

STANDPUNKT JULI 2026

Mehr Sicherheit in Zeiten extremer Unsicherheit –

Die Globalisierung des (deutschen) Pfandbriefs

Editor:
Werner Krämer
Managing Director
Macro-Economic Analyst

LAZARD
ASSET MANAGEMENT

©2026. Herausgeber: Lazard Asset Management (Deutschland) GmbH, Neue Mainzer Straße 75, 60311 Frankfurt am Main, Deutschland (Selbstverlag).
Alle Rechte vorbehalten.

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Marketingzwecken und ist nur zur Verwendung durch professionelle Anleger bestimmt.

Dieses Dokument gibt die Ansicht von Lazard Asset Management LLC, Lazard Frères Gestion oder verbundener Unternehmen ("Lazard") wieder und beruht auf Informationen, die zum Zeitpunkt der Veröffentlichung als verlässlich eingeschätzt wurden. Es kann jedoch keine Zusicherung gegeben werden, dass geäußerte Prognosen oder Annahmen tatsächlich eintreten. Dieses Dokument wird von Lazard Asset Management LLC oder verbundenen Unternehmen ("Lazard") ausschließlich für informative Zwecke zur Verfügung gestellt. Keine Aussagen in diesem Dokument stellen eine Anlageberatung oder eine Empfehlung zum Handel eines Wertpapiers, Derivates, Sachwertes oder sonstigen Vermögenswerten oder einer Investmentdienstleistung dar. Anlagen in Wertpapiere, Derivate und Sachwerten enthalten Risiken, die sich unter anderem in Preisschwankungen äußern und zu Verlusten führen können. Bestimmte Vermögenswerte, die in Lazards Portfolios gehalten werden, insbesondere im Falle sogenannter Alternativer Investmentfonds, enthalten höhere Risiken und die Wertschwankungen können größer ausfallen als bei anderen Vermögenswerten. Dementsprechend können einzelne Vermögenswerte nur an weniger liquiden oder effizienten Märkten gehandelt werden, was die Wertentwicklung der Portfolios negativ beeinflussen kann. Die vergangene Wertentwicklung erlaubt keine Prognose der zukünftigen Wertentwicklung. Alle Ansichten, die hier geäußert wurden, können sich jederzeit ändern und von denen anderer Mitarbeiter von Lazard abweichen.

Dieses Dokument darf nur durch Personen zur Kenntnis genommen werden, die sich in einem Land aufhalten, in welchem die Verbreitung dieses Dokuments im Einklang mit dem örtlichen Recht zulässig ist und im Einklang steht mit den von Lazard gehaltenen lokalen Registrierungen.

Bitte informieren Sie sich auf www.lazardassetmanagement.com über die jeweiligen Gesellschaften der Lazard Gruppe, die dieses Dokument herausgegeben haben und den Umfang der jeweiligen erlaubten Tätigkeiten.

Kernpunkte

- Die Kapitalmärkte sind seit vielen Jahren durch Ungleichgewichte am Markt für sichere Kapitalanlagen gekennzeichnet. Während im Zuge der Globalisierung die Nachfrage nach Vermögensbeständen, die sicher angelegt werden sollen, weltweit stark gewachsen ist, ist das Angebot an sicheren Assets eng begrenzt, denn Sicherheit ist im Gegensatz zum Vermögen nicht beliebig vermehrbar. Insbesondere hat die global wachsende Staatsverschuldung das Volumen der Staatsanleihen, die heute noch als sicher angesehen werden, deutlich reduziert.

- Dies weckt Aufmerksamkeit für Assetklassen, denen man eine gewisse logische Sicherheit zuordnen kann. Dazu gehören Pfandbriefe bzw. Covered Bonds. Deren Kernqualität ist die doppelte Besicherung durch die emittierende Pfandbriefbank als Schuldner des Pfandbriefs einerseits und im Falle einer Insolvenz der Bank durch den Deckungsstock andererseits.

- Die große Leistung des deutschen Pfandbriefs ist, dass er mit der Symbolik der „verbrieften Sicherheit“ auf andere Länder der Welt ausgestrahlt hat. Mittlerweile gibt es fast in allen europäischen Ländern, aber auch in einigen Ländern außerhalb Europas, der Grundkonzeption des deutschen Pfandbriefs nachempfundene Covered Bond-Märkte. Die Covered Bond-Märkte Frankreich sind in den Rentenindizes und Indexbenchmarks für Covered Bond-Investments sogar höher gewichtet als der deutsche Pfandbrief.

- Covered Bonds erweisen sich in einer historischen Risiko-Ertrags-Analyse als Wertpapiere, die trotz eines im Durchschnitt höheren Ratings und einer niedrigeren Duration bzw. Volatilität einen Renditeaufschlag (OAS-Spread) zu Staatsanleihen bieten und daher eine höhere Sharpe Ratio aufweisen als die Papiere in den Staatsanleihenindizes. Faktoren, welche die Entscheidung für Covered Bonds erschweren, sind die höhere Komplexheit und die trotz deutlicher Verbesserungen optimierbare Transparenz der Märkte, die Vielfalt der Rechtsrahmen und die geringere Liquidität, insbesondere in der Zeit der massiven Käufe von Covered Bonds durch die EZB im Rahmen ihres CBPP3 seit 2014.

- Aufgrund der Globalisierung der Covered Bonds empfiehlt sich dieser Markt wegen seiner Komplexheit und Vielfalt für aktives Portfoliomanagement, das die Tücken eines uneinheitlichen und fragmentierten Hypothekenbankwesens berücksichtigt.

- Lazard Asset Management managed seit 1999 eine Vielzahl von Covered Bonds-Portfolios, sowohl in reinen Covered Bond-Mandaten als auch in Multi-Sektor-Strategien. Covered Bonds konnten in dieser Zeit während aller Marktphasen einen signifikanten, stabilen Beitrag zur risiko-adjustierten Performance liefern. Covered Bonds wurden so zu einem elementaren Bestandteil diversifizierter Rentenportfolios.

Mehr Sicherheit in Zeiten extremer Unsicherheit – Die Globalisierung des (deutschen) Pfandbriefs

Die Kapitalmärkte sind seit vielen Jahren durch Ungleichgewichte am Markt für sichere Kapitalanlagen gekennzeichnet. Während m Zuge der Globalisierung die Nachfrage nach Vermögensbeständen, die sicher angelegt werden sollen, weltweit stark gewachsen ist, ist das Angebot an sicheren Assets eng begrenzt, denn Sicherheit ist im Gegensatz zum Vermögen nicht beliebig vermehrbar.

Dies führt – verstärkt durch die jahrelangen Wertpapierkaufprogramme der großen Zentralbanken und restriktive Regulatoren – zu einer permanenten Überschussnachfrage nach sicheren Kapitalanlagen („Anlagenotstand"), was im letzten Jahrzehnt phasenweise eine nahezu systemische Überbewertung sicherer Assets ausgelöst hat.[1]

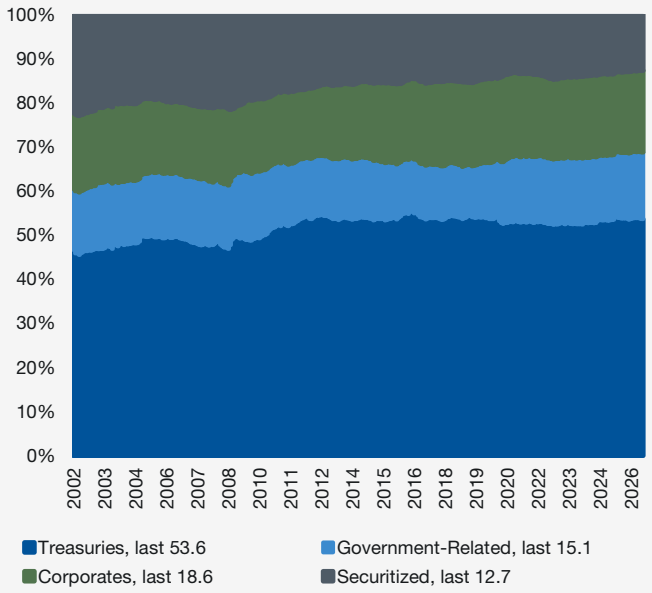
Angesichts steigender Vermögensbestände weltweit dürfte die Nachfrage nach sicheren Anlagen weiter steigen. Auf der anderen Seite geht das Angebot an sicheren Anlagen zurück, weil kaum noch irgendetwas als sicher erscheint.

Die explodierende globale Staatsverschuldung – angefangen in den USA über Japan und China bis hin nach Europa – hat deutlich gemacht, dass einige noch vor wenigen Jahren unumstrittene Glaubenssätze wie die Unantastbarkeit der Kreditqualität der großen OECD-Länder mittlerweile nicht mehr gelten. Selbst die USA, Großbritannien, Frankreich und viele andere EU-Länder haben in den letzten Jahren ihr AAA-Rating verloren, so dass nur noch ganz wenige, oft kleinere, Länder ihr AAA-Rating behalten haben. Im Bloomberg Global Aggregate, dem bekanntesten globalen Anleihenindex für Anleihen mit Investmentqualität, ist der Anteil von AAA-gerateten Assets, der noch 2005 fast bei 60 % lag, auf zuletzt nur noch 12,3 % gefallen.

