB haben Grüne und Soziale Pfandbriefe begeben.

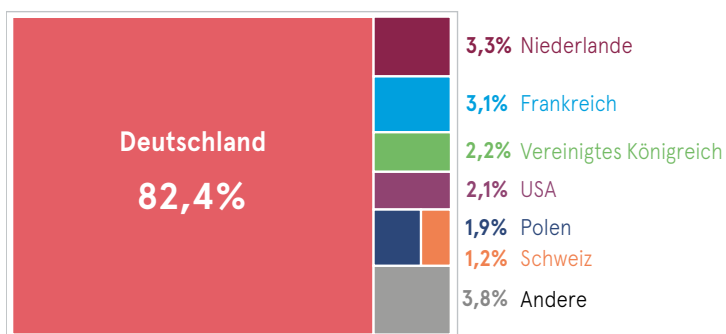
Zahlen & Fakten

STRUKTUR DER DECKUNGSMASSEN (vdp-Mitgliedsinstitute)

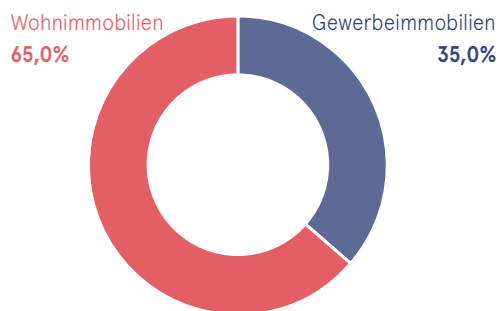
Deckungswerte 2025

Hypothekendarlehen

nur ordentliche Deckung, nach Ländern¹



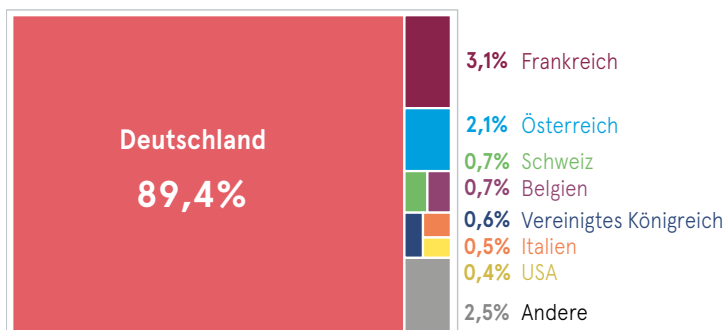
nach Objektarten



¹ - Rundungsdifferenzen möglich