Die Masse der Kapitalanlagen muss sich angesichts der Volumenbegrenztheit der „Safe Havens" im Staatsanleihensegment allmählich an anderen Vermögensklassen ausrichten, denen man trotz gewisser Einschränkungen eine solide Grundsicherheit zuspricht. Pfandbriefe (bzw. im internationalen Kontext (Covered Bonds) gehören hierbei aus unserer Sicht zu den zu präferierenden Assetklassen mit extrem hoher Kreditqualität, auch wenn das Volumen der Verbriefungsmärkte weltweit im letzten Jahrzehnt stagniert hat (vgl. Abbildung 1 und Abbildung 2).[2]

Abbildung 1

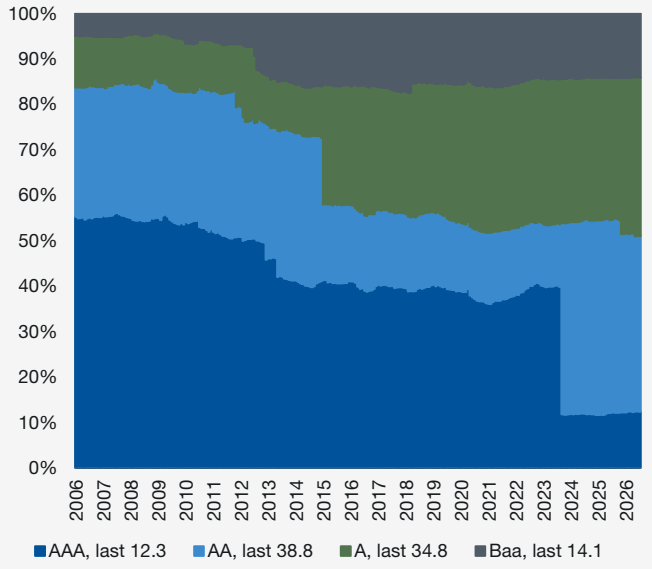
Sektorverteilung des Bloomberg Global Agg



Stand: 17. Juni 2026. LSEG Datastream

Abbildung 2

Ratingverteilung des Bloomberg Barclays Global Agg



Stand: 17. Juni 2026. LSEG Datastream

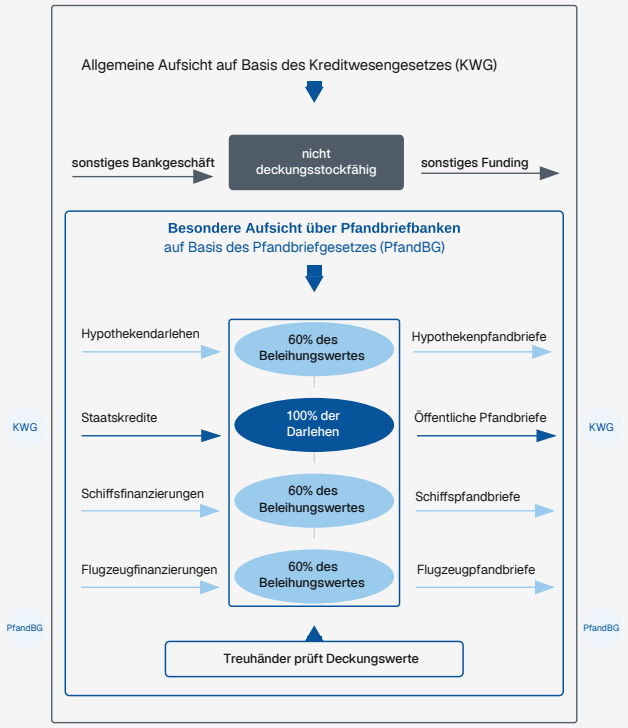
Der Charme der doppelten Besicherung

Pfandbriefe (bzw. Covered Bonds) sind gedeckte, verzinsliche Schuldverschreibungen, die von Kreditinstituten, die eine Erlaubnis zur Ausübung des Pfandbriefgeschäfts haben (Pfandbriefbanken), auf Basis des deutschen Pfandbriefgesetzes (2005) emittiert und am Kapitalmarkt platziert werden. Sie dienen zur Refinanzierung von Forderungen gegen staatliche Stellen (öffentliche Pfandbriefe) oder bestimmter, durch Grundpfandrechte Hypothekenpfandbriefe), Schiffshypotheken (Schiffspfandbriefe) und Flugzeughypotheken (Flugzeugpfandbriefe) besicherter Kredite.[3]

Zur Beurteilung der Qualität und Sicherheit der Pfandbriefe ist ein Blick auf die Struktur und Funktionalität der Pfandbriefbanken von Bedeutung. Die Pfandbriefbank vergibt Immobilien-, Schiffs-, Flugzeug- und Kommunalkredite und nimmt diese auf die Bilanz. Die nach dem Pfandbriefgesetz deckungsfähigen Kredite (inkl. Sicherheiten) werden in ein nach der jeweiligen Pfandbriefgattung gesondertes Deckungsregister eingetragen und von einem – in Deutschland von der BaFin bestellten, aber nicht an deren Weisungen gebundenen – Treuhänder überwacht, dem damit die Rolle eines unabhängigen Kontrollorgans zukommt.[4] Die Gesamtheit der Deckungswerte wird Deckungsmasse genannt, auf deren Basis die Pfandbriefe emittiert werden. (vgl. Abbildung 3).[5]

Abbildung 3

Struktur einer Pfandbriefbank



Quelle: Der Pandbrief 2026, 2027; vdp

Dabei sind die Deckungsmassen der Pfandbriefe dynamisch gestaltet in dem Sinne, dass ihre Zusammensetzung sich im Zeitablauf entsprechend der Fälligkeiten und neu hereingenommener Deckungswerte der Pfandbriefbank verändert.

Die Deckungsmassen werden zur jederzeitigen Einhaltung der Deckungskongruenz aktiv verwaltet, wenn Kredite getilgt, durch neue ersetzt oder neues Geschäft hereingenommen wird, um die Emission neuer Pfandbriefe zu ermöglichen. Die Risiken im Pfandbriefpool müssen gemäß Pfandbriefgesetz identifiziert, gesteuert und überwacht werden.

Die Pfandbriefbanken müssen bestimmte Angaben über die Deckungswerte im Pool regelmäßig veröffentlichen und transparent machen (§ 28 PfandBG).

Ergänzend zu den rein gesetzlichen Vorschriften haben die deutschen Pfandbriefemittenten im Jahr 2009 über ihren vdp (Verband deutscher Pfandbriefbanken) eine permanente Transparenzinitiative gestartet, um den Investoren durch die Entwicklung eines einheitlichen Verständnisses über die Interpretation von § 28 PfandBG einen normierten und vereinfachten Zugang zu den gewünschten Informationen zu den Deckungsstöcken zu ermöglichen.[6]

Auch aus regulatorischer Sicht wurde das Thema „Transparenz“ im Zusammenhang mit der gewünschten Harmonisierung der Covered Bond-Regime im Rahmen der angestrebten Kapitalmarktunion wichtiger.[7] So hatten die EU-Kommission und die EBA in Konsultationspapieren die Transparenz und Standardisierung in Bezug auf die Deckungsmassen und die rechtlichen Strukturen der bestehenden Covered Bonds angesprochen.

Auf europäischer Ebene wurden im European Covered Bonds Council (ECBC) Formblätter für die länderübergreifende, einheitliche Darstellung der Transparenzdaten für den Markt – das Harmonized Transparency Template – entwickelt, das zukünftig schrittweise von allen werden soll.[8]

Was über viele Jahre lediglich angestrebt war, ist mittlerweile umgesetzt: Mit der EU-Covered-Bond-Richtlinie (Richtlinie (EU) 2019/2162) und der ergänzenden Verordnung (EU) 2019/2160 wurde ein einheitlicher europäischer Mindestrahmen für gedeckte Schuldverschreibungen geschaffen, der spätestens ab dem 8. Juli 2022 anzuwenden war – in Deutschland umgesetzt über eine Novelle des Pfandbriefgesetzes. Eingeführt wurden insbesondere die geschützten Gütesiegel „European Covered Bond“ und „European Covered Bond (Premium)“ – Letzteres knüpft an die Anforderungen des Artikels 129 der Eigenkapitalverordnung (CRR) an –, ein gesetzlich verankerter Liquiditätspuffer für die maximalen kumulierten Netto-Abflüsse der kommenden 180 Tage sowie EU-weit verbindliche Mindeststandards für Doppelbesicherung (Dual Recourse), Insolvenzferne der Deckungsmasse und Deckungsmassentrennung.

Für etablierte Märkte wie den deutschen Pfandbrief war der Anpassungsbedarf gering, da die nationalen Regime die Anforderungen weitgehend bereits erfüllten. Stärker wirkte die Richtlinie dort, wo sie strengere Anforderungen an verlängerbare Fälligkeitsstrukturen stellt: Verlängerungen dürfen nicht im Ermessen des Emittenten liegen, sondern müssen an objektiv bestimmte Auslöser gebunden sein – was insbesondere Conditional-Pass-Through-Strukturen in der Praxis zurückgedrängt hat. Außerhalb der EU emittierende Länder wie Kanada, Australien oder Singapur fallen nicht unter die Richtlinie, orientieren sich aber zunehmend an vergleichbaren Standards, auch um für europäische Investoren die regulatorisch bevorzugte Behandlung zu ermöglichen.

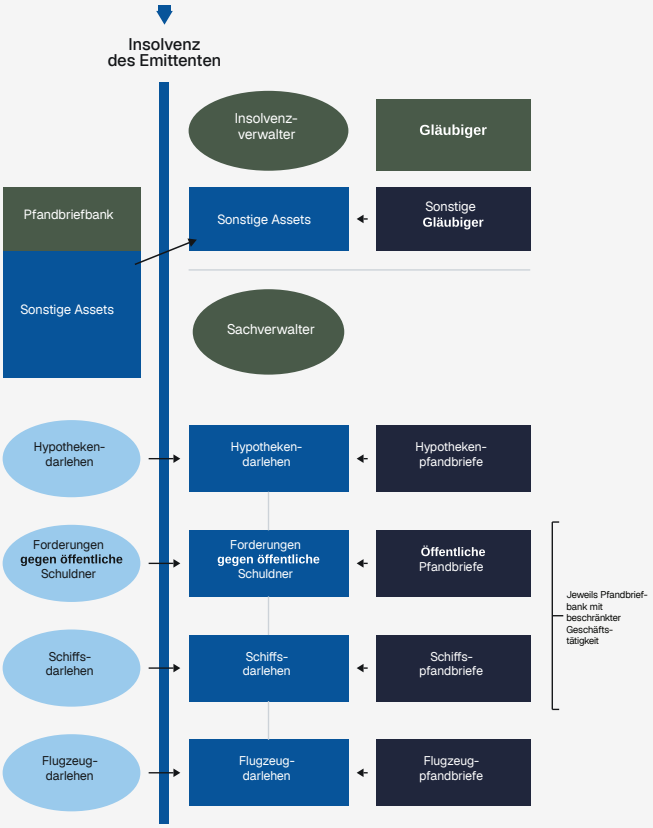
Die eigentliche Bedeutung der Harmonisierung liegt damit weniger in der Veränderung einzelner Märkte als darin, dass das europaweite Sicherheits- und Transparenzniveau insgesamt gestiegen ist und die Vergleichbarkeit der zuvor stark fragmentierten Covered-Bond-Märkte deutlich verbessert wurde.

Die eigentliche Kernqualität der Pfandbriefe und ihr Unterscheidungsmerkmal zu anderen Assetklassen ist die doppelte Besicherung eines Pfandbriefes durch die emittierende Pfandbriefbank als Schuldner des Pfandbriefs einerseits und im Falle einer Insolvenz der Bank durch den Deckungsstock andererseits (vgl. Abbildung 4).

Im Falle einer Insolvenz der Emissionsbank gilt gemäß Pfandbriefgesetz ein fester Notfallplan.[10] Die Pfandbriefe und Deckungsmassen werden nicht Teil der Insolvenzmasse, sondern gesondert verwaltet, so dass der Insolvenzverwalter auf sie keinen Zugriff hat. Die Pfandbriefe werden nicht vorzeitig fällig und die Deckungsstöcke, die im Insolvenzfall rechtlich zu „einem besonderen Teil der Pfandbriefbank“, zur „Pfandbriefbank mit beschränkter Geschäftstätigkeit“ werden, stehen vorrangig den Pfandbriefgläubigern zur Befriedigung ihrer Forderungen zur Verfügung. Sie sind von der Insolvenz der Pfandbriefbank nicht betroffen.

Abbildung 4

Insolvenzrecht der Pfandbriefgläubiger



Stand: 2016 - 2027; Quelle: Der Pfandbrief 2026, 2027; vdp

Eigenheiten des deutschen Pfandbriefmarktes

Für den deutschen Markt von besonderer Bedeutung war zumindest in der Vergangenheit die Unterscheidung zwischen öffentlichen Pfandbriefen („Public Pfandbriefe“) und Hypothekenpfandbriefen („Mortgage Pfandbriefe“), da diese beiden Pfandbrieftypen über Jahrzehnte den Löwenanteil deutscher Pfandbriefe ausmachten.

Historisch bildete der Kredit an die Öffentliche Hand den Schwerpunkt der Pfandbriefverbriefungen und war in starkem Maße ein Geschäftsfeld der deutschen Landesbanken.

Im letzten Jahrzehnt sind das Volumen des Staatsfinanzierungsgeschäfts und damit auch die Emissionsvolumina von öffentlichen Pfandbriefen stark zurückgegangen. Das liegt zum einen an den geringen Margen des Geschäfts mit der Öffentlichen Hand, was in Zeiten detaillierterer Risikobetrachtung und eines wachsenden Drucks der Bankengesetzgebung die Vergabe von Staatskrediten durch Banken unattraktiv gemacht hat.

Dieser allmähliche Erosionsprozess der öffentlichen Pfandbriefe hat sich nach dem Wegfall der Gewährträgerhaftung für die Landesbanken zum Juli 2005 stärker beschleunigt, denn durch das Fehlen der staatlichen Garantiemechanismen für Landesbanken sind deren Papiere nicht mehr deckungsfähig für den öffentlichen Pfandbrief. Landesbanken-Schuldscheine waren aber historisch ein nennenswerter Bestandteil in den Deckungsmassen öffentlicher Pfandbriefe.[11]

Schließlich ist zu erwähnen, dass die starke Expansion öffentlicher Banken wie EIB oder KfW bei der Finanzierung großer Infrastrukturprojekte viele ehemals durch öffentliche Pfandbriefe refinanzierte Bankkredite ersetzt hat, so dass man von einem „Crowding Out“ privater durch staatliche Kredite sprechen kann.

Der Rückgang der Neuemissionen öffentlicher Pfandbriefe und relativ starke Tilgungen auslaufender Emissionen sind im Wesentlichen dafür verantwortlich, dass der deutsche Pfandbriefmarkt in den letzten beiden Jahrzehnten stark geschrumpft ist. Noch zur Jahrtausendwende lag das Marktvolumen der deutschen Pfandbriefe bei rund 1000 Mrd. Euro und ist bis zum Ende 2016 auf rund 200 Mrd. Euro geschrumpft, bevor das Segment Hypothekenpfandbriefe in den letzten Jahren wieder stärker gewachsen ist (vgl. Abbildung 5).[12]

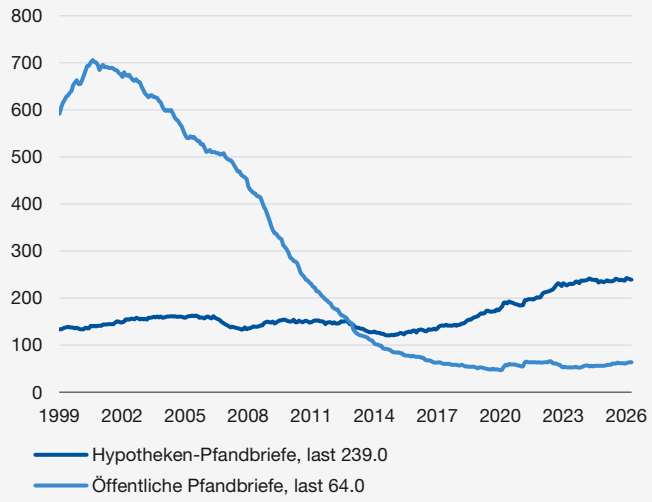
Hervorzuheben ist im deutschen Markt die Unterscheidung zwischen Inhaberpapieren („Bearer Pfandbriefe“) und Namenspapieren („Registered Pfandbriefe“). Fungible Anleihen sind lediglich die Inhaberpfandbriefe. Namenspapiere sind hingegen (oft kleinvolumige) Wertpapiere, auf denen der Name des Rechtsinhabers notiert ist und bei denen lediglich diese Person die Berechtigungen des Papiers wahrnehmen kann. Dies macht Handel und Settlement der Namenspapiere aufwändiger.

Die Namenspapiere stellen für manche inländische Investorengruppen (wie z. B. Versicherungen) eine besonders attraktive Anlageklasse für „Buy and Hold“ Investments dar, weil sie oft sehr gezielt auf die Bedürfnisse des Gläubigers strukturiert werden.

Nach deutschen Bilanzierungsvorschriften werden Namensschuldverschreibungen bei sinkenden Wertpapierkursen zudem stets zum Anschaffungspreis – und nicht wie andere Wertpapiere nach dem Niederstwertprinzip – bilanziert (weil unterstellt wird, dass sie bis zum Verfall gehalten werden), was ihren Kauf im Niedrigzinsumfeld besonders attraktiv macht. Die internationalen Investoren konzentrieren sich aber im Wesentlichen auf die großen, liquiden Inhaberpapiere.

Abbildung 5

Volumen deutscher Pfandbriefe in Mrd. EUR



Stand: 17. Juni 2026. LSEG Datastream

Ein sich entwickelnder globaler Covered Bond-Markt

Vor dem Hintergrund der doppelten Besicherung ist es nicht völlig überraschend, dass in Deutschland, trotz einer fast 250-jährigen Tradition von Pfandbriefen seit Inkrafttreten des Hypothekenbankgesetzes, dem Vorläufer des Pfandbriefgesetzes, noch nie ein Pfandbrief ausgefallen ist (historisch betrachtet wurde der Pfandbrief vor mehr als 200 Jahren im damals preußischen Schlesien entwickelt).

Die große Leistung des gegenwärtig stagnierenden deutschen Pfandbriefmarkts ist daher, dass er mit seiner beeindruckenden Kredithistorie und mit der Symbolik der „verbrieften Sicherheit“ in den letzten Jahren auf andere Länder der Welt ausgestrahlt hat.[13]

Die große Nachfrage der Anleger nach „Safe Assets“ hat die europäischen Rentenmärkte verändert, aber auch eine über Europa hinaus gehende Internationalisierung des Pfandbriefes ausgelöst.

Mittlerweile gibt es fast in allen europäischen Ländern der Grundkonzeption des deutschen Pfandbriefs nachempfundene Covered Bond-Märkte, die wir im Rahmen unserer Analysen auf ihre Qualität detailliert beurteilen („Scoring“). Selbst Emittenten aus USA, Kanada, Japan, Australien, Neuseeland, Singapur oder der Türkei haben neuerdings gedeckte Papiere in der Pfandbrieftradition angeboten, auch wenn diese Papiere meist in Euro emittiert werden (vgl. Abbildung 6).[14]

Dabei konzentriert sich das Interesse der internationalen Investoren natürlich auf großvolumige, Plain Vanilla-Inhaberpapiere. In Deutschland hatte man ab 1995 dafür ein spezielles Marktsegment, den Jumbo-Pfandbrief für Inhaberpapiere mit einem Volumen von mindestens 1 Mrd. Euro und weiteren Mindeststandards aus der Taufe gehoben, um eine besonders liquide Assetklasse verfügbar zu machen. Dieser Jumbo-Markt hat in Deutschland zuletzt allerdings zugunsten von kleinvolumigeren Emissionen wegen deren besserer Platzierbarkeit an Boden verloren.[15]

In vielen anderen Ländern sind die liquiden Pfandbriefmarktsegmente daher stärker gewachsen. Frankreich ist nach der Expansion seiner Pfandbriefmärkte der letzten Jahre in den diversen Rentenindizes und Benchmarks für Pfandbriefinvestments sogar höher gewichtet als der deutsche Pfandbrief. Spanien war lange der zweitgrößte Covered Bond-Markt der Welt, ist in den letzten Jahren aber stark geschrumpft. An Boden gewonnen haben die Niederlande, Österreich, Kanada und Norwegen (vgl. Abbildung 7 und 8).[16]

Abbildung 6

Lazard Covered Bond Legislation

Lazard Covered Bond Legislation Scoring

Aktualisiertes Qualitäts-Scoring aller relevanten Emittentenregime | Benotung: 1 (beste) — 5 (schlechteste) | Lazard Asset Management