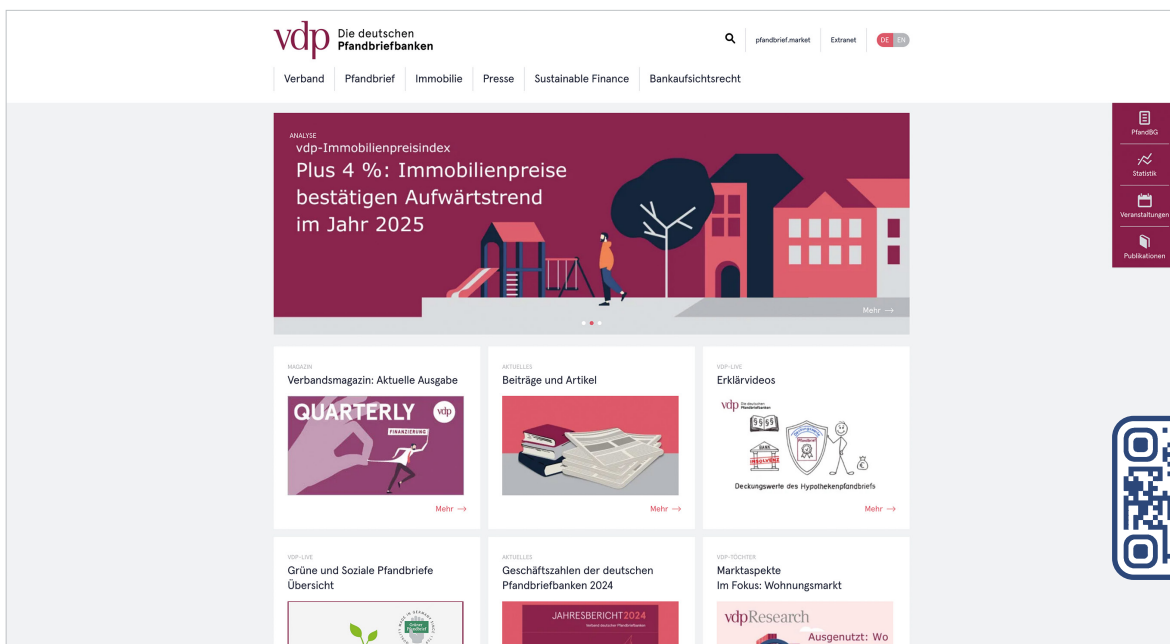
Öffentliche Pfandbriefe

nur ordentliche Deckung

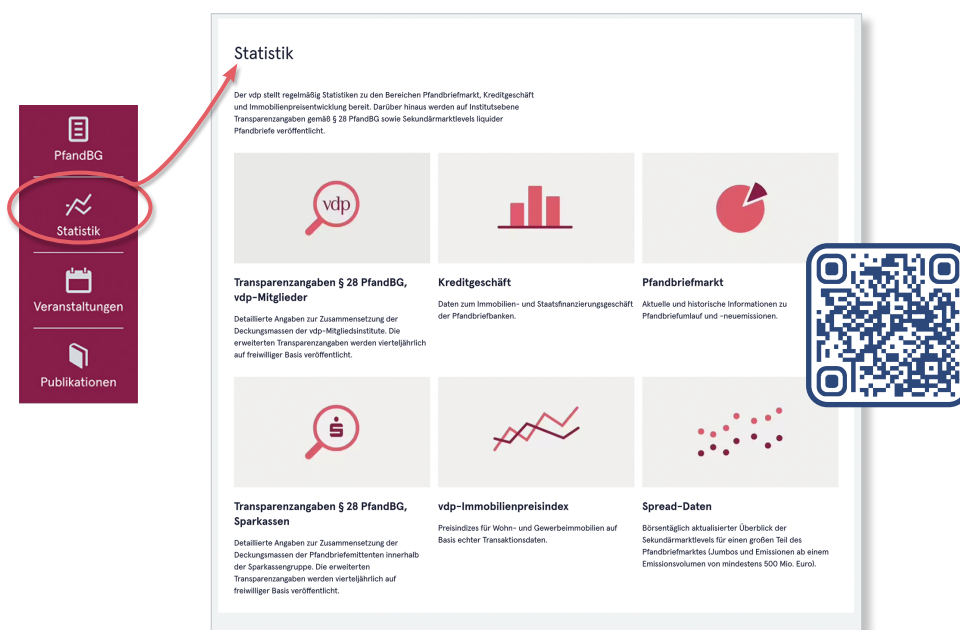


Informationsangebot des vdp für Pfandbrief-Investoren

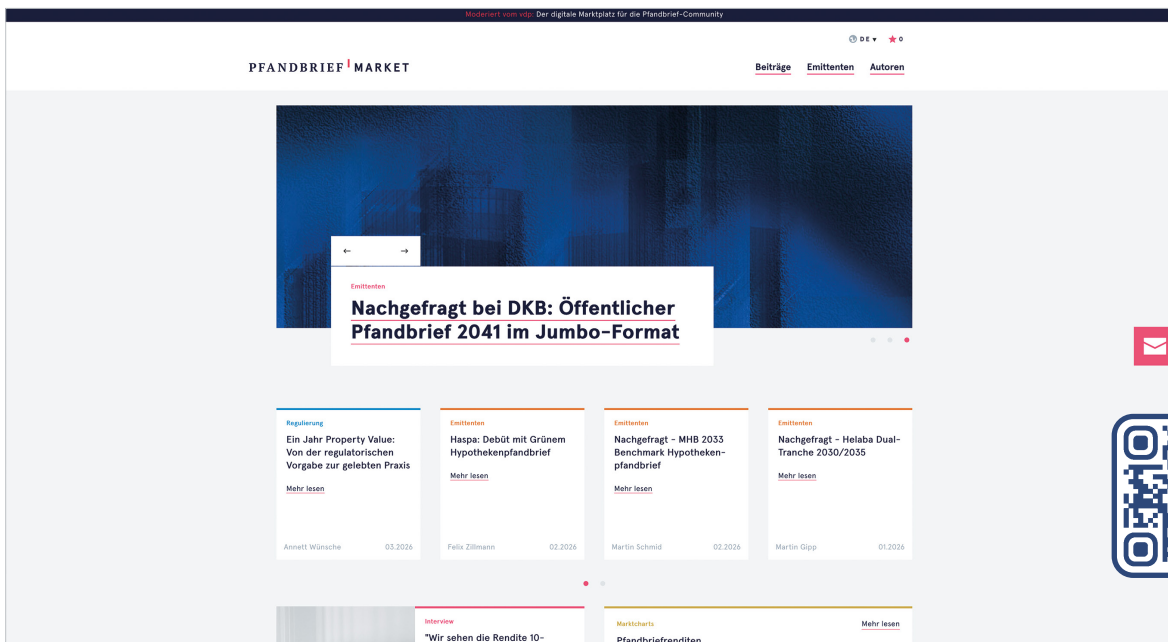
vdp Webseite [pfandbrief.de](https://www.pfandbrief.de) mit aktuellen Informationen, Publikationen und Veranstaltungsterminen