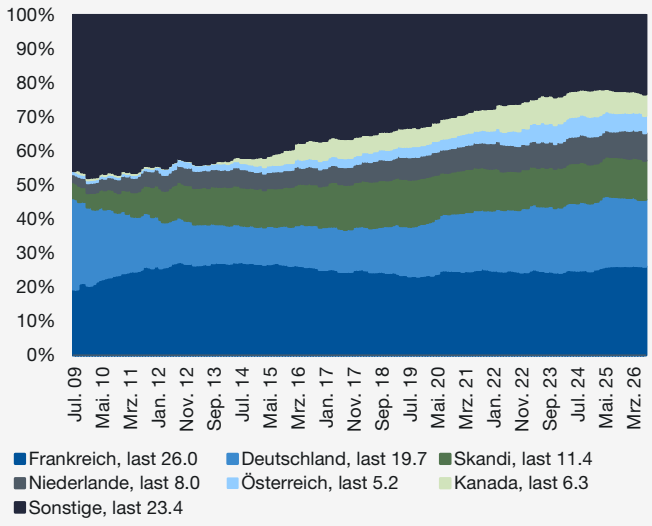
Emittent		Marktliquidität		Erster Rückgriff		Cover Pool / Zweiter Rückgriff					Regulatorischer Rahmen				
Land	CB-Typ	Größe (1–5)	Bid/Ask (1–5)	Bank-Sektor	Sovereign	LTVs	Immo-markt	Pool-Struktur	OC	Daten-transp.	Spezial-gesetz	UCITS konf.	CBD / Äquiv.	Rechts-qualität	NOTE
EU — Kernmärkte (CBD vollständig transponiert I Europäisch Gedeckte Schuldverschreibung)															
Dänemark	Særligt Dækkede Realkreditobligationer (SDRO)	1	1	1	1	1	1	1	2	1	JA	JA	Äquiv.	1	1.13
Dänemark	Særligt Dækkede Obligationer (SDO)	1	1	1	1	1	1	1	2	1	JA	JA	Äquiv.	1	1.13
Deutschland	Hypothekenpfandbriefe	1	2	1	1	1	2	1	1	1	JA	JA	JA (Prem.)	1	1.13
Deutschland	Öffentliche Pfandbriefe	1	2	1	1	2	2	1	1	1	JA	JA	JA (Prem.)	1	1.21
Schweden	Säkerställda Obligationer	2	2	2	1	2	2	2	2	2	JA	JA	JA (Prem.)	1	1.65
Finnland	Kiinteistövakuudelliset Joukkovelkakirjalainat	2	2	2	1	2	2	2	2	2	JA	JA	JA (Prem.)	1	1.65
Österreich	Hypothekenpfandbriefe	2	2	2	1	1	2	2	2	2	JA	JA	JA (Prem.)	1	1.57
Österreich	Öffentliche Pfandbriefe	2	2	2	1	2	2	2	2	2	JA	JA	JA (Prem.)	1	1.65
Niederlande	Geregistreerde Gedekte Obligaties (GGO)	2	2	2	1	2	2	2	2	2	JA	JA	JA (Prem.)	2	1.85
Frankreich	Obligations Foncières (OF)	2	2	2	2	2	2	1	2	2	JA	JA	JA (Prem.)	1	1.72
Frankreich	Obligations à l'Habitat (OH)	2	2	2	2	2	2	1	2	2	JA	JA	JA (Prem.)	1	1.72
Frankreich	Caisse de Refinancement de l'Habitat (CRH)	2	3	2	2	2	2	2	2	2	JA	JA	JA	1	1.90
Spanien	Cédulas Hipotecarias (CH)	2	2	2	2	2	3	2	2	2	JA	JA	JA (Prem.)	2	2.08
Spanien	Cédulas Territoriales (CT)	2	2	2	2	3	3	2	2	2	JA	JA	JA	2	2.21
Spanien	Multiseller Cédulas	3	3	2	2	3	3	3	3	2	JA	JA	JA	2	2.47
Belgien	Belgian Pandbrieven	2	2	2	2	2	2	2	2	2	JA	JA	JA (Prem.)	2	2.00
Irland	Asset Covered Securities (ACS)	3	2	2	2	2	2	2	2	2	JA	JA	JA (Prem.)	2	2.05
Italien	Obbligazioni Bancarie Garantite (OBG)	2	2	3	3	2	2	2	3	2	JA	JA	JA (Prem.)	2	2.38
Luxemburg	Lettre de Gage	3	3	2	1	2	2	2	2	2	JA	JA	JA	2	2.00
Portugal	Obrigações sobre o Sector Público	3	3	3	2	3	2	2	3	2	JA	JA	JA (Prem.)	2	2.41
Portugal	Obrigações Hipotecárias	3	3	3	2	2	2	2	3	2	JA	JA	JA (Prem.)	2	2.33
EU — Wachstumsmärkte (CBD vollständig transponiert)															
Tschechien	Hypoteční zástavní listy	3	3	2	2	2	2	2	2	2	JA	JA	JA (Prem.)	2	2.10
Tschechien	Realkreditobligationer (RO)	3	3	2	2	3	2	3	3	3	JA	JA	JA	2	2.47
Slowakei	Slovenian Covered Bonds	3	3	2	2	2	2	2	2	2	JA	JA	JA (Prem.)	2	2.10
Polen	Listy Zastawne	3	3	2	2	2	2	2	2	2	JA	JA	JA (Prem.)	2	2.10
Estland	Estonian Covered Bonds	4	4	3	2	2	3	3	3	2	JA	JA	JA	2	2.64
Griechenland	Greek Covered Bonds	3	3	4	4	2	3	3	3	2	JA	JA	JA	2	2.99
EU — Neue Märkte (CBD transponiert)															
Ungarn	Jelzáloglevelek (Hypothekenpfandbriefe HU)	4	4	3	3	2	3	2	3	2	JA	JA	JA (CBD)	2	2.76
Slowenien	Slovenian Covered Bonds	4	4	3	2	2	3	3	3	2	JA	JA	JA (CBD)	2	2.69
Lettland	Latvian Covered Bonds	4	4	3	2	2	3	3	3	3	JA	JA	JA (CBD)	2	2.77
Litauen	Lithuanian Covered Bonds	4	4	3	2	2	3	3	3	3	JA	JA	JA (CBD)	2	2.77
Kroatien	Croatian Covered Bonds	5	5	3	3	2	3	3	3	3	JA	JA	JA (CBD)	3	3.22
Nicht-EU — Europäische Drittländer (kein CBD, eigenständige Regime)															
Norwegen	Obligasjoner med fortrinnsrett	2	2	1	1	2	2	2	2	2	JA	JA	Äquiv.	1	1.55
Schweiz	Swiss Covered Bonds	2	3	1	1	2	2	2	2	2	JA	NEIN	NEIN	2	2.25
UK	Regulated Covered Bonds (RCB)	2	2	2	2	2	2	2	2	2	JA	JA	Äquiv.	2	2.05
Nicht-EU — Außereuropäische Märkte															
Australien	Australian Covered Bonds	2	3	1	1	3	2	3	2	3	JA	NEIN	NEIN	2	2.49
Kanada	Canadian Registered Covered Bonds (CRCB)	2	3	1	1	3	2	3	2	3	JA	NEIN	NEIN	2	2.49
Neuseeland	New Zealand Covered Bonds	3	3	2	1	3	2	3	3	3	JA	NEIN	NEIN	2	2.77
Japan	Japanese Covered Bonds	2	3	2	2	3	2	4	3	3	NEIN	NEIN	NEIN	3	3.45
Singapur	Singapore Covered Bonds	3	3	1	1	3	3	3	3	3	JA	NEIN	NEIN	2	2.70
Südkorea	Korean Contractual Covered Bonds	3	3	2	2	3	2	4	3	3	NEIN	NEIN	NEIN	3	3.50
USA	US Contractual Covered Bonds	3	3	2	2	4	3	4	4	3	NEIN	NEIN	NEIN	4	3.94
Türkei	İpotek teminatlı menkul kıymet	4	4	4	5	3	4	4	4	4	JA	NEIN	NEIN	4	4.57

Benotungsmethodik: 1 = beste, 5 = schlechteste Note. Quellen: EU Covered Bond Directive 2019/2162 und CRR Art. 129; EBA und EU-Kommission, ECBC European Covered Bond Fact Book, ECBC Covered Bond Label und EMF Hypostat, Bloomberg, eigene Berechnungen Lazard Asset Management. (Nov. 2024).

Stand: November 2024
Quelle: EU Covered Bond Directive 2019/2162 und CRR Art. 129; EBA und EU-Kommission, ECBC European Covered Bond Fact Book, ECBC Covered Bond Label und EMF Hypostat, Bloomberg, eigene Berechnungen Lazard Asset Management

Abbildung 7

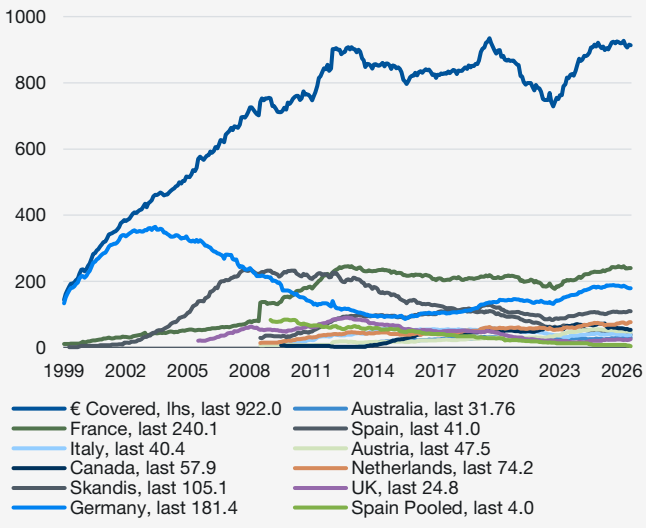
IBoxx Euro Covered - Ländergewichtung



Stand: 17. Juni 2026. LSEG Datastream

Abbildung 8

IBoxx Euro Covered Bonds, Marktwert in Mrd. EUR



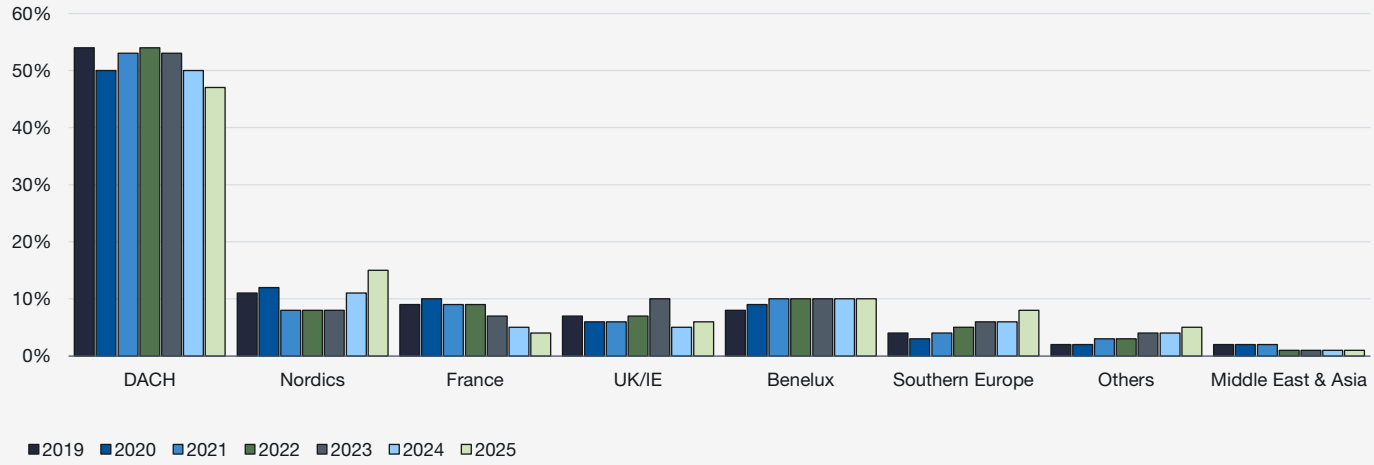
Stand: 17. Juni 2026. LSEG Datastream

Die Investoren im europäischen Pfandbriefmarkt sind in den letzten Jahren merklich internationaler geworden, aber aufgrund der langen Historie an Erfahrung mit Pfandbriefinvestments sind Anleger in Deutschland, Österreich und der Schweiz noch immer mit Abstand die wichtigsten Akteure im Covered Bond-Markt (auch anderer Länder).