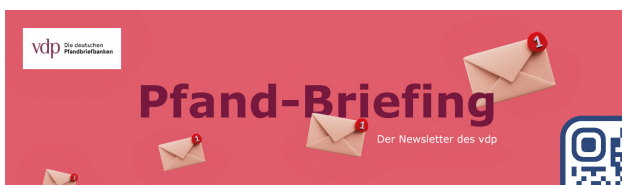
Kategorie mit Statistiken zu Transparenzabgaben § 28, dem Pfandbriefmarkt und Spread-Daten, direkt erreichbar über „Statistiken“ in der Seitenleiste auf der Startseite.



PfandbriefMarket: die digitale Plattform des vdp für die Pfandbrief-Community – Fakten, News und Analysen zum Pfandbrief



Pfand-Briefing: der 14-tägige Newsletter des Verbandes – alle News zu den Themen Pfandbrief, Immobilien und Regulatorik



QUARTERLY: das vierteljährliche Magazin des Verbandes – Beiträge zum Pfandbrief- und Immobilienmarkt, aktuellen Themen aus Brüssel, den Mitgliedsinstituten und vdp Tochterunternehmen



vdp-Mitglieder auf einen Blick



Ansprechpartner und Impressum

Ihre Ansprechpartner im Bereich Pfandbrief, Kapitalmarkt und Investor Relations



Sascha Kullig

Mitglied der Geschäftsleitung
und Bereichsleiter Pfandbrief,
Kapitalmarkt, Investor Relations;
Koordinator Sustainable Finance

Georgenstraße 21
10117 Berlin
kullig@pfandbrief.de



Sascha Asfandiar

Stellvertretender Bereichsleiter
Pfandbrief, Kapitalmarkt,
Investor Relations

Georgenstraße 21
10117 Berlin
asfandiar@pfandbrief.de



Steffen Stachna

Senior Manager
Pfandbrief, Kapitalmarkt,
Investor Relations

Georgenstraße 21
10117 Berlin
stachna@pfandbrief.de



Christian Walburg

Manager
Pfandbrief, Kapitalmarkt,
Investor Relations

Georgenstraße 21
10117 Berlin
walburg@pfandbrief.de

Impressum

Herausgeber:

Verband deutscher Pfandbriefbanken e.V. (vdp)
Georgenstraße 21, 10117 Berlin
www.pfandbrief.de

Der **Verband deutscher Pfandbriefbanken (vdp)** ist einer der fünf Spitzenverbände der Deutschen Kreditwirtschaft (DK). Er repräsentiert die bedeutendsten Kreditinstitute für die Wohn- und Gewerbeimmobilienfinanzierung sowie für die Kommunal- und Staatsfinanzierung. Besonders im Fokus des vdp steht die Interessenvertretung für den Pfandbrief.

Diese Publikation stellt nur allgemeine und unverbindliche Informationen bereit. Der Verband deutscher Pfandbriefbanken (vdp) und seine Mitarbeiter:innen haften nicht für die Nutzung von Informationen aus dieser Veröffentlichung. Obwohl diese mit großer Sorgfalt erstellt worden ist, kann für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität keine Gewähr übernommen werden. Die Nutzung der in der Publikation enthaltenen Angaben erfolgt auf eigene Verantwortung der Verwender:innen.

Redaktion:

Carsten Dickhut (verantwortlich), Horst Bertram, Cosima Luettko, Steffen Stachna

Gestaltung und Realisation:

 igrafik.de

Fotos:

Adobe Stock, Thanate (Titel); Caro Hoene, Lotte Ostermann

vdp Die deutschen
Pfandbriefbanken

www.pfandbrief.de

<https://pfandbrief.market/>