Die europäischen Pfandbriefemittenten haben noch viel Überzeugungs- und Aufklärungsarbeit zu leisten, wenn sie den Pfandbrief gegenüber amerikanischen, asiatischen oder arabischen Investoren als glaubwürdige (und liquide) Alternative zu Staatsanleihen präsentieren wollen (vgl. Abbildung 9).[17]

Abbildung 9

Investoren aus der DACH-Region dominieren weiterhin



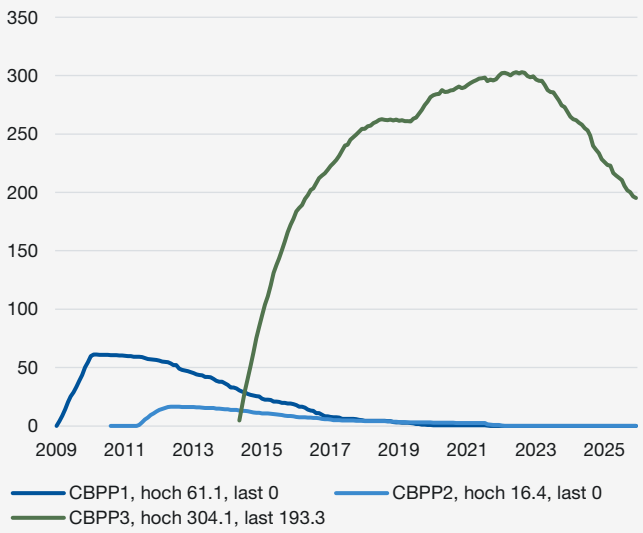
Stand: 2025; Quelle: Nord LB

Die Covered Bond-Ankaufprogramme der EZB

In 2014 hatte die EZB Covered Bonds zum dritten Mal nach 2009 und 2011 in ihr Wertpapierankaufprogramm im Rahmen der quantitativen Lockerungspolitik aufgenommen („CBPP3“).[18] Ziel war einerseits eine Stabilisierung des Covered Bond-Markets und somit der Refinanzierung der Banken sowie andererseits die Ausübung eines positiven Impulses auf die Realwirtschaft insbesondere der Peripheriestaaten. Anfang 2023 übertraf der angekaufte Bestand an Covered Bonds erstmalig ein Volumen von 300 Mrd. € und umfasste damit mehr als 25 % des Volumens des CBPP3-fähigen Materials. Fast drei Viertel entfielen auf Covered Bonds aus Frankreich, Italien und Deutschland (vgl. Abbildung 10).

Abbildung 10

Bestände des EZB Covered Bond Kaufprogramms in Mrd. Euro



Stand: 17. Juni 2026. LSEG Datastream

Seit Beendigung des CBPP3 Programms hat die EZB die Bestände deutlich reduziert, in erster Linie durch die Nichtersetzung auslaufender Papiere. Aber selbst heute noch hält die EZB mit rund 200 Mrd. € an Covered Bonds noch einen wesentlichen Teil des Marktes im Bestand.

Da die Covered Bonds wegen der riesigen Kaufvolumina der EZB auf dem Sekundärmarkt phasenweise knapp geworden waren, verlagerte die EZB ab 2015 ihre Käufe immer mehr auf den Primärmarkt. Dies erleichterte den Emittenten über viele Jahre die Platzierung neuer Anleihen, so dass sich der Neuemissionsmarkt von der Schwäche der vorhergehenden Jahre erholte.

Insgesamt ist festzuhalten, dass die EZB zu einem dominanten Player am Markt für Covered Bonds geworden ist. Dies hat die Liquidität am Markt deutlich reduziert, das Niedrigzinsumfeld verfestigt, die Aktivitäten von anderen Marktteilnehmern wie Versicherern oder Asset Managern eingeschränkt und die Differenzierung zwischen den einzelnen Papieren im Ankaufprogramm nach Risikoeinschätzung abgesenkt. Daher wuchs in gewissen Phasen das Interesse der Anleger an Covered Bonds, die nicht unter das Ankaufprogramm fielen, wie beispielsweise die skandinavischen Emissionen (ex Finnland).[19]

Wandel in den Marktusancen: Covered Bonds mit „Extendable Maturities“

Natürlich haben nicht alle Märkte die Charakteristika des deutschen Pfandbriefs eins zu eins übernommen. Die Internationalisierung des Pfandbriefs hat zu Covered Bonds mit eigenen Ausprägungen und Eigenheiten in den jeweiligen Regionalmärkten geführt.

Eine der wichtigsten Neuerungen war eine Veränderung bei den Fälligkeitsstrukturen.

Statt der in Deutschland und Österreich üblichen „Hard Bullet“-Merkmale mit festen Fälligkeiten haben sich mittlerweile Covered Bonds mit flexibleren Laufzeitstrukturen am Markt durchgesetzt, die man „Covered Bonds with Extendable Maturities“ nennt. Diese haben in den letzten Jahren rund die Hälfte aller Neuemissionen ausgemacht, und zusätzlich wurden zahlreiche bestehende „Hard Bullet“-Papiere in andere Strukturen umgewandelt; lediglich Deutschland, Österreich, Luxemburg und Spanien sind bisher mehrheitlich bei „Hard Bullet“ geblieben.[20]

Die „Covered Bonds with Extendable Maturities“ haben keine feste Fälligkeit, sondern beim Eintreten bestimmter Umstände kann die Laufzeit verlängert werden, und dies bei sogenannten „Soft Bullet“-Strukturen um bis zu 12 Monate, bei sogenannten „Conditional Pass-Through“ Strukturen gar um 30 Jahre und mehr.

Es gibt keine einheitlichen Vorgaben der EU oder des Gesetzgebers, welche Charakteristika im Rahmen dieser „Covered Bonds with Extendable Maturities“ erlaubt sind, sondern diese werden individuell im Prospekt oder sonstigen vertraglichen Vereinbarungen festgelegt. Sie unterscheiden sich daher von Emission zu Emission und die Usancen auch von Region zu Region. Dies gilt insbesondere für die genaue Verlängerungsoption, welche den Auslöser der Laufzeitverlängerung (den „Trigger“) und die Kupons nach der Verlängerung definiert.

Grundsätzlich unterscheiden sich die Papiere insbesondere dadurch, was passiert, wenn der Emittent eines Covered Bond bei Fälligkeit des Papiers nicht genügend Ressourcen hat, die Anleihe zurückzuzahlen.

Im Falle von „Hard Bullet“-Strukturen geht die Anleihe in Default und es wird sofort auf den Deckungsstock zurückgegriffen, um durch dessen beschleunigte Liquidierung die Forderungen der Anleihegläubiger zu erfüllen.

Bei „Soft Bullet“-Strukturen geht im Falle der Zahlungsunfähigkeit des Emittenten der Covered Bond (i. d. R.) nicht in Default, sondern es wird die meist zwölfmonatige Verlängerungsoption ausgeübt. Diese ermöglicht eine schrittweise Liquidation des Deckungsstocks, um den Covered Bond bis zum sogenannten „Final Maturity Date“ (FMD) zurückzuzahlen. Ein Default findet erst dann statt, wenn der Emittent auch zum FMD noch nicht in der Lage ist, mit dem Erlös aus dem Deckungsstock die Anleihe vollständig zurückzuzahlen.

Auch bei „Conditional-Pass-Through“-Strukturen („CPT Covered Bond“) geht der Covered Bond bei Zahlungsunfähigkeit des Emittenten bei Fälligkeit nicht in Default, sondern wird in eine Mortgage Backed Security umgewandelt. Dies ist in dem Sinne gemeint, dass die Laufzeit um mehrere Jahrzehnte verlängert wird und der Käufer der Anleihe nur noch über die Cash-Flows bedient wird, die aus dem Deckungsstock gemäß des Amortisationsprofils herrühren und direkt an ihn weitergereicht werden (Pass-Through).

Die unterschiedlichen Strukturen sind zu kritischer Beurteilung geeignet. Aus Sicht der Anleiheemittenten und der Ratingagenturen sind die neuen Strukturen vorteilhaft. Die Ratings der „Covered Bonds with Extendable Maturities“ werden höher eingestuft und für stabiler gehalten als die vergleichbarer Bullet-Strukturen, weil das Default-Risiko der Emissionen kleiner ist. Allerdings wird durch diese Modifikationen das Risiko zumindest teilweise auf den Anleihegläubiger verlagert, weil dessen (dem Zeitplan gemäßes) Rückzahlungsrisiko steigt und damit die Planungssicherheit fällt. Es ist auch unklar, ob die impliziten Staatsgarantien, die man beispielsweise beim deutschen Pfandbrief unterstellt, auf solche Papiere übertragbar ist.

Insgesamt sollte sich das Pricing der unterschiedlichen Strukturen aus Sicht des Anleihegläubigers unterscheiden. „Soft Bullet“-Strukturen und „Conditional-Pass-Through-Strukturen“ sollten eine höhere Rendite bieten als „Hard Bullets“ mit gleichem Rating und Laufzeit; dies ist im gegenwärtigen Marktumfeld aber insbesondere bei Soft Bullet-Strukturen häufig nicht der Fall.

Wie unterscheiden sich Pfandbriefe von MBS?

Es gibt eine ganze Reihe von Unterscheidungsmerkmalen, welche die beiden Verbriefungsinstrumente Pfandbrief/Covered Bond und die im internationalen Kontext bekannteren Mortgage Backed Securities MBS trotz einiger Gemeinsamkeiten zu völlig unterschiedlichen Anlagekategorien machen, insbesondere hinsichtlich der Einordnung als sichere Assetklasse. Diese Unterschiede erwiesen sich gerade in der Finanzmarktkrise als grundlegend (vgl. Abbildung 11).[21]

Abbildung 11:
Pfandbrief vs. Mortgage Backed Securities

MBS unterscheiden sich in vielen Aspekten vom deutschen Pfandbrief, z. B.:

- Kein Gesetz, sondern individuelle vertragliche Ausgestaltung als Grundlage; seit 2007 aber höhere Transparenz und Standardisierung
- Vergleichbarkeit von MBS-Transaktionen erschwert – kein Standard
- Beleihungsgrenze (Loan-to-Value) > 60 % möglich
- Begutachtung der Deckungswerte durch Rating Agenturen
- Deckungswerte verbleiben bei true-Sale Transaktionen nicht in der Bilanz des Emittenten
- Bei synthetischen Transaktionen Übertragung des Kreditrisikos mittels Kreditderivat
- Rückgriff auf den Darlehensgeber für den Gläubiger nicht möglich
- Tranchierung des Wertpapiers mit Wasserfallstruktur in der Tilgungs- und Verlustallokation, um Tranchen verschiedener Ratingstufen zu generieren

Quelle: BearingPoint GmbH

Der Pfandbrief ist dadurch gekennzeichnet, dass es durch das Pfandbriefgesetz (und ähnlich in den Covered Bond-Gesetzen anderer Länder) sehr enge gesetzliche Grundlagen gibt, die mit einer starken Überwachung durch die BaFin und externe, unabhängige Treuhänder verbunden sind.

Die regulatorische Ausrichtung an dem Ziel der Sicherheit zeigen die engen Beleihungsgrenzen, die Forderung nach nominaler und barwertiger Überdeckung in der Deckungsmasse, die starke Bedeutung des aktiven Managements des Pools inkl. Risikomanagement und dem Einsatz von Stresstests, die Veröffentlichungspflichten und insbesondere der insolvenzfeste Zugriff auf die Deckungsmasse unter Einschaltung eines Sachverwalters. Hierfür ist es natürlich entscheidend, dass die Deckungswerte bei Pfandbriefen in der Bilanz des Emittenten verbleiben. Pfandbriefe sind meist „Straight Bonds“ mit fester Laufzeit und Kupons.

Der MBS-Markt hat hingegen eine etwas andere Ausrichtung.[22] Er bietet mehr Freiheiten und ist weniger klar gesetzlich reguliert und überwacht. MBS-Produkte finden letztlich im Rahmen individueller vertraglicher Ausgestaltung statt. Die Emissionen sind daher weniger standardisiert als (Jumbo)Pfandbriefe.

Dazu gehört auch ein anderer Umgang mit den Beleihungsgrenzen. Die Deckungswerte eines MBS verbleiben entweder bei True Sale-Transaktionen nicht in der Bilanz des Emittenten, oder das Kreditrisiko wird über synthetische Transaktionen mittels Kreditderivaten übertragen.

Bei MBS ist kein Rückgriff des Gläubigers auf den Darlehensnehmer (i.e. Single Purpose Vehicle, SPV) möglich. Damit dient eine MBS-Verbriefung im Gegensatz zum Pfandbrief nicht nur als Refinanzierungsinstrument, sondern auch als Werkzeug für die Risikoausplatzierung (aber begrenzter Risikoeinbehalt).

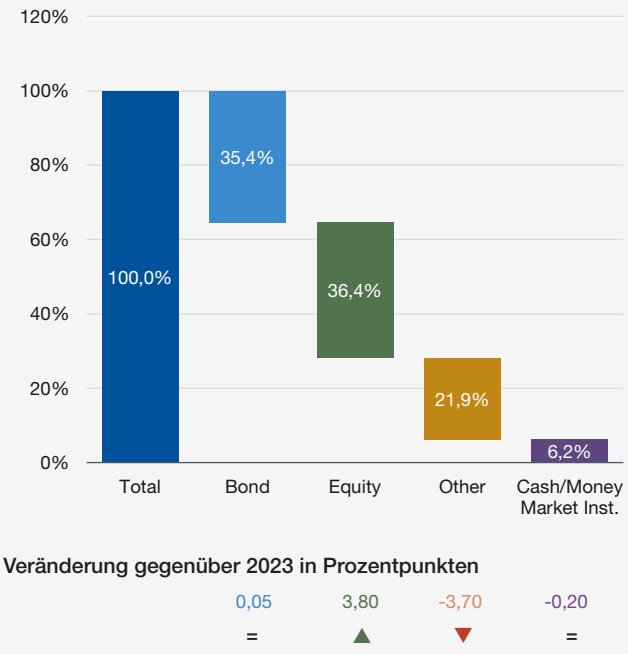
Ganz maßgeblich für MBS ist auch die Tranchierung des Darlehensportfolios mit Wasserfallstruktur in der Tilgungs- und Verlustallokation, um Wertpapiertranchen verschiedener Kreditqualitäten zu erzeugen. MBS sind mehrheitlich variabel verzinsliche Papiere mit impliziten Optionsstrukturen.

Pfandbriefe und Covered Bonds als Anlageklasse

In den allermeisten europäischen Ländern, aber auch in Japan und weiten Teilen Asiens spielen Renten bei den Kapitalanlagen institutioneller Investoren eine dominierende Rolle (vgl. Abbildung 12).[23]

Abbildung 12

Vermögensallokation 2024 und Veränderung gegenüber 2023
(% des Gesamtwerts und Veränderung gegenüber 2023 in %-Punkten in Europa)



Stand: 2024.
Quelle: https://www.efama.org/sites/default/files/files/asset-management-report-2025-v3_0.pdf

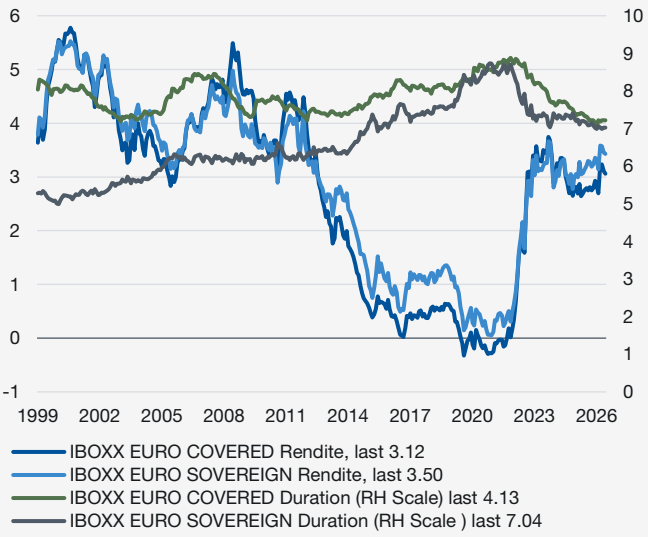
Dabei spielt beim Management der Fixed Income Investments der Kauf von Staatsanleihen unter der Maßgabe der Sicherheit die überragende Rolle. Angesichts der gegenwärtigen Explosion der Staatsverschuldung und im Lichte des trotz des Renditeanstiegs der letzten vier Jahre historisch gesehen noch immer vorliegenden weltweiten Niedrigzinsumfeldes müssen sich die Investoren aber fragen, ob Investments in Staatsanleihen die langfristigen Risiken dieser Anlageklasse noch adäquat einpreisen. Die Anleger müssen über Alternativen oder zumindest Ergänzungen zu Staatsanleihenportfolios nachdenken.

In Regionen, die entweder emotional oder wegen der gegebenen Regularien stark rentenorientiert denken, kommen neben Unternehmensanleihen unter Risikogesichtspunkten vor allem Covered Bonds als auszubauende Anlageklasse in Frage. Dabei ist zu berücksichtigen, dass der Markt für europäische Covered Bonds Charakteristika aufweist, die ihn von Investments in Staatsanleihen unterscheiden.

Unterschiede deutlich macht ein Blick auf die gängigen kapitalisierungsgewichteten Indizes, die als Benchmarks im Portfoliomanagement Verwendung finden, wie den iBoxx € Covered Index bzw. den Bloomberg Global Covered für Covered Bonds und den iBoxx € Eurozone Sovereign Index für Staatsanleihen (vgl. Abbildung 13 und 14).

Abbildung 13

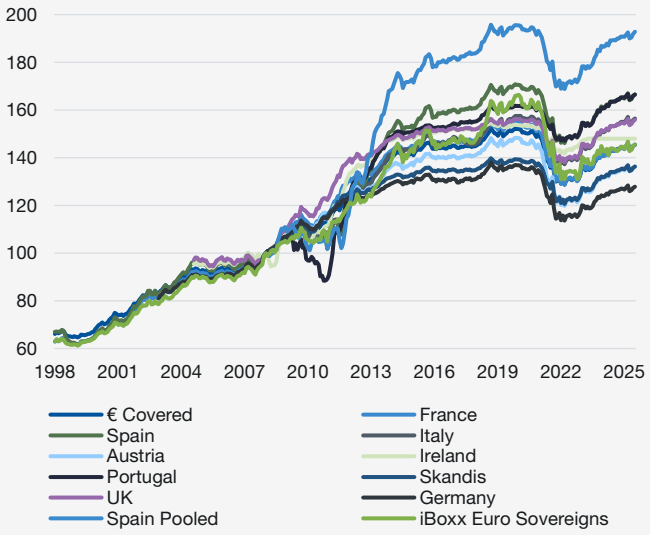
Europäischer Rentenindizes , alle Laufzeiten



Stand: 17. Juni 2026. LSEG Datastream

Abbildung 14

IBoxx Euro Covered Bonds - TR in EUR



Stand: 17. Juni 2026. LSEG Datastream

Covered Bonds erweisen sich in einer historischen Risiko-Ertrags-Analyse als Wertpapiere, die trotz eines im Durchschnitt höheren Ratings und einer wesentlich niedrigeren Duration bzw. Volatilität einen stetigen Renditeaufschlag (OAS-Spread) zu Staatsanleihen bieten und daher eine bessere Sharpe Ratio aufweisen als die Papiere in den Staatsanleihenindizes. Mit anderen Worten sind Pfandbriefe als Assetklasse im Risiko-Ertrags-Diagramm eine dominante Assetklasse im Vergleich zu Staatsanleihen. Die Wertentwicklung der meisten Covered Bond-Märkte erfolgt zudem unter weniger Schwankungen als der für Staatsanleihen.

Die Einschränkung dieser simplen Argumentation ist die, dass es diese positiven Eigenschaften nicht umsonst gibt. Faktoren, welche die Entscheidung für Covered Bonds erschweren, sind die größere Komplexheit und Intransparenz der Märkte in Europa, der sich daraus ergebende größere Researchaufwand bei der Titelauswahl im Portfoliomanagement, die Vielfalt der Rechtsrahmen und die geringere Liquidität der Covered Bonds, weil die Märkte sehr stark fragmentiert sind.

Im Gegensatz zu den ABS/MBS sind Pfandbriefe gut durch die Finanzmarktkrise aber auch die darauffolgenden Turbulenzen gekommen. Zwar haben sich die Geld-Brief-Spannen und die Renditeaufschläge zu Staatsanleihen in den Krisen geweitet, aber es gab weder Zahlungsausfälle, noch musste der Markt ausgesetzt werden wie in anderen Assetklassen.

Dennoch muss man festhalten, dass Pfandbriefe und Covered Bonds in der Krise zwar eine höhere Liquidität nachgewiesen haben als viele andere Anlageformen, dass sich die Liquidität aber nicht mit den Staatsanleihen der Kernländer Europas, Japans oder den USA vergleichen lässt.

Dies hat ebenso wie die Weitung der Asset Swap Spreads in der EWU-Krise und auch während der Corona-Pandemie dazu beigetragen, dass Covered Bonds als echte Spreadprodukte zu Staatsanleihen angesehen werden, auch wenn die Spreads – historisch gesehen – zuletzt recht eng waren (vgl. Abbildung 15).

Abbildung 15

Asset Swap Spread Bund (Swaps über Bund)



Stand: 17. Juni 2026. LSEG Datastream

Covered Bonds durch Regulatorik unterstützt

Als Reaktion auf die Finanzmarktkrise hat der Gesetzgeber weltweit sein Regularienregime im Bereich von Banken, Versicherungen und Kapitalanlagen generell verschärft. In der Folge ist es für die meisten Kapitalanlageformen fast wichtiger, wie sie von Basel III, CRD IV oder Solvency II behandelt werden, als dass sie für den Anleger unter Risiko-Ertrags-Gesichtspunkten attraktiv sind.[24]

Vor diesem Hintergrund bleibt das Interesse der Investoren an Covered Bonds sehr hoch, insbesondere bei Banken und Sparkassen. Dies liegt daran, dass Covered Bonds wegen ihrer Qualität der „verbrieften Sicherheit“ von den Regulatoren sehr positiv beurteilt werden. So sind viele Institutionen wegen der Regulatorik im Rahmen der Liquiditätskennzahl Liquidity Coverage Ratio („LCR“) auf Investitionen in Covered Bonds angewiesen, weil diese problemlos der Liquiditätsreserve in Bankbilanzen zugerechnet werden.

Covered Bonds erfüllen, ganz im Gegensatz beispielsweise zu (ungedeckten) Senior Bankbonds, fast alle die erforderlichen Mindestratings, so dass Covered Bonds klar bevorzugt sind.

Ein wichtiger Pluspunkt von Covered Bonds ist die Tatsache, dass sie ausgenommen sind von allen Bail-in Überlegungen im Rahmen der Bank Recovery and Resolution Directive (BRRD), die bei den meisten sonstigen Rentenemissionen eine Rolle spielen. Dies ist in Zeiten, in denen die EU-Bankenunion und Haftungsregelungen für Anleihegläubiger eine immer größere Rolle spielen, ein wesentlicher Vorteil.[25]

Aktives Portfoliomanagement

Der neu entstandene Markt für europäische Covered Bonds empfiehlt sich wegen seiner Komplexheit und Vielfalt für aktives Portfoliomanagement, das die Tücken eines uneinheitlichen Hypothekenbankenwesens in Europa berücksichtigt. In vielen Staaten wird zwar das klassische Modell des Hypothekenbankwesens auf Basis von Pfandbriefen nach deutschem Vorbild angewendet, aber der Teufel steckt im Detail. So gibt es selbst in so artverwandten Märkten wie Deutschland, Österreich, Schweiz und Luxemburg deutliche Unterschiede in der Pfandbriefausgestaltung und im Profil der Pfandbriefemittenten.[26]

Der Portfoliomanager in europäischen Pfandbriefen muss sich sehr detailliert nicht nur mit den klassischen Dokumenten auf dem Gebiet des europäischen Rechts für Hypothekenpfandbriefe wie der UCITS-Richtlinie der EU (im deutschen OGAW) auseinandersetzen, sondern auch mit dem Pfandbriefrecht in den einzelnen Ländern und den einzelnen Emissionen, um erfolgreiches und sicheres Investieren zu ermöglichen.

Aus deutscher Sicht ist die Einschätzung, ob die jeweiligen Covered Bond-Märkte anderer Länder dem deutschen Pfandbrief von seiner doppelten Sicherheit sehr nahekommen oder doch eher ABS-Züge tragen, von entscheidender Bedeutung. Nicht jeder Covered Bond in Europa genügt den Sicherheitsansprüchen eines deutschen Pfandbriefes und erst ein genaues Research der (rechtlichen) Konstruktion des Covered Bonds kann über die Risiko-Ertrags-Verhältnisse wirklich Auskunft geben.

Daher ist beim Management europäischer Covered Bond-Portfolios neben der Erstellung von Länderscorings zur Einschätzung der Kreditqualität der einzelnen Staaten die Erstellung eines Pfandbrief-Scorings zur Einschätzung der Sicherheitenqualität der einzelnen Covered Bond-Märkte ein ganz wichtiger Teil des Entscheidungskatalogs des Portfoliomanagers.

Die generelle Beurteilung der Qualität der Covered Bond-Märkte in Bezug auf die rechtliche Konstruktion im jeweiligen Land und die Liquidität des Marktes wird bei Covered Bond Investments durch die Analyse der Qualität der einzelnen Covered Bond-Emissionen für die Einzeltitelauswahl ergänzt. Dies bedeutet, dass der Portfoliomanager die Besicherung der einzelnen Anleihen und damit neben der Emittentenkreditqualität die Deckungsstöcke analysieren muss.

Zur Deckungstockanalyse gehören die Kalkulation des Deckungsstockvolumens, die Überprüfung des ausstehenden Volumens an Covered Bonds eines Emittenten, die Analyse der Überdeckung, die Überprüfung des Fälligkeitsprofils (Deckungsstock/Anleihe) und eine sorgfältige Prüfung der Deckungsstock-Charakteristika (z. B. Länderallokation, Schuldneranalyse) sowie die Analyse der Kredite in Zahlungsverzug (> 90 Tage).

Diese Informationen sind heute auf Grund der verschiedenen Transparenzinitiativen der europäischen Pfandbriefemittenten (wenn auch je nach Markt in unterschiedlicher Qualität) verfügbar und werden von Lazard Asset Management über eine Datenbank verwaltet und analysiert.

Aber natürlich spielt für die Zusammensetzung eines europäischen Covered Bond-Portfolios nicht nur das Thema Sicherheit eine Rolle. Je nach den Risikopräferenzen des Anlegers müssen natürlich auch Ertragsaspekte und Relative-Value-Überlegungen der verschiedenen Rentenmärkte berücksichtigt werden.

Mit sorgfältigem aktivem Management lassen sich aus den Verwerfungen nach den vielen Krisen der letzten zwanzig Jahre unter Risiko-Ertrags-Gesichtspunkten auf den Kunden zugeschnittene erfolgreiche Strategien entwickeln.

Covered Bonds bei Lazard Asset Management

Lazard Asset Management verwaltet per Ende Juni 2026 über 2 Mrd. EUR in Pfandbriefen/Covered Bonds für mehr als 60 Kunden.

Lazard Asset Management managt seit 1999 eine Vielzahl von Covered Bonds-Portfolios, sowohl in reinen Covered Bond-Mandaten als auch in Multi-Sektor-Strategien. Covered Bonds konnten in dieser Zeit während aller Marktphasen einen signifikanten, stabilen Performancebeitrag liefern. Eine hohe Liquidität und attraktive Risiko-Ertragsprofile machen Covered Bonds zu einem elementaren Bestandteil diversifizierter Euro High Quality-Portfolios.

Im Zuge der aktuellen Staatsfinanzierungskrise konnten sich Covered Bonds in der relativen Bewertung gut behaupten, temporäre Ausweitungen der Swap-Spreads boten wiederholt Einstiegsmöglichkeiten für aktive Investoren. Im Zuge der vergangenen Krisenjahre hat auch bei Covered Bonds die detaillierte Emittenten- und Deckungsstockanalyse stark an Bedeutung gewonnen.

Zusammenfassung

Lazard Asset Management managt seit 1999 eine Vielzahl von Covered Bonds-Portfolios, sowohl in reinen Covered Bond-Mandaten als auch in Multi-Sektor-Strategien.

Covered Bonds konnten in dieser Zeit während aller Marktphasen einen signifikanten, stabilen Performancebeitrag liefern.

Eine hohe Liquidität und attraktive Risiko-Ertragsprofile machen Covered Bonds zu einem elementaren Bestandteil diversifizierter europäischer Rentenportfolios.

- Die Finanzmarktkrise 2007-2009, die EWU-Krise 2011/12 und die Pandemie 2020/21 haben die Nachfrage nach sicheren Assets erheblich gesteigert.
- Gleichzeitig hat die Krise gezeigt, dass sichere Assets knappe Güter sind, insbesondere seitdem die Anleger erkannt haben, dass die Staatsanleihen vieler Länder nicht mehr sicher sind. Das Ungleichgewicht am Markt für sichere Assets, das die Kapitalanlagen charakterisiert, ist nach der Finanzmarktkrise noch größer geworden.
- Dies weckt neue Aufmerksamkeit für Assetklassen, denen man eine gewisse logische Sicherheit zuordnen kann. Dazu gehören Pfandbriefe oder Covered Bonds. Die Kernqualität der Pfandbriefe und ihr Unterscheidungsmerkmal zu anderen Assetklassen ist die doppelte Besicherung durch die emittierende Pfandbriefbank als Schuldner des Pfandbriefs einerseits und im Falle einer Insolvenz der Bank durch den Deckungsstock andererseits.
- Die große Leistung des gegenwärtig stagnierenden deutschen Pfandbriefmarkts ist, dass er mit seiner beeindruckenden Kredithistorie und mit der Symbolik der „verbrieften Sicherheit“ in den letzten Jahren auf andere Länder der Welt ausgestrahlt hat. Die große Nachfrage der Anleger nach „Safe Assets“ hat eine Internationalisierung des Pfandbriefes ausgelöst. Mittlerweile gibt es fast in allen europäischen Ländern und auch über Europa hinaus der Grundkonzeption des deutschen Pfandbriefs nachempfundene Covered Bond-Märkte.
- Dabei konzentriert sich das Interesse der internationalen Investoren auf großvolumige, Plain Vanilla-Papiere. In Deutschland hat man dafür ein spezielles Marktsegment, den Jumbo-Pfandbrief für Inhaberpapiere mit einem Volumen von mindestens 1 Mrd. Euro und weiteren Mindeststandards aus der Taufe gehoben, um eine besonders liquide Assetklasse verfügbar zu machen. In anderen Ländern sind die liquiden Pfandbriefmarktsegmente und Jumbopfandbriefe aber stärker gewachsen. Frankreich ist nach der Expansion seiner Pfandbriefmärkte der letzten Jahre in den Rentenindizes und Benchmarks für Pfandbriefinvestments höher gewichtet als der deutsche Pfandbrief.
- Covered Bonds erweisen sich in einer historischen Risiko-Ertrags-Analyse als Wertpapiere, die trotz eines im Durchschnitt höheren Ratings und einer niedrigeren Duration bzw. Volatilität einen stetigen Renditeaufschlag (OAS-Spread) zu Staatsanleihen bieten und daher eine höhere Sharpe Ratio aufweisen als die Papiere in den Staatsanleihenindizes. Mit anderen Worten sind Pfandbriefe als Assetklasse im Risiko-Ertrags-Diagramm eine dominante Assetklasse im Vergleich zu Staatsanleihen.
- Diese positiven Eigenschaften gibt es aber nicht umsonst. Faktoren, welche die Entscheidung für Covered Bonds erschweren, sind die größere Komplexheit und Intransparenz der Märkte in Europa, der sich daraus ergebende größere Researchaufwand bei der Titelauswahl im Portfoliomanagement, die Vielfalt der Rechtsrahmen und die geringere Liquidität der Covered Bonds, weil die Märkte sehr stark fragmentiert sind.
- Der neu entstandene Markt für europäische Covered Bonds empfiehlt sich wegen seiner Komplexheit und Vielfalt für aktives Portfoliomanagement, das die Tücken eines uneinheitlichen Hypothekenbankenwesens in Europa berücksichtigt.

Verfasser:
Werner Krämer, Managing Director
Macro-Economic Analyst

Informationen

Literaturverzeichnis

1. W. Krämer: Die weltweite Suche nach sicheren Anlagen – und die Folgen ihrer Knappheit, Lazard Asset Management, Standpunkt, August 2010.
2. P. Galdi: Growth Trends in the World Bond Markets, Bank of America Merrill Lynch Bond Index Almanac, 25. Januar 2016.
3. J. Tolckmitt / O. Stöcker: Die rechtlichen Grundlagen der Pfandbriefemission, in: vdp, Der Pfandbrief 2016/2017, Verband deutscher Hypothekenbanken, 2016, S. 52-64; J. Homey: Pfandbriefe – Eine Klasse für sich, DZ Bank Covered Bonds, 1.9.2011; DZ-Hyp: The German Pfandbrief Market 2025/2026, Spread Compression make Pfandbriefe more attractive, DZ-Hyp, Oktober 2025.
4. M. Labe: Der Treuhänder einer Pfandbriefbank, in: Der Pfandbrief 2010/2011, Verband deutscher Hypothekenbanken, 2011, S. 34-39.
5. Tolckmitt / Stöcker, ebenda; J. Tolckmitt: Pfandbrief Update 2026, Der Pfandbriefmarkt, vdp, Die Deutschen Pfandbriefbanken, 2026; DZ-Hyp: German Covered Bonds Questions and Answers on the Legal Framework, DZ-Hyp, November 2024
6. B. Winkler: vdp-Transparenzinitiative, in: Der Pfandbrief 2010/2011, Verband deutscher Hypothekenbanken, 2011, S. 52-57; T. Packmohr / A. Hasler: Pfandbrief-Transparenzstudie, Commerzbank Research, 11. August 2011.
7. A. Batchvarov / A. Caris / J. Beaumont: Covered BondHarmonisation – where do we stand?, in: ECBC Covered Bond Factbook, 11th edition, 2016, S. 37-41; S. Kullig: Regulierung von Covered Bonds – Geht da noch was?, NordLB Regulatory Update, vdp, 19.2.2026.
8. S. Kullig / S. Prilla: vdp-Pfandbriefbanken unterstützen europäische Entwicklung und erweitern Transparenz, in: vdp, Der Pfandbrief 2016/2017, August 2016, S. 36-42.
9. Tolckmitt / Stöcker, ebenda
10. DG Hyp: Pfandbriefe – krisenfest und sicher, Der deutsche Pfandbriefmarkt 2010, White Paper, September 2010.
11. C. Hausen: Neue Trends in der Staatsfinanzierung der Pfandbriefbanken, in: Der Pfandbrief 2007/2008, Verband deutscher Pfandbriefbanken, 2008, S. 19-26.
12. V. Volk: Pfandbrief pool data – total OC 22.2%, Deutsche Bank EUR Liquid Credit Update, 20. Juli 2011; R. Scholz: Öffentliche Pfandbriefe hatten selten so gute Chancen, Börsenzeitung, Sonderbeilage Pfandbriefbanken, 24.6.2026.
13. G. Grodzki: Der Pfandbrief und pfandbriefähnliche Produkte in Europa, in: Der Pfandbrief – Fakten und Daten, Verband deutscher Hypothekenbanken, 5. Auflage, 2000, S.38-43; EZB: Financial Integrationin Europe, White Paper, EZB, April 2010, S. 45-54; O. Mastroeni: Pfandbrief-style products in Europe, BIS Papers No 5, 2001; H. Langer / C. Riefler-Kowarsch, Covered Bond Market Update, Erste Group Research 29.6.2026.
14. G. Grodzki: Der Pfandbrief und pfandbriefähnliche Produkte, in: Der Pfandbrief, Fakten und Daten 2001, Verband deutscher Pfandbriefbanken, 2001, S. 29-36; H. Langer / C. Riefler-Kowarsch, Covered Bond Ausblick 2026, Erste Group Research, 28.11.2025; J. Beaumont: Overview of Covered Bonds, https://hypo.org/app/uploads/sites/3/2025/08/2.1-OVERVIEW-OF-COVERED-BONDS.pdf.
15. DG Hyp, ebenda, S. 5.; https://www.pfandbrief.de.
16. F. Will / M. Michaelides: Covered Bonds – Facts and Figures (EUR), RBS Research, 20. Mai 2011; V. Vedda: Covered Bonds – Die Erfolgsgeschichte setzt sich fort, DWS CIO, Special Covered Bonds, September 2025.
17. R. Grossmann et al.: Overview of covered bonds, in: ECBC Covered Bond Fact Book, 11th edition, 2016, S. 131-145; K. Rühlmann: Der Pfandbrief – Einstellungen und Erwartungen der Anleger, in: vdp, Der Pfandbrief 2016/2017, August 2016, S. 26-36.
18. S. Miehs: Das Ankaufprogramm der EZB und Pfandbrief – Trends und Perspektiven, in: vdp, Der Pfandbrief 2016/2017, August 2016, S. 6-14; M. Melms / F. Rudolf / M. Schuller: Covered Bond Purchase Programme 3 –The facts, in: ECBC Covered Bond Factbook, 11th edition, 2016, S. 41-52.
19. F. Will / S. von Koss: Covered Bonds Outlook 2017 – Update, HSBC Global Research, Dezember 2016.
20. C.C. Rausa / J.D. Girotteau: Covered Bonds Special – Focus on covered bonds with extendable maturities, Societe Generale Cross Asset Research, 31.1.2017.
21. H. Kollmann: Kredithandel über Verbriefungsinstrumente – MBS und Pfandbrief, Präsentation beim Berliner Institut für Bankunternehmensführung, BearingPoint, 21. April 2008; Deutsche Bundesbank: Neue rechtliche und regulatorische Rahmenbedingungen für den deutschen Verbriefungs- und Pfandbriefmarkt, Monatsbericht März 2006, S. 37-61; E. Haag et al: Kapitalmarktinstrumente – Asset Backed Securities und Pfandbrief, Institut für Betriebliche Finanzwirtschaft, White Paper, 2004.
22. A. Batchvarov et al: RMBS versus covered bonds – different but similar, Bank of America Merrill Lynch Structured Finance Europe, White Paper, 19. Juli 2010.
23. N. Baker / P. Edwards: Asset Allocation Survey 2016, Mercer Consulting, Mai 2016.
24. F. Eichert / F. Gerlich: Regulation Round up, in: Covered Bonds 2017 Roadmap, Credit Agricole Road Show Presentation, 12.12.2016.
25. A. Schadow / M. Schuller: MREL and TLAC – The Consequences of Bail-in Requirements for Covered Bonds, in: ECBC Covered Bond Factbook, 11th edition, 2016, S. 70-79; G. Bergmann: Der Pfandbrief als Stabilitätsanker, Börsenzeitung, Sonderbeilage Pfandbriefbanken, 24.6.2026.
26. G. Davies / F.M. Rusconi: Covered Bond Issuer Profiles – Part V: Austria, Germany, Luxembourg and Switzerland, J.P.Morgan Europe Credit Research, 4. August 2011.

Weitere Lazard Publikationen

Standpunkt Mai 2021
„Investmentrestriktionen, Risikobudgets und Anlageerfolg“

Hintergrund September 2021
„Die Kombination von Style-Investing und Quality-Investing – eine häufig übersehene Handlungsalternative am Aktienmarkt”

Hintergrund März 2022
„Wie wird Inflation berechnet?”

Hintergrund April 2022
„Wandelanleihen – Aktienähnliche Investments mit deutlich geringerer Volatilität”

Hintergrund Mai 2022
„Auf die Größe kommt es an: Small Cap = Large Opportunity?”

Hintergrund September 2022
„Ruhe bewahren – auf Bären folgen Bullen”

Standpunkt November 2022
„Den Blick Richtung Norden: Nordic High Yield – Wo High Yield noch High Yield bedeutet”

Hintergrund März 2023
„Multi-Asset-Strategien – ein Überblick”

Standpunkt Juni 2023
„Rückkehr in die Zinsnormalität –Die Renaissance von Rentenanlagen”

Hintergrund Januar 2024
Aktualisierung: „Wandelanleihen – Aktienähnliche Investments mit deutlich geringerer Volatilität“

Standpunkt April 2024
Aktualisierug: „Den Blick Richtung Norden: Nordic High Yield – Wo High Yield noch High Yield bedeutet”

Standpunkt September 2024
„Investieren in skandinavische Anleihen – Mehr Sicherheit in Zeiten wachsender Verunsicherung”

Hintergrund Oktober 2024
„Quant, Fundamental oder Quantamental – Welcher Ansatz ist der Erfolgreichste?“

Standpunkt Dezember 2024
Aktualisierung: „Den Blick Richtung Norden:
Nordic High Yield – Wo High Yield noch High Yield bedeutet”

Hintergrund Juli 2025
„Anlagealternativen im globalen Rentenmarkt”

Hintergrund Januar 2026
„Digitale Zentralbankwährungen: Die Zukunft des Geldes?”

Standpunkt Juni 2026
„18 Jahre Aktienhausse, hohe Bewertungen und Marktkonzentration: Was tun?“

Diese und weitere Publikationen stehen Ihnen als kostenloser Download auf unserer Homepage zur Verfügung:

Erfahren Sie mehr
www.lazardassetmanagement.com

Lazard Asset Management
(Deutschland) GmbH
www.lazardassetmanagement.com

Neue Mainzer Straße 75
60311 Frankfurt
Tel.: 069 - 50 60 6 - 0

Neuer Wall 9
20354 Hamburg
Tel.: 040 - 35 72 90 - 20

Opernring 7
1010 Wien
Tel.: +43-1 92 80 52 9

LR37